

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-04-02

宏观策略

2025 年 04 月 02 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

固收周报 20250330：2024 年央行新增政策工具变动大盘点

从 2024 年起，央行便对其原有的货币政策工具箱进行了调整，在此我们对各类工具的操作进行回顾和展望。

固收周报 20250330：低价转债韧性来自于？

上周（0324 - 0328）海外风险类资产整体承压，同时美债仅在最后一个交易日收回全周跌幅，美债 10Y 恢复到周初的 4.25%，反映出特朗普关税政策所带来的“滞胀”隐忧及围绕其所形成的博弈空间，市场在担忧更高的通胀预期及“higher for longer”的基准利率会如何侵蚀消费者购买力及降低企业投融资意愿，联储不得不再次面临艰难抉择。策略上建议做陡曲线以平衡边际上再通胀风险的抬头。国内方面市场从交易相对务虚的概念转向交易相对务实的业绩，中小微盘股承压，导致转债等权指数周度跌幅大于转债加权指数，风格上中高价指数收绿，但低价指数逆势收红，即权重低价正股波幅远小于权重低价转债波幅，我们认为这反映出低价标的配置需求上的一定刚性，考虑到一方面平价下降会压低估值，另一方面需求刚性又会支撑估值，我们猜测低价标的估值目前过高的情况并不容易在短期内有效缓解。策略方面整体延续近期观点，后市几点增量思考：1）业绩期后交易风格或逆转，转债等权指数或重新占优；2）低价转债标的仍在权益、纯债大类配置时扮演对冲角色，这一角色的重要性在短期内不会发生变化，这是需求刚性的来源；3）供给的趋势性下降主要发生在高评级标的，因此高评级低价标的面临“资产荒”的特征更为突出；4）同时对冲纯债波动和对冲权益波动的标的类型并不完全相同，这构成了低价标的内部较复杂的结构，比如我们认为银行系转债回撤幅度或将明显小于对应正股，如果考虑到银行股后市潜在的波动，权益资金或选配银行系转债已做对冲，又比如高 YTM 高评级标的估值或显著受到信用债预期回报率修复的边际影响，这类标的估值的波动或显著高于其他标的。

固收点评 20250329：绿色债券周度数据跟踪（20250324-20250328）

本周（20250324-20250328）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 15 只，合计发行规模约 167.81 亿元，较上周增加 14.86 亿元。绿色债券周成交额合计 566 亿元，较上周增加 31 亿元。

固收点评 20250329：二级资本债周度数据跟踪（20250324-20250328）

本周（20250324-20250328）银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债 3 只，发行规模为 493.60 亿元。二级资本债周成交量合计约 1840 亿元，较上周减少 61 亿元。

固收深度报告 20250328：转债精选系列（1）——星球石墨/星球转债

综合判断，我们认为星球转债后市存在正股、转股溢价率“戴维斯双击”

行业

推荐个股及其他点评

老铺黄金 (06181.HK): 2024 年业绩点评: 全年业绩同比+254%，品牌破圈推动同店高增

盈利预测与投资评级: 老铺黄金是我国古法金品类的头部品牌，在高净值客户中有较好的口碑，以较好的产品品质设计和服务保持了较好的行业地位，2025Q1 销售持续亮眼，近期公司处于持续“出圈”的趋势当中，品牌势能仍处提升期，股权激励计划发布体现内部发展信心。海外门店扩张，品牌力出海值得期待。我们上调公司 2025-2026 年归母净利润从 25.4/35.7 亿元至 35.6/56.4 亿元，新增 2027 年归母净利润预测 72.3 亿元，对应 2025-2027 年 PE 为 32/20/16 倍，维持“买入”评级。风险提示: 消费降级下终端消费疲软，金价波动风险，古法黄金品类拓展不及预期，开店不及预期。

李宁 (02331.HK): 2024 年业绩点评: 优化渠道结构，合作中国奥委会加大投入

盈利预测与投资评级: 考虑 25 年延续偏弱消费环境，公司进一步推进渠道调整，结合重要赛事资源费用投入，我们预计 25 年收入同比持平，净利润率高单位数。将 25-26 年归母净利润预测值从 35.6/39.1 亿元下调至 24.5/27.1 亿元，增加 27 年预测值 30.2 亿元，对应 25-27 年 PE 分别为 15/14/13X，长期看对稀缺顶级赛事资源的投入有望提升品牌势能，维持“买入”评级。风险提示: 终端消费低迷，竞争加剧。

优必选 (09880.HK): 2024 年报点评: 营收稳健增长，人形机器人产品加速商业化

盈利预测与投资评级: 考虑到公司物流机器人出货放缓，我们下调公司 2025-2026 年营业收入预测分别为 20.16 (原值 23.62) / 28.23 (原值 32.14) 亿元，预计 2027 年营业收入为 37.05 亿元，当前市值对应 PS 分别为 16/12/9 倍，考虑到优必选人形机器人龙头地位，技术壁垒深厚，商业化落地进程行业领先，维持公司“买入”评级。风险提示: 人形机器人商业化落地不及预期，行业竞争加剧。

歌礼制药-B (01672.HK): 全新 GLP-1 减重不减肌，有潜力成为 Best-in-Class

歌礼制药: 进军减重大市场，自研 GLP-1 药令人期待: 公司致力于代谢性疾病的创新药物开发和商业化，公司成立于 2013 年，由吴劲梓先生创办。于 2018 年在香港证券交易所上市。公司目前的实控人为吴劲梓博士，是公司创始人、董事长、首席执行官。目前吴劲梓博士直接和间接持有公司 59.39% 的股份，其中直接持有 51%，通过其夫人及信托间接持有 8.39%。歌礼制药管理层经验丰富，有跨国一线制药公司高管背景，具有丰富的研发管理经验和业内资源。目前核心管线为小分子 GLP-1R 激动剂 ASC30 与减重不减肌的 ASC47。前者是目前唯一一款可口服与注射的 GLP-1 受体激动剂，而后者则是已经在临床前即早期临床试验中表现出优于司美格鲁肽的减重不减肌效果，两款产品未来上市后空间值得期待。盈利预测与投资评级: 公司目前的商业化产品均进入销售寿命末期，2024 年上半年主营收入为 0，在研管线预计未来短期内难以贡献收入。预计

ASC30 与 ASC47 将在 2029 年上市。采用 FCFF 法对公司进行估值，目标价为 12.60 元，高于目前公司股价，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：核心管线研发进展不及预期；管线市场竞争加剧；上市时间不及预期；核心研发人员流失。

上海医药（601607）：2024 年年报点评：CSO 赋能商业稳健增长，营销转型推动工业兑现

事件：公司发布 2024 年业绩报告，全年实现营收 2752.51 亿元（+5.75%，同比，下同）；归母净利润 45.53 亿元（+20.82%）；扣非归母净利润 40.65 亿元（+13.04%）。2024Q4 单季度实现营收 656.22 亿元（+4.52%）；归母净利润 4.98 亿元，2023Q4 为-0.29 亿元，同比扭亏为盈；扣非归母净利润 3.79 亿元（+29.74%）。

江淮汽车（600418）：2024 年年报点评：业绩符合预期，S800 上市在即
盈利预测与投资评级：公司与华为在产品开发、生产制造、销售和服务等领域全面战略合作，着力打造豪华智能网联电动汽车尊界 S800，目前已正式亮相；与大众战略合作进展顺利；与宁德时代、科大讯飞等科技型企业的协同合作持续深化，加速生态融合；公司商用车业务经营稳定。由于大众安徽亏损幅度超我们预期，我们下调公司 2025/2026 年归母净利润预期至 8.4/15.9 亿元（原为 9.1/16.1 亿元），我们预测公司 2027 年归母净利润为 33.9 亿元。对应 PE 为 91/48/23 倍，由于公司对外合作进展顺利，新车上市在即，我们仍维持江淮汽车“买入”评级。风险提示：商用车行业景气度低于预期；对外合作进展低于预期；芯片/电池等关键零部件供应链不稳定风险等。

心动公司（02400.HK）：2024 年业绩报点评：首次进行年度分红，关注 TapTap 商业化潜力

盈利预测与投资评级：我们维持 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 9.80/10.69/11.61 亿元，同比增长 20.74%/9.15%/8.54%，对应当前股价 PE 分别为 15/14/13 倍。我们看好公司自研新游延续兑现，TapTap 平台稀缺价值逐步释放，维持“买入”评级。风险提示：存量游戏流水超预期下滑，新游流水不及预期，TapTap 用户增长不及预期，行业监管趋严风险

华润燃气（01193.HK）：2024 年年报点评：业绩承压，分红比例稳增

盈利预测与投资评级：考虑到公司 2024 年业绩不及预期，我们下调 2025-2026 年归母净利润至 44.64/49.05 亿港元（原值 62.71/67.88 亿港元），引入 2027 年盈利预测 53.76 亿港元，2025-2027 年业绩同比 +9.2%/+9.9%/+9.6%，PE12/11/10 倍（2025/3/31），维持“买入”评级。

耐世特（01316.HK）：线控转向/后轮转向重大突破，24H2 业绩符合预期

盈利预测与投资评级：由于公司新业务落地需要时间，海外汽车销量增长存在不确定性，我们下调公司 2025-2026 年营收预测为 44/45 亿美元（原为 49.00/52.43 亿美元），预计 2027 年营收预测为 47 亿美元，同比分别 +3%/+3%/+3%；下调 2025-2026 年归母净利润预测为 1.1/1.4 亿美元（原为 1.54/2.03 亿美元），预计 2027 年归母净利润为 1.6 亿美元，同比分别 +79%/+25%/+14%，对应 PE 分别为 15/12/11 倍，由于公司为汽车转向核心供应商，盈利呈现明显改善趋势，我们看好公司在这轮智能化下的发展趋势。维持“买入”评级。风险提示：乘用车行业需求复苏低于预期，汽车智能化进程不及预期。

继峰股份（603997）：2024 年年报点评：2024Q4 业绩符合预期，乘用车

座椅持续放量

盈利预测与投资评级：考虑到公司新项目的量产进度以及海外业务减亏的进展，我们将公司 2025-2026 年的归母净利润预测调整为 6.46 亿元、10.97 亿元（前值为 8.10 亿元、12.22 亿元），新增 2027 年归母净利润预测 13.84 亿元。对应 2025-2027 年 EPS 分别为 0.51 元、0.87 元、1.09 元，对应 2025-2027 年市盈率分别为 22.54 倍、13.29 倍、10.53 倍。考虑到公司海外业务减亏持续推进+国内乘用车座椅业务快速放量，因此维持“买入”评级。风险提示：下游整车销量不及预期；新业务拓展不及预期；海外整合不及预期。

当升科技（300073）：2024 年年报点评：Q4 减值导致三元亏损，铁锂放量盈利转正

盈利预测与投资评级：我们基本维持公司 2025-2026 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润 6.0/7.3/10.2 亿元（25-26 年原预期 6.0/7.3 亿元），同比+27%/+21%/+40%，对应 PE 为 35x/29x/21x，考虑剔除减值影响，公司盈利仍好于市场平均水平，且 25 年海外客户占比有望进一步提升，维持“买入”评级。风险提示：产能释放不及预期，需求不及预期。

奈雪的茶（02150.HK）：2024 年报点评：短期调整致业绩承压，持续探索新模式

行业需求承压，下调公司 25-26 年营业收入至 52/53 亿元（此前 25-26 年预期为 59/63 亿元），并新增 27 年收入预期 55 亿元，25-27 年同比+5.3%/+1.7%/+3.5%；下调 25-26 年归母净利润至-1.3/0.05 亿元（此前 25-26 年预期为 1.01/1.6 亿元），并新增 27 年归母净利润预期 0.56 亿元，25-27 年同比+86%/+104%/+980%，对应 26-27 年 PE 分别为 309/29x，维持“增持”评级。

新城控股（601155）：2024 年报点评：减值下降促利润企稳，商管稳增助穿越周期

盈利预测与投资评级：公司商业运营能力持续提升，商管业务规模稳步扩张，有望带动公司业绩向好并穿越周期。我们基本维持公司 2025/2026 年归母净利润至 7.7/8.1 亿元，新增 2027 年归母净利润为 8.7 亿元，对应 EPS 为 0.34/0.36/0.39 元，对应 PE 分别为 38.1X/36.3X/33.9X。公司轻重并举，聚焦高能级城市，商业运营稳健，作为优质民企，融资环境有所改善，我们看好公司中长期发展，维持“买入”评级。风险提示：毛利率修复不及预期；市场景气度恢复不及预期。

均胜电子（600699）：2024 年业绩点评：重组费用压低表观利润，“汽车+机器人 Tier1”打开增长空间

盈利预测与投资评级：由于 2024 年底公司子公司香山股份并表，我们上调 2025/2026 年营收预测为 674/728 亿元（原为 604/653 亿元），预计 2027 年收入为 782 亿元，同比+21%/+8%/+7%；由于海外需求景气度略低于我们预期，我们下调 2025-2026 年归母净利润为 16.1/19.4 亿元（原为 18.9/23.3 亿元），预计 2027 年归母净利润为 23.1 亿元，同比分别+68%/+20%/+19%，对应 PE 分别为 16/13/11 倍，由于公司主营业务盈利处于改善周期，新业务亟待放量，我们看好公司长期投资价值，维持“买入”评级。风险提示：下游乘用车需求复苏不及预期，汽车安全业务修复不及预期。

中国交建（601800）：2024 年年报点评：Q4 现金流显著改善，分红比例提升

Q4 营收增长提速，海外业务贡献增加、占比提升。(1) 分业务看，2024 年公司基建建设/基建设计/疏浚业务分别实现营收 6814/363/594 亿元，同比分别+2.3%/-23.3%/+11.1%，毛利率分别为 11.1%/20.0%/12.8%%，同比分别-0.5/+1.5/-0.3pct；基建建设业务收入维持稳定增长，主要得益于海外业务贡献增加；基建设计业务因结构调整聚焦设计主业，EPC 项目减少，收入下降但毛利率改善。(2) 分地区看，2024 年公司境内/境外分别实现营收 6367/1353 亿元，同比分别-0.9%/+16.4%，毛利率分别为 12.8%/10.0%，同比分别-0.1/-1.0pct，公司综合毛利率为 12.3%，同比-0.3pct，预计主要因海外业务收入占比提升且毛利率承压所致。2024 年海外业务在总营收中占比同比+2.2pct 至 17.5%。(3) 公司 Q4 单季营收同比+12.2%，增速较 Q3 加快 14.0pct，毛利率 14.0%，同比-2.0pct。费用管控成效显著，信用减值损失有所减少，但毛利率及投资净收益下降影响拖累盈利表现。(1) 2024 年公司期间费用率为 6.0%，同比压减 0.3pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.4%/2.3%/3.4%/-0.1%，同比分别+0.1/-0.1/-0.2/+0.1pct。公司费用管控得当，管理费用率持续压降，财务费用率略有提升主要因汇兑收益下降所致。(2) 公司全年投资收益为-15.08 亿元，主要因个别联营企业和合营企业亏损增加所致，信用减值损失-61.32 亿元，损失规模减少 7.60 亿元，主要得益于部分长账龄项目应收款项收回所致；(3) 公司全年归母净利率 3.0%，同比-0.1pct，其中 Q4 单季归母净利率 3.0%，同比-0.6pct，受到毛利率及投资净收益同比下降影响。Q4 现金流显著改善，持续做优投资控制规模。考虑国内建筑市场承压，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测至 247/263 亿元（前值为 262/278 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 279 亿元，对应市盈率分别为 6.0/5.7/5.3 倍，维持“买入”评级。风险提示：海外拓展不及预期、基建投资增速下行、国企改革推进不及预期的风险。

东方证券 (600958)：2024 年年报点评：投资收益驱动业绩增长，费类业务收入有所下滑

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 36.93/39.83/43.00 亿元，对应增速分别为 10.22%/7.87%/7.95%，当前市值对应 2025-2027 年 PB 估值分别为 0.90x/0.87x/0.84x。看好交投活跃度回升背景下公司在财富管理转型及基金管理方面的增量，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：交易量持续走低，权益市场波动加剧致投资收益持续下滑。

金风科技 (002202)：2024 年年报点评：下半年风机毛利率明显改善，在手订单创新高

公司发布 2024 年年报：营业收入 566.99 亿元，同比+12.37%；归母净利润 18.60 亿元，同比+39.78%；扣非后归母净利润 17.77 亿元，同比+38.26%；毛利率 13.80%，同比-3.34pct；净利率 3.27%，同比+0.25pct。单 Q4 来看，营业收入 208.60 亿元，同环比-1.32%/+33.40%；归母净利润 6833 万元，同环比-2.71%/-83.14%；扣非后归母净利润 30.52 万元，同环比-99.88%/-99.92%；毛利率 9.27%，同环比-7.26/-4.82pct；净利率-0.03%，同环比-0.76/-2.76pct。下半年风机毛利率明显改善：24 年对外销售容量 16.05GW，同比增长 16.6%；风机及零部件销售收入 389.2 亿元，同比+18.2%；折算后单价约 2303 元/kW；毛利率 5.05%，同比+4.89pct，拆分看上下半年毛利率分别为 3.75%、5.68%，毛利率改善明显。截至 24 年末，公司在手订单 47.4GW，其中在手外部订单 45.1GW，海外 7.04GW。24 年风场业

务维持平稳：24 年公司风场开发收入 108.54 亿元，同比-0.57%，毛利率 40.01%，同比-7.29pct；风电服务 55.07 亿元，同比+5.07%，毛利率 21.50%，同比+1.66pct。24 年，公司国内外项目新增权益并网 1.98GW，累计装机容量 8.04GW，权益在建容量 3.76GW，转让容量 1.23GW。 质保金口径变化致期间费用率下滑、现金流稳健：公司 24 年期间费用 68.81 亿元，同比-8.4%，费用率 12.14%，同比-4.00pct；24 年经营性净现金流 23.16 亿元，同比+24.90%；24 年存货 148.2 亿元，较年初-2.81%。

永兴股份 (601033)：2024 年报点评：产能爬坡&经营提效支撑业绩增长，自由现金流大增持续高分红

盈利预测与投资评级：公司掌握广州优质垃圾焚烧项目，资本开支结束，随产能爬坡&经营提效，预计业绩、ROE、现金流均上行，我们将 2025-2026 年归母净利润从 9.07/10.02 亿元调增至 9.17/10.17 亿元，预计 2027 年归母净利润为 10.87 亿元，2025-2027 年归母同增 11.7%/11.0%/6.9%，对应 PE 14.7/13.3/12.4 倍。维持“买入”评级。（估值日期：2025/3/31）风险提示：补贴政策风险，垃圾量不及预期，收入区域集中度高的风险。

华立科技 (301011)：2024 年年报点评：业绩符合预期，深挖 IP 价值，设备销售及 IP 衍生品高增

盈利预测与投资评级：我们维持 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.71/0.87/0.93 元，对应当前股价 PE 分别为 38/31/29 倍。我们看好公司深耕线下文娱消费，持续深挖 IP 赋能价值，盈利潜力有望逐步释放，维持“买入”评级。 风险提示：动漫 IP 衍生品发展不及预期风险，市场竞争加剧风险，宏观经济波动风险

光威复材 (300699)：2024 年报点评：签订日常经营重大合同，未来业绩有所保障

盈利预测与投资评级：公司业绩符合市场预期，我们略微下调先前的预测，预计公司 2025-2026 年归母净利润分别为 9.13/10.84 亿元，前值 10.72/11.99 亿元，新增 2027 年预测 13.49 亿元，对应 PE 分别为 28/24/19 倍，但考虑到公司新签重要合同的事实，未来业绩有所保障，因此维持“买入”评级。 风险提示：1) 业绩波动的风险；2) 新产品开发的风险；3) 安全生产管理风险；4) 产品销售价格下降的风险。

航天电器 (002025)：2024 年报点评：以推动“三创新”为抓手，加速业务向整体解决方案转型升级

盈利预测与投资评级：公司业绩承压，考虑到行业订单波动，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测值至 7.53/10.06 亿元，前值 9.97/12.02 亿元，新增 2027 年预测 12.28 亿元，对应 PE 分别为 34/25/21 倍，但考虑到公司在产业链内的优势卡位，因此维持“买入”评级。 风险提示：1) 宏观经济波动风险；2) 市场或业务经营风险；3) 管理风险；4) 应收账款增加的风险。

中航沈飞 (600760)：2024 年报点评：歼-35A 惊艳亮相，看好我国战斗机龙头长期发展

盈利预测与投资评级：公司业绩符合市场预期，考虑到公司业务仍处于调整期，我们下调先前的预测，预计公司 2025-2026 年归母净利润预测值分别为 35.39/43.83 亿元，前值 46.22/54.71 亿元，新增 2027 年预期 50.51 亿元，对应 PE 分别为 33/27/23 倍，但考虑到公司的产业链链长地位，因此维持“买入”评级。 风险提示：1) 供应配套风险；2) 质量控制风险；3) 技术创新风险；4) 宏观政策风险。

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”。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

固收周报 20250330：2024 年央行新增政策工具变动大盘点

2024 年以来，央行的政策工具出现了哪些调整？3 月 24 日，央行发布公告，为更好满足不同参与机构差异化资金需求，从本月起，MLF 将采用固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展操作。从 2024 年起，央行便对其原有的货币政策工具箱进行了调整，在此我们对各类工具的操作进行回顾和展望。第一，2024 年 7 月 1 日，央行决定于近期面向部分公开市场业务一级交易商开展国债借入操作。2024 年 8-12 月，央行连续 5 个月进行国债净买入，共计 10000 亿元。央行买卖国债这一工具刚提出时，市场担忧央行将首先通过买入国债扩充其手中所持有的国债规模，随后择机卖出国债以抬升收益率曲线。从目前的操作来看，通过连续 5 个月的净买入，央行确实扩充了资产负债表中的对中央政府债权，但还没有进入到卖出国债的时间点。借鉴海外经验，央行主动卖出国债通常考虑的是物价回升压力，央行目前处于既不过度投放流动性，暂停国债买入操作，同时物价目前仍然低位徘徊，卖出国债时日尚早。第二，2024 年 7 月 8 日，央行表示将视情况开展临时正回购或临时逆回购操作，期限为隔夜，采用固定利率、数量招标，临时隔夜正、逆回购操作的利率分别为 7 天期逆回购操作利率减点 20bp 和加点 50bp。通过临时正逆回购操作，央行所能控制的短端

利率走廊收窄，下限为临时正回购利率，上限为临时逆回购利率。观察 DR001 的区间范围，即使今年流动性较为紧张，但也没有超过 7 天期逆回购利率加点 50bp 的上限，因此临时正逆回购目前从未启用过，央行虽未动手，但给了市场预期引导。第三，2024 年 10 月 28 日，央行决定启用公开市场买断式逆回购操作工具，原则上每月开展一次操作，期限不超过 1 年，采用固定数量、利率招标、多重价位中标。对于买断式逆回购的期限，公告较为透明，多为 3 个月和 6 个月，期限介于原有的逆回购和 MLF 中间，能够更好地控制中期的流动性。目前仅有 2024 年 11 月的 3 个月买断式逆回购出现到期情况，央行执行了略超量的续作，对中期流动性仍然保持中性偏宽的态度，但短期限的流动性则考虑到了资金空转的问题。综上所述，央行的多种工具意在控制短期、中期和长期的流动性，考虑了资金空转和刺激需求之间的均衡，虽然公开市场逆回购较为克制，但买断式逆回购仍然投放。我们预计二季度债券利率或仍处于震荡和全年偏高位的区间，而下半年则可以期待总量型政策的发力，带来利率下行机会。

美国 2025 年 3 月 PMI 初值、3 月 PCE、3 月密歇根大学消费者指数、失业救济金等一系列数据公布，后市美债收益率如何变化？上周（0324—0328）海外风险类资产整体承压，同时美债仅在最后一个交易日收回全周跌幅，美债 10Y 恢复到周初的 4.25%，反映出特朗普关税政策所带来的“滞胀”隐忧及围绕其所形成的博弈空间，市场在担忧更高的通胀预期及“higher for longer”的基准利率会如何侵蚀消费者购买力及降低企业融资意愿，联储不得不再次面临艰难抉择。策略上建议做陡曲线以平衡边际上再通胀风险的抬头。我们在延续上周观点的基础上，结合增量数据，思考如下：

（1）美国 3 月 Markit PMI 数据呈现“服务业强劲反弹、制造业意外萎缩”的显著分化态势；美国核心通胀再现抬头迹象，服务业需求旺盛或延长通胀黏性。最新数据显示，美国 3 月 Markit 制造业 PMI 初值录得 49.8，明显低于上个月的 52.7，不及预期的 51.8，改变了三个月的上升态势；服务业 PMI 初值升至 54.3 高于上个月的 51，优于预期的 51，改变了三个月的下降态势；综合 PMI 初值升至 53.5，高于上个月的 51.6，优于预期的 51.3，扭转了连续三个月的下降态势，这一数据组合反映出美国经济结构正在发生重要转变：一方面，服务业在就业市场稳健和消费需求回暖的支撑下重拾增长动能；另一方面，制造业在利率高企和全球需求疲软的背景下重回收缩区间。这可能加大美联储政策调控难度，制造业的快速降温或将成为美联储考虑政策转向的重要依据。与此同时，2 月核心 PCE 物价指数同比上涨 2.8%，高于上个月的 2.7%，高于预期且仍显著高于美联储 2% 目标；整体 PCE 物价同比上升 2.5% 与上个月及预期持平，能源价格反弹推升通胀压力。数据表明，内生性通胀压力仍未有效缓解，能源价格反弹正在形成新的输入型通胀压力。当前通胀形势表明，美联储在 3 月会议上维持利率不变的决策具有前瞻性。

（2）美国 3 月密歇根大学消费者信心指数延续下行趋势，多项指标跌至阶段低位；3 月 22 日当周首次领取失业金人数及 3 月 15 日当周续请失业救济人数均优于预期，显示劳动力市场短期韧性犹存。根据最新的密歇根消费者信心指数终值显示，3 月密歇根大学消费者信心指数进一步下滑至 57，低于预期的 57.9，同时低于上月的 64.7，连续第三个月走弱；3 月消费者预期指数进一步下滑至 52.6，低于预期的 54.1，同时低于上月的 64，连续第三个月走弱；另外消费者现状指数跌至 63.8，超出预期的 63.5，但仍低于上个月的 65.7。消费者信息指数的连续走弱，反映居民对通胀黏性与经济前景的担忧持续发酵。失业金数据方面，3 月 22 日当周首次申请失业救济人数升至 22.4 万人（前值 22.3 万人），低于

预期的 22.5 万人；3 月 15 日当周持续申请失业救济人数为 185.6 万人（前值 189.2 万人），优于预期的 188.5 万人。虽然劳动力市场短期降温速度慢于预期，但消费者信心与就业数据的“剪刀差”持续扩大，或预示经济内生动能减弱。美联储在政策权衡中可能更关注消费端疲软向就业市场的传导风险，但需警惕“薪资-通胀”螺旋压力延后降息时点。（3）美联储在 2025 年 3 月的议息会议上宣布维持利率不变，5 月降息概率明显增加。美联储在 2025 年 3 月的议息会议上宣布维持利率不变，但释放了更明确的鸽派信号。截至 2025 年 4 月 10 日，联邦基金利率目标区间仍保持在 4.25%-4.5%，但鲍威尔在会后声明中首次提及“经济失衡风险正在积累”，被市场解读为降息前兆。截至 3 月 28 日，Fedwatch 预期 2025 年 5 月降息 25bp 的概率升至 18.5%，但 6 月降息概率已升至 78.6%。最新非农数据显示就业市场明显降温——3 月新增就业仅 12.8 万人（预期 18 万），失业率意外攀升至 4.3%，叠加核心 PCE 物价指数同比升至 2.8%，高于上个月的 2.7%，高于预期且仍显著高于美联储 2% 目标，为 2025 年首次跌破美联储长期通胀目标上沿，美国国内的通胀压力增大。风险提示：利率波动风险加剧；城投债信用风险局部暴露。

（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭 证券分析师：徐沐阳
证券分析师：徐津晶）

固收周报 20250330：低价转债韧性来自于？

上周（0324—0328）海外风险类资产整体承压，同时美债仅在最后一个交易日收回全周跌幅，美债 10Y 恢复到周初的 4.25%，反映出特朗普关税政策所带来的“滞胀”隐忧及围绕其所形成的博弈空间，市场在担忧更高的通胀预期及“higher for longer”的基准利率会如何侵蚀消费者购买力及降低企业投融资意愿，联储不得不再次面临艰难抉择。策略上建议做陡曲线以平衡边际上再通胀风险的抬头。国内方面市场从交易相对务虚的概念转向交易相对务实的业绩，中小微盘股承压，导致转债等权指数周度跌幅大于转债加权指数，风格上中高价指数收绿，但低价指数逆势收红，即权重低价正股波幅远小于权重低价转债波幅，我们认为这反映出低价标的配置需求上的一定刚性，考虑到一方面平价下降会压低估值，另一方面需求刚性又会支撑估值，我们猜测低价标的估值目前过高的情况并不容易在短期内有效缓解。策略方面整体延续近期观点，后市几点增量思考：1）业绩期后交易风格或逆转，转债等权指数或重新占优；2）低价转债标的仍在权益、纯债大类配置时扮演对冲角色，这一角色的重要性在短期内不会发生变化，这是需求刚性的来源；3）供给的趋势性下降主要发生在高评级标的，因此高评级低价标的面临“资产荒”的特征更为突出；4）同时对冲纯债波动和对冲权益波动的标的类型并不完全相同，这构成了低价标的内部较复杂的结构，比如我们认为银行系转债回撤幅度或将明显小于对应正股，如果考虑到银行股后市潜在的波动，权益资金或选配银行系转债已做对冲，又比如高 YTM 高评级标的估值或显著受到信用债预期回报率修复的边际影响，这类标的估值的波动或显著高于其他标的。下周转债平价溢价率修复潜力最大的高评级、中低价前十名分别为：中富转债、亚泰转债、海环转债、朗科转债、核建转债、美锦转债、海亮转债、鹰 19 转债、利群转债、中环转 2。风险提示：（1）正股退市和信用违约风险；（2）流动性环境收紧风险；（3）权益市场超跌风险；（4）地缘政治危机影响；（5）行业政策调控超预期。

（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭）

固收点评 20250329：绿色债券周度数据跟踪（20250324-20250328）

观点 一级市场发行情况： 本周（20250324-20250328）银行间市场

及交易所市场共新发行绿色债券 15 只，合计发行规模约 167.81 亿元，较上周增加 14.86 亿元。发行年限多为 2 年、3 年；发行人性质为中央国有企业、大型民企、地方国有企业、央企子公司、中央金融企业；主体评级多为 AAA、AA+、A+、AA 级；发行人地域为北京市、天津市、广东省、四川省、江苏省；发行债券种类为中期票据、一般公司债、私募公司债。 二级市场成交情况： 本周（20250324-20250328）绿色债券周成交额合计 566 亿元，较上周增加 31 亿元。分债券种类来看，成交量前三为非金公司信用债、金融机构债和利率债，分别为 263 亿元、194 亿元和 75 亿元；分发行期限来看，3Y 以下绿色债券成交量最高，占比约 75.81%，市场热度持续；分发行主体行业来看，成交量前三的行业为金融、公用事业、综合，分别为 226 亿元、98 亿元和 22 亿元；分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、天津市、广东省，分别为 177 亿元、60 亿元和 54 亿元。 估值偏离度前三十个券情况： 本周（20250324-20250328）绿色债券周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交幅度大于溢价成交，折价成交的比例大于溢价成交。 折价个券方面，折价率前二的个券为 22 万科 GN003（-0.8390%）、21 抚投绿债 01（-0.6348%），其余折价率均在 -0.60% 以内。主体行业以建筑和公用事业为主，中债隐含评级以 AA、AA（2）、AA+ 评级为主，地域分布以广东省、和江西省居多。 溢价个券方面，溢价率前三的个券为 22 万科 GN001（0.8079%）、25 南电 GN002（0.7385%）和鲲鹏 19A2（0.3910%），其余溢价率均在 0.30% 以内。主体行业以金融、公用事业为主，中债隐含评级以 AA+、AAA、AA 评级为主，地域分布以广东省、江苏省、北京市居多。 风险提示：Choice 信息更新延迟；数据披露不全。

（证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶）

固收点评 20250329：二级资本债周度数据跟踪（20250324-20250328）

观点 一级市场发行与存量情况： 本周（20250324-20250328）银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债 3 只，发行规模为 493.60 亿元。发行年限为 10Y；发行人性质为中央金融企业、地方国有企业；主体评级为 AAA、AA_{spc}-；发行人地域为北京市、浙江省。 截至 2025 年 3 月 28 日，二级资本债存量余额达 44,605.65 亿元，较上周末（20250321）增加 493.6 亿。 二级市场成交情况： 本周（20250324-20250328）二级资本债周成交量合计约 1840 亿元，较上周减少 61 亿元，成交量前三个券分别为 24 中行二级资本债 02A（86.38 亿元）、25 宁波银行二级资本债 01（60.89 亿元）和 24 建行二级资本债 03BC（60.41 亿元）。 分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、上海市和浙江省，分别约为 1264.17 亿元、220.71 亿元和 135.33 亿元。 从到期收益率角度来看，截至 3 月 28 日，5Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：-0.02BP、-0.04BP、-0.09BP；7Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：-0.03BP、-0.05BP、-0.10BP；10Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：-0.03BP、-0.07BP、-0.12BP。 估值偏离%前三十个券情况： 本周（20250324-20250328）二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交的比例大于溢价成交，折价成交的幅度大于溢价成交。 折价个券方面，折价率前三的个券为 24 恒丰银行二级资本债 01（-0.6386%）、24 创兴银行二级资本债 01BC（-0.5700%）、24 台州银行二级资本债 01（-0.5508%），其余折价率均在 -0.53% 以内。中债隐含评级以 AA、AA-、AA+ 评级为主，地域分布以山东省、广东省、浙江省居多。 溢价个券方面，溢价率前二的个券为 22 沧州银行二级资本债

01 (0.4560%)、23 汉口银行二级资本债 02 (0.2473%)，其余溢价率均在 0.20% 以内。中债隐含评级以 AAA-、A+、AA- 评级为主，地域分布以北京市、浙江省、上海市居多。风险提示：Choice、Wind 信息更新延迟；数据披露不全。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

固收深度报告 20250328：转债精选系列（1）——星球石墨/星球转债
 石墨设备化学性能稳定，氯碱工业为最大应用领域。石墨设备凭借耐腐蚀、耐高温等特性，在化工防腐设备领域占据重要地位。氯碱工业是石墨设备的主要应用领域，其产品聚氯乙烯（PVC）凭借在建材、汽车等领域的广泛应用，全球市场规模预计从 2024 年 465.7 亿美元有望增至 2032 年 698.6 亿美元，CAGR 达 5.20%。印度作为 PVC 需求增长主力，由于进口限制政策，推动本土产能建设提速，为上游石墨设备带来增量需求。石墨材料市场增长强势，高端化趋势明显。受益于电动汽车市场爆发，全球石墨市场规模预计从 2024 年 156.7 亿美元增至 2030 年 364 亿美元，CAGR 达 15.1%。耐火材料仍为最大下游（占比近 50%），特种石墨在半导体、光伏等高端领域渗透率提升。等静压石墨因各向同性、高纯度特性成为产业升级重点，国内企业如宁新新材、五星新材加速布局，但实际产能较海外龙头仍存差距。光伏发电量将从 2023 年 374.9GW 增至 2028 年 539.6GW，叠加半导体产业扩张，高端石墨需求持续释放。公司业务多轮驱动，海外拓展+技术创新共促增长。核心产品合成炉国内市占率第一，浸渍剂技术将耐温性提升至 250℃，设备更换周期（8-10 年）与 2011-2013 年产能投放期共振，2025 年更换需求有望集中释放。换热器作为通用设备覆盖多晶硅、有机硅等长尾市场，1380 台/年扩产项目预计 2025 年投产，打开收入弹性。公司设立平台加速海外产品推广，2022 年与印度 Mundra 签订的 2.99 亿元订单预计对 2025 年业绩产生重大影响。合成炉产品契合印度 PVC 产能扩张需求，技术指标较传统设备提升显著。伴随海外营收占比提升，全球化布局将进入收获期。自研高纯超导热石墨换热块及密封结构，叠加浸渍剂技术优势石墨代钢未来可期。
 星球转债估值分析：1) 目前市场在谨慎尝试交易强赎顶以上的区域，这对于溢价率支撑企稳，甚至主动拉升是一个积极的信号；2) 前期正股由于远离强赎线，正股的波动对解释转股溢价率的被动波动起到绝对作用，但后市伴随接近甚至越过强赎线，正股波动对转股溢价率的影响力会有所下降，溢价率本身将表现出更多自由度；3) 星球转债上市时间尚短，且绝对流通规模不大，距离强赎线较近，后市伴随公司业绩进一步放量，正股进一步抬升下的自然转股，或成为公司解决转债的最优路径，强制赎回概率较低，主动权交给投资人。综合判断，我们认为星球转债后市存在正股、转股溢价率“戴维斯双击”的可能性，值得持续关注。
 风险提示：强赎风险，正股波动风险。

(证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭)

行业

推荐个股及其他点评

老铺黄金 (06181.HK)：2024 年业绩点评：全年业绩同比+254%，品牌破圈推动同店高增

投资要点 公司公布 24 年业绩：2024 年公司实现营收 85.06 亿元，同比+167.5%；归母净利润 14.73 亿元，同比+253.9%；经调整净利润

15.02 亿元，同比+253.4%，调整项为股份激励约 2900 万元。从 24 年下半年看，公司 24H2 营收 49.85 亿元，同比+182.9%；净利润 8.85 亿元，同比+304.1%，业绩持续高增主要系品牌快速破圈带来线下同店高增。公司拟每股派息 6.35 元，派息总额约 10.7 亿元，分红比例 72.6%。24 年盈利质量提升，费用端全面优化，规模效应释放利润弹性。2024 年公司毛利率达 41.2%，同比-0.7pct，在金价大幅上涨背景下仍保持稳定；销售净利率达 17.3%，同比+4.2pct，得益于费用管控强化与规模效应驱动。24 年公司销售/管理/研发费用率分别为 14.5%/3.2%/0.2%，同比分别-3.67pct/-2.08pct/-0.12pct。截至 2024 年末存货规模达 40.88 亿元，同比+222%，存货周转天数缩短至 195 天，满足旺季备货及新店扩张需求。拆分渠道看，品牌破圈推动线上线下双轮共振。①线下：2024 年公司线下渠道总收入 74.5 亿元，同比+164.3%，其中同店收入增长 120.9%，单商场平均销售额达 3.28 亿元，坪效居行业第一，主因品牌的影响力大增。24 年公司新增自营门店 7 家，优化扩店 4 家。截至 2025 年 2 月，公司最新门店总数为 38 家，其中大陆地区 34 家，均位于核心商圈，品牌延续高端化战略，国际化布局初显。②线上：24 年公司线上渠道销售业绩 12.6 亿元，同比+192%，主因消费人群线上持续高增，线上收入占比为 12.4%；2024 年天猫双十一期间，老铺黄金线上店铺登顶珠宝类店铺销售榜首，品牌破圈推动线上线下双轮共振。公司截至 2024 年底整体会员人数达 35 万人，较 23 年底增加 15 万人，验证品牌仍处快速破圈进程中。盈利预测与投资评级：老铺黄金是我国古法金品类的头部品牌，在高净值客户中有较好的口碑，以较好的产品品质设计和服务保持了较好的行业地位，2025Q1 销售持续亮眼，近期公司处于持续“出圈”的趋势当中，品牌势能仍处提升期，股权激励计划发布体现内部发展信心。海外门店扩张，品牌力出海值得期待。我们上调公司 2025-2026 年归母净利润从 25.4/35.7 亿元至 35.6/56.4 亿元，新增 2027 年归母净利润预测 72.3 亿元，对应 2025-2027 年 PE 为 32/20/16 倍，维持“买入”评级。风险提示：消费降级下终端消费疲软，金价波动风险，古法黄金品类拓展不及预期，开店不及预期。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：郝越）

李宁 (02331.HK): 2024 年业绩点评：优化渠道结构，合作中国奥委会加大投入

投资要点 公司发布 2024 年业绩：营收 286.76 亿元/yoy+3.9%，归母净利润 30.13 亿元/yoy-5.5%，净利下滑主因投资性房地产减值计提 3.33 亿元，剔除一次性损益的 EBITDA 为 63.8 亿元/yoy+6%。年末派息 0.2073 元/股，全年派息比率 50%。推进渠道调整，关闭亏损店铺，加速新兴市场布局。分渠道看，24 年直营/批发/电商渠道收入分别同比-0.4%/+2.6%/+10.3%，收入占比分别为 24%/45%/29%。截至 24 年末李宁牌直营店铺 1297 家/同比-201 家，批发店铺 4820 家/同比+78 家。公司积极推动渠道结构调整，针对亏损严重门店有序关闭，同时加速新兴市场布局，2024 年公司门店总面积持平，平均单店面积 243 平米/yoy+5.7%，平均月店效约 30 万元，大店数量 1568 家/同比-30 家以上。线上业务保持稳健增长，其中线上客流同比提升高单位数，平均折扣改善低单位数。夯实专业运动形象，跑步品类持续亮眼增长。分产品看，24 年鞋类/服装/器材及配件收入分别同比+6.8%/-2.9%/+29.3%，收入占比分别为 50%/42%/8%。从品类上看，24 年运动生活/跑步/篮球/健身流水分别同比-6%/+25%/-21%/+6%，流水占比分别为 33%/28%/21%/15%。跑步品类方面，24 年迭代三大核心跑鞋 IP 超轻、赤兔、飞电，三大系列合计销售量突破 1060 万双，同时推出创

新旗舰跑鞋产品“龙雀”，全新“飞电 5ultra”。此外积极拓展新兴运动及细分品类，如户外、高尔夫、网球和匹克球等。24 年李宁品牌再度成为 2025-2028 年中国奥委会及中国体育代表团的合作伙伴，有助提升品牌价值和市场影响力。毛利率同比改善，费用率小幅提升，存货周转有所延长。1) 毛利率：24 年同比+1pct 至 49.4%，主要来自相对高毛利的电商渠道占比加大及直营店铺折扣改善。2) 费用率：24 年员工成本/广告及市场推广/研发开支占收入比重分别同比-0.1/+0.5/+0.2pct 至 8.6%/9.5%/2.4%，广告开支提升主因市场拓展力度加大、品牌推广投入增加及电商佣金开支增多。3) 其他损益项目：考虑到市场环境及房价变动，24 年公司对投资性地产计提 3.33 亿元；24 年融资收入净额 1.75 亿元（23 年为 3.19 亿元），主因汇率和利率波动影响；24 年所得税率同比+1.6pct 至 26.7%。4) 归母净利润率：24 年同比-1.0pct 至 10.5%。5) 存货：渠道库存同比增长高单位数，整体存货周转天数为 4 个月/同比+0.4 个月，小幅延长。盈利预测与投资评级：考虑 25 年延续偏弱消费环境，公司进一步推进渠道调整，结合重要赛事资源费用投入，我们预计 25 年收入同比持平，净利润率高单位数。将 25-26 年归母净利润预测值从 35.6/39.1 亿元下调至 24.5/27.1 亿元，增加 27 年预测值 30.2 亿元，对应 25-27 年 PE 分别为 15/14/13X，长期看对稀缺顶级赛事资源的投入有望提升品牌势能，维持“买入”评级。风险提示：终端消费低迷，竞争加剧。

（证券分析师：汤军 证券分析师：赵艺原）

优必选 (09880.HK): 2024 年报点评: 营收稳健增长, 人形机器人产品加速商业化

投资要点 2024 年营收稳健增长，归母净利润亏幅收窄 2024 年公司实现营收 13.05 亿元，同比+23.7%；毛利润 3.74 亿元，同比+12.4%。主要得益于教育智能机器人和定制智能机器人产品收入增长。2024 年公司归母综合损益额为-11.27 亿元，同比有所收窄。分业务看，2024 年教育智能机器人及智能机器人解决方案实现营收 3.63 亿元，同比+4.6%，物流智能机器人及智能机器人解决方案实现营收 3.22 亿元，同比-17.5%，其他行业定制智能机器人及智能机器人解决方案实现营收 1.41 亿元，同比+126.1%，消费级机器人及其他硬件设备 4.77 亿元，同比+88.1%，其他收入 0.03 亿元，同比-9.5%。分地区看，2024 年中国内地收入 8.77 亿元，同比+6.36%，中国香港及海外收入 4.28 亿元，同比+85.49%，中国香港及海外地区增速较大。毛利率有所下降，期间费用率降幅可观 2024 年公司毛利率为 28.7%，同比-2.88pct，毛利率下降主要系产品结构变化，低毛利率的消费级机器人及其他硬件设备收入占比提升，以及毛利率较高的教育机器人产品及服务收入占比下降。2024 年公司经营管理提质增效，销售费用率为 40.14%，同比-7.80pct；管理费用率为 28.35%，同比-9.52pct；研发费用率为 36.63%，同比-9.84pct。公司经营管理提质增效，三大费用率都呈下降趋势，带动公司亏损幅度收窄。应收账款/存货同比增长，合同负债提升在手订单饱满 截至 2024 年末公司应收账款为 9.14 亿元，同比+9.57%，存货为 4.61 亿元，同比+10.7%。截至 2024 年末公司合同负债 0.61 亿元，同比+4.21%，表明公司在手订单量不断提升。打造人形机器人协同应用范式，技术转化成效显著 1) 打造多场景应用人形机器人应用范式：公司提出由端云协同的推理型节点和技能型节点灵活连接的人形机器人神经网络（BrainNet）软件架构，形成群体维度下类似人类的“超级大脑”和“智能小脑”。基于 DeepSeek-R1 深度推理技术，借助强大的数据处理和智能决策能力，赋予人形机器人类似人类常识的推理能力，支持多台之间复杂任务的高效拆解、调度

与协同，是全球范围内首个人形机器人与无人物流车等协同作业的工业应用场景解决方案。2) 技术转化与产品落地成效显著：聚焦工业应用场景，公司 Walker S 系列产品进入多家汽车工厂开展实训，完成自主搬运、质检、零件安装等高重复性任务，与汽车及 3C 企业合作打造示范工厂，展出“人形机器人工业场景解决方案”。另外公司在定位导航（提升 Vslam 算法稳定性）、机器视觉（增强特征提取与位姿估计）、运动控制（研发学习型控制技术）与 AI 结合上取得进展，将助推人形机器人产业化落地加速。盈利预测与投资评级：考虑到公司物流机器人出货放缓，我们下调公司 2025-2026 年营业收入预测分别为 20.16（原值 23.62）/28.23（原值 32.14）亿元，预计 2027 年营业收入为 37.05 亿元，当前市值对应 PS 分别为 16/12/9 倍，考虑到优必选人形机器人龙头地位，技术壁垒深厚，商业化落地进程行业领先，维持公司“买入”评级。风险提示：人形机器人商业化落地不及预期，行业竞争加剧。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天）

歌礼制药-B (01672.HK): 全新 GLP-1 减重不减肌，有潜力成为 Best-in-Class

投资要点 歌礼制药：进军减重大市场，自研 GLP-1 药令人期待：公司致力于代谢性疾病的创新药物开发和商业化，公司成立于 2013 年，由吴劲梓先生创办。于 2018 年在香港证券交易所上市。公司的实控人为吴劲梓博士，是公司创始人、董事长、首席执行官。吴劲梓博士直接和间接持有公司 59.39% 的股份。歌礼制药管理层经验丰富，有跨国一线制药公司高管背景，具有丰富的研发管理经验和业内资源。公司核心管线为小分子 GLP-1R 激动剂 ASC30 与减重不减肌的 ASC47。截至 2025 年 3 月前者是唯一一款可口服与注射的 GLP-1 受体激动剂，而后者则是已经在临床前即早期临床试验中表现出优于司美格鲁肽的减重不减肌效果，两款产品未来上市后空间值得期待。ASC30：发挥代谢领域研发积淀，管线重构进军减重领域：ASC30 是公司进军减重领域的首款产品。2024 年 9 月 17 日歌礼制药宣布其在美国开展的 ASC30 两项 I 期临床试验均已完成首批患者给药。ASC30 是首款也是唯一一款长效注射+口服双剂型的减重小分子 GLP-1R 激动剂。其数据表明，ASC30 对 GLP-1R 的体外药效比礼来的 Orforglipron 高出 2 到 3 倍。同时由于其独特设计，ASC30 注射剂的半衰期长达 25 天，在 NHPs 中是安进研发的 MariTide 的 2-3 倍。其口服剂型半衰期更是达到了 36 小时，是 Orforglipron 的 3 倍。跨国药企在推出司美格鲁肽和替尔泊肽等成功多肽药后，研发重点逐步转向小分子，其具备口服利用率高、生产成本低、产能扩张快、储存便捷和患者依从度高的优势。在 BD 领域也可发现 MNC 更加关注小分子 GLP-1R 激动剂管线。而 ASC30 作为目前的潜力管线，势必会吸引其目光，或可加快商业化进程。ASC47：减重不减肌瞄准临床痛点，试验数据优秀值得期待：现阶段减重药普遍面临肌肉减少的问题，临床市场中存在大量减重不减肌的药物需求。ASC47 是歌礼自研的 THR β 选择性小分子激动剂。截至 2025 年 3 月全球已上市的 THR β 激动剂主要治疗代谢障碍相关的脂肪性肝炎，然而 THR β 在脂肪组织中表达高于肝脏组织。歌礼通过特殊的药物设计赋予 ASC47 更高的脂肪组织靶向性，使其具备了减重不减肌的特性。在公司披露的数据中，ASC47 单药头对头司美格鲁肽和替尔泊肽显示出体脂减少接近时的肌肉总量增加。而在于司美格鲁肽联用时则可显著改善司美格鲁肽单药的肌肉减少现象。盈利预测与投资评级：公司的已商业化产品均进入销售寿命末期，2024 年上半年主营收入为 0，在研管线预计未来短期内难以贡献

收入。预计 ASC30 与 ASC47 将在 2029 年上市。采用 FCFF 法对公司进行估值，目标价为 11.37 元，高于目前公司股价，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：核心管线研发进展不及预期；管线市场竞争加剧；上市时间不及预期；核心研发人员流失。

(证券分析师：朱国广 证券分析师：郑川川)

上海医药 (601607): 2024 年年报点评: CSO 赋能商业稳健增长, 营销转型推动工业兑现

投资要点 事件：公司发布 2024 年业绩报告，全年实现营收 2752.51 亿元 (+5.75%，同比，下同)；归母净利润 45.53 亿元 (+20.82%)；扣非归母净利润 40.65 亿元 (+13.04%)。2024Q4 单季度实现营收 656.22 亿元 (+4.52%)；归母净利润 4.98 亿元，2023Q4 为 -0.29 亿元，同比扭亏为盈；扣非归母净利润 3.79 亿元 (+29.74%)。商业板块：基本盘稳健发展，CSO 业务实现战略性突破。在完成南北整合的基础上，公司进一步拓展医药商业网络布局，完善全国 25 个省市的纯销网络覆盖，2024 年，医药商业完成销售收入 2515.20 亿元 (+7.47%)。此外，公司 CSO 服务业务规模已处于行业前列。2024 年公司 CSO 业务服务规模达 80 亿元，同比增幅 177%。CSO 合约产品数量达 65 个，与诸多跨国药企建立合作。工业板块：加强工商联动、产销协同，营销模式加快转型。2024 年，公司工业板块实现收入 237.3 亿元 (-9.6%)，实现净利润 21.9 亿元 (+3.95%)，全年销售收入过亿产品数量 44 个，其中过 10 亿产品数量 2 个，60 个重点品种销售收入 137.32 亿元 (+1.43%)，覆盖免疫、精神神经、肿瘤、心血管、消化代谢及抗感染等领域。持续优化产品管线布局，看好创新药商业化兑现。截至 2024 年底，公司临床申请获得受理及进入后续临床研究阶段的新药管线已有 54 项，其中创新药 40 项 (含美国临床 II 期 1 项)，改良型新药 14 项。在罕见病领域，截至 2024 年底公司已有 51 个在产品种，覆盖 67 个适应症。其中，上药睿尔重点产品 SRD4610 (用于治疗肌萎缩侧索硬化症，ALS)，已完成国内 II 期临床试验，提交 III 期临床试验申请，并获得美国 FDA 孤儿药认定 (ODD)。此外，公司通过整合分散资源，构建大 BD 工作体系，为后续加快项目引进奠定良好基础。盈利预测与投资评级：考虑公司持续优化产品管线布局，研发力度加大，我们将公司 25-26 年归母净利润由 56.32/63.49 亿元下调至 50.12/56.49 亿元，新增 2027 年归母净利润为 63.25 亿元，对应 PE 为 14/12/11 倍；看好公司 CSO 及工业板块持续放量，维持“买入”评级。风险提示：政策风险、市场竞争风险、应收账款发生坏账风险、新药研发不及预期风险。

(证券分析师：朱国广 证券分析师：冉胜男
研究助理：苏丰)

江淮汽车 (600418): 2024 年年报点评: 业绩符合预期, S800 上市在即

投资要点 公告要点：公司 2024Q4 实现营业收入 99.31 亿元，同环比分别-10.03%/-9.15%；归母净利润为-24.09 亿元；扣非后归母净利润-25.10 亿元 (2024Q3 为-3.23 亿元，2023Q4 为-11.89 亿元)。公司整体业绩符合我们预期。1) 2024Q4 公司毛利率同环比下降。公司 Q4 总销量为 8.78 万辆，同环比分别-15.98%/-19.62%，其中乘用车销售 3.54 万台，同环比分别-15.07%/-32.93%，商用车 Q4 销售 5.24 万台，同环比分别-16.59%/-7.17% (蔚来销量自 2024/1 起不再并入江淮产销快讯口径，此处同环比数据均已回溯调整)。Q4 单季度销售毛利率为 7.75%，同环比分别-3.08%/-3.62%。2) 费用率：公司 Q4 销售/管理/研发费用率分别为 1.63%/5.72%/5.29%，同比分别-4.3/+1.0/+1.5pct，

环比分别-2.3/+1.7/+1.2pct, 销售费用率变化主因为会计准则调整。3) 投资收益: 公司 Q4 投资收益为-9 亿元, 同比转亏, 主因为大众安徽 2024 年亏损扩大至-53.5 亿元(2023 年同期为-18.0 亿元)。4) 其他收益&资产处置收益: Q4 单季度其他收益为 0.85 亿元, 同环比分别-83.29%/+23.68%, 同比下滑主要为政府补助减少; 资产处置收益为 0.10 亿元, 同环比分别-98.4%/-98.2%。4) 公司 24Q4 最终实现扣非归母净利润-25.10 亿元。盈利预测与投资评级: 公司与华为在产品开发、生产制造、销售和服务等领域全面战略合作, 着力打造豪华智能网联电动汽车尊界 S800, 目前已正式亮相; 与大众战略合作进展顺利; 与宁德时代、科大讯飞等科技型企业的协同合作持续深化, 加速生态融合; 公司商用车业务经营稳定。由于大众安徽亏损幅度超我们预期, 我们下调公司 2025/2026 年归母净利润预期至 8.4/15.9 亿元(原为 9.1/16.1 亿元), 我们预测公司 2027 年归母净利润为 33.9 亿元。对应 PE 为 91/48/23 倍, 由于公司对外合作进展顺利, 新车上市在即, 我们仍维持江淮汽车“买入”评级。风险提示: 商用车行业景气度低于预期; 对外合作进展低于预期; 芯片/电池等关键零部件供应链不稳定风险等。

(证券分析师: 黄细里 证券分析师: 孟璐)

心动公司 (02400.HK): 2024 年业绩报点评: 首次进行年度分红, 关注 TapTap 商业化潜力

投资要点 事件: 2024 年公司实现营收 50.12 亿元, yoy+47.89%, 归母净利润 8.12 亿元, 较 2023 年的-0.83 亿元实现扭亏为盈。同时公司宣布派发末期股息每股 0.4 港元。 游戏: 自研兑现提升毛利率, 关注《心动小镇》长线及新游进展。2024 年公司实现营收 34.34 亿元, yoy+64.18%, 毛利率 62.56%, yoy+15.89pct, 营收及毛利率提升显著主要系自研游戏《出发吧麦芬》《铃兰之剑》《心动小镇》上线表现出色, 贡献收入增量, 部分被存量游戏流水自然下滑所抵消。展望后续, 我们期待 2024 年 7 月上线的大 DAU 模拟经营游戏《心动小镇》国服延续长线运营思路, 于 2025 年贡献全年流水, 此外公司自研游戏还储备有都市异能策略回合制 RPG《伊瑟重启日》、MMO《仙境传说 RO: 守护永恒的爱 2》、《心动小镇》海外服, 看好新游陆续上线带来业绩增量。 TapTap: MAU 增长显著, 关注变现效率提升。2024 年公司信息服务实现收入 15.78 亿元, yoy+21.62%, 毛利率 84.30%, TapTap 中国版 MAU 达 4405 万人, yoy+23.03%, 国际版 MAU 为 503 万人, yoy-13.02%, TapTap 国内版 MAU 及收入增长主要系: 1) 2024 年国内市场新游供给充沛; 2) 公司自研游戏《心动小镇》在 TapTap 独家发布带来新增用户; 3) 公司增加对 TapTap 的营销活动, 并引入新营销推广方式。展望后续, 我们看好公司持续优化迭代 TapTap, 比如已上线实时消息功能、接入 DeepSeek 深度搜索功能推出 AI 问答模块等, 继续扩大用户规模、提升用户粘性和使用时长, 同时持续优化广告推荐算法, 驱动广告业绩释放。 费用管控良好, 经营杠杆显现。2024 年公司总体毛利率为 69.40%, yoy+8.37pct, 主要系自研游戏收入占比提升带动游戏业务毛利率提升, 归母净利率 16.19%, yoy+18.64pct, 提升幅度显著大于毛利率, 主要系公司费用管控良好, 特别是 TapTap 的经营杠杆效应逐步显现, 2024 年公司销售、管理、研发费用率分别为 27.88%、5.33%、18.34%, 同比变动+2.35pct、-1.30pct、-11.62pct, 此外公司已于 2024 年赎回并注销未偿还可换股债券, 截至 2024 年末公司已无任何借款或未动用的银行融资。 盈利预测与投资评级: 我们维持 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测, 预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 9.80/10.69/11.61 亿元, 同比增长

20.74%/9.15%/8.54%，对应当前股价 PE 分别为 15/14/13 倍。我们看好公司自研新游延续兑现，TapTap 平台稀缺价值逐步释放，维持“买入”评级。风险提示：存量游戏流水超预期下滑，新游流水不及预期，TapTap 用户增长不及预期，行业监管趋严风险

(证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖
证券分析师：陈欣)

华润燃气 (01193.HK): 2024 年年报点评: 业绩承压, 分红比例稳增

投资要点 事件: 2025/3/28, 公司发布 2024 年年度业绩; 2024 年公司营收 1026.76 亿港元, 同增 0.90%; 归母净利润 40.88 亿港元, 同比减少 21.74%; 2024 年公司核心利润为 41.48 亿港元, 剔除 2023 年一次性收益 10.8 亿港元影响和汇率波动影响后, 同比增长 0.02%, 不及我们预期; 宣派股息 0.7 港元/股, 叠加中期派息, 全年派息 0.95 港元/股, 对应全年核心利润派息率 53%, 股息率 4.1% (2025/3/31)。经营数据不及预期, 业绩承压: 2024 年公司核心利润为 41.48 亿港元, 剔除 2023 年一次性收益 10.8 亿港元影响和汇率波动影响, 同比增长 0.02%; 业绩不及预期, 系零售气量增速、综合能源&综合服务收入增速不及预期所致。分业务来看: 1) 城市燃气: 收入/分类业绩同比 +3.4%/+8.2% 至 888.0/82.2 亿港元, 分部溢利占比同比 +7.0pct 至 65.1%。零售气量同比 +2.9% 至 399.1 亿方, 零售气毛差 0.53 元/方, 同比 +0.02 元/方。居民、工业、商业、车用用户销气量分别同比 +6.3%/+1.5%/+3.8%/-8.8% 至 100.4/204.2/85.2/9.3 亿方, 暖冬影响全年气量 2 亿方。公司打通国际资源通道, 与澳洲能源公司伍德赛德签订每年 60 万吨长协, 丰富天然气资源池。公司展望 2025 年零售气量同比增速 4.0%-5.0%, 毛差持续提升至 0.54 元/方。2) 接驳业务: 收入/分类业绩同比 -15.0%/-27.6% 至 92.5/29.3 亿港元, 分部溢利占比同比 -9.3pct 至 21.6%; 新接驳居民用户/工商业用户同比 -15.8%/+28.3% 至 279.1/5.3 万, 累计居民用户 6008.6 万户, 用户渗透率达 60.4%, 仍有增长空间。从新增居民用户结构来看, 公司旧房改造用户占比 +8.4pct 至 21.4%。公司展望 2025 年新增居民接驳 230-250 万户。3) 综合服务业务: 收入/分类业绩同比 +4.0%/+2.1% 至 42.1/14.0 亿港元, 分部溢利占比同比 +0.6pct 至 11.1%; 综合服务业务中, 厨电燃热/保险代理/安居业务营收占比分别为 48.3%/6.5%/45.1%。公司客户涵盖 5860 万城镇居民用户, 其中三线以上城市居民用户 4301 万户, 其他城镇用户 1559 万户, 优质客户资源为综合服务业务开拓打下良好基础。公司展望 2025 年综合服务业务收入增速 20%-30%。4) 综合能源业务: 收入/毛利额同比 +13.8%/+33.6% 至 18.7/3.6 亿港元, 全年能源销售量同比 +27.2pct 至 37.4 亿千瓦时, 累计签约装机规模 4GW, 累计投运装机规模 3.1GW。公司展望 2025 年综合能源业务收入增速 20%-30%。现金流良好, 分红比例持续提升。2024 年公司自由现金流同比 +14.2% 至 25.8 亿港元; 资本开支 44.2 亿港元 (经常性资本开支 42.0 亿港元, 战略性资本开支 2.2 亿港元), 同比减少 34.7 亿港元 (经常性资本开支减少 9.5 亿港元, 战略性资本开支减少 25.2 亿港元)。公司展望 2025 年实现经常性资本开支 40-45 亿港元, 战略性资本开支 5 亿港元。公司 2024 年全年派息 0.95 港元/股, 对应核心利润派息率 53%, 股息率 4.1% (2025/3/31); 展望 2025 年, 公司将提高派息额或派息率。盈利预测与投资评级: 考虑到公司 2024 年业绩不及预期, 我们下调 2025-2026 年归母净利润至 44.64/49.05 亿港元 (原值 62.71/67.88 亿港元), 引入 2027 年盈利预测 53.76 亿港元, 2025-2027 年业绩同比 +9.2%/+9.9%/+9.6%, PE12/11/10 倍 (2025/3/31), 维持“买入”评级。风险提示: 地产周期, 经济增速不及预期, 极端天气&国际局势变化,

安全经营风险。

(证券分析师: 袁理 证券分析师: 谷玥)

耐世特 (01316.HK): 线控转向/后轮转向重大突破, 24H2 业绩符合预期

投资要点 事件: 公司发布 2024 年年报, 2024 年公司实现营收 43 亿美元, 同比+1.6%, 归母净利润 0.62 亿美元, 同比+68%, 业绩符合我们预期。2024 年收入跑赢市场, 亚太区贡献最大收入增量。2024 年公司营业收入就不利外币换算及商品补偿减少进行调整后, 收入增速同比+2.5%, 跑赢市场 360 个基点。分地区看: 1) 2024 年北美区营业收入 21.9 亿美元, 营收占比最高, 营业收入同比-2.9%, 跑输北美区汽车产量增速 140 个基点, 主要为部分项目结束所致; 2) 2024 年亚太区营业收入 13.4 亿美元, 同比+10.1%, 跑赢亚太区汽车产量增速 970 个基点, 主要为大量新项目投产及中国整车厂客户拓展所致; 3) 欧洲、中东、非洲及南美洲地区营业收入 7.2 亿美元, 同比-1.2%, 跑赢下游整车产量增速 410 个基点, 外币换算不利影响导致该地区收入减少 850 万美元。经营性利润率稳健提升, 全年 EBITDA 率持续三年同比提升。1) 2024 年公司毛利率为 10.5%, 同比+1.6pct, 主要为原材料成本降低所致。2) 2024 年公司 EBITDA 率为 9.9%, 同比+1.7pct, 分区域看, 北美区 EBITDA 率为 8.2%, 同比+2.4pct, 亚太区 EBITDA 率为 17.2%, 同比+0.6pct, 欧洲、中东、非洲及南美洲地区 EBITDA 率为 5%, 同比-0.5pct。在手订单充足, 斩获线控转向/后轮转向新定点。公司致力于成为线控转向的行业领导者, 线控转向方面 2024 年公司获取北美头部电动车企 L4 项目及中国新能源车企项目订单, 后轮转向方面获取中国新能源车企订单。2024 年公司取得订单总计 60 亿美元, 与 2023 年基本持平, 有关中国整车制造商的订单百分比为 28% (2023 年为 20%)。我们认为全球电动化及智能化趋势下线控转向有望加速落地, 公司作为全球转向行业龙头厂商有望率先受益。盈利预测与投资评级: 由于公司新业务落地需要时间, 海外汽车销量增长存在不确定性, 我们下调公司 2025-2026 年营收预测为 44/45 亿美元 (原为 49.00/52.43 亿美元), 预计 2027 年营收预测为 47 亿美元, 同比分别+3%/+3%/+3%; 下调 2025-2026 年归母净利润预测为 1.1/1.4 亿美元 (原为 1.54/2.03 亿美元), 预计 2027 年归母净利润为 1.6 亿美元, 同比分别+79%/+25%/+14%, 对应 PE 分别为 15/12/11 倍, 由于公司为汽车转向核心供应商, 盈利呈现明显改善趋势, 我们看好公司在这轮智能化下的发展趋势。维持“买入”评级。风险提示: 乘用车行业需求复苏低于预期, 汽车智能化进程不及预期。

(证券分析师: 黄细里 研究助理: 孙仁昊)

继峰股份 (603997): 2024 年年报点评: 2024Q4 业绩符合预期, 乘用车座椅持续放量

投资要点 事件: 公司发布 2024 年年报。2024 年公司实现营业收入 222.55 亿元, 同比增长 3.17%; 实现归母净利润-5.67 亿元, 同比由盈转亏。其中, 2024Q4 单季度公司实现营业收入 53.49 亿元, 同比下降 5.03%, 环比下降 9.33%; 2024Q4 单季度实现归母净利润-0.35 亿元, 同比下降 170.15%, 环比亏损收窄。公司 2024Q4 业绩整体符合我们的预期。2024Q4 业绩符合预期, 乘用车座椅 2024 年迅速放量。收入端, 2024Q4 公司实现营业收入 53.49 亿元, 环比下降 9.33%, 预计主要系三季度剥离 TMD 所致。分经营主体来看: 1、继峰本部 2024 年实现营业收入 64.31 亿元, 同比增长 60.27%; 实现归母净利润 2.79 亿元, 同比增长 41.82%。继峰本部 2024 年业绩增长主要系乘用车座椅业务迅速上量, 全年交付 33 万套, 实现营收 31.10 亿元, 同比增长

375%。2、格拉默分部 2024 年实现营业收入 161.04 亿元，同比下降 9.14%，主要系欧洲汽车需求疲软所致；实现归母净利润-6.25 亿元，同比亏损扩大，主要系产能利用率波动+欧洲区裁员一次性费用+TMD 剥离所致。毛利率方面，公司 2024Q4 毛利率为 13.00%，环比下降 1.08 个百分点。费用率方面，公司 2024Q4 单季度期间费用率为 12.14%，环比下降 7.00 个百分点；其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.32%/7.46%/2.61%/0.75%，环比分别+0.09/-4.84/+0.11/-2.36 个百分点。归母净利润方面，公司 2024Q4 单季度实现归母净利润-0.35 亿元，同比下降 170.15%，环比亏损收窄。格拉默业务整合稳步推进，乘用车座椅打开成长空间。公司收购格拉默后，在管理层和组织架构调整、全面推行降本措施、调整产能布局、拓展格拉默中国区业务等多方面持续推进格拉默的整合工作，后续随着整合工作的推进，格拉默盈利能力将稳步提升。此外，公司目前正大力布局乘用车座椅总成业务，公司在成本控制、服务响应等方面相比外资座椅企业有着较大的优势。当前，公司已经累计获得了多个新能源汽车座椅定点，并在 2023 年上半年实现了乘用车座椅的正式量产，长期看好公司在乘用车座椅市场的份额提升。盈利预测与投资评级：考虑到公司新项目的量产进度以及海外业务减亏的进展，我们将公司 2025-2026 年的归母净利润预测调整为 6.46 亿元、10.97 亿元（前值为 8.10 亿元、12.22 亿元），新增 2027 年归母净利润预测 13.84 亿元。对应 2025-2027 年 EPS 分别为 0.51 元、0.87 元、1.09 元，对应 2025-2027 年市盈率分别为 22.54 倍、13.29 倍、10.53 倍。考虑到公司海外业务减亏持续推进+国内乘用车座椅业务快速放量，因此维持“买入”评级。风险提示：下游整车销量不及预期；新业务拓展不及预期；海外整合不及预期。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：刘力宇）

当升科技（300073）：2024 年年报点评：Q4 减值导致三元亏损，铁锂放量盈利转正

投资要点 业绩符合预期。公司 24 年营收 76 亿元，同-50%，归母净利润 4.7 亿元，同-76%，扣非归母净利 2.7 亿元，同-86%，毛利率 12.4%，同-5.7pct；其中 24Q4 营收 21 亿元，同环比-20%/+4%，归母净利润 0.08 亿元，同环比-98%/-96%，扣非归母净利-0.5 亿元，同环比-114%/-147%，毛利率 10.4%，同环比-6.6/-1pct。公司此前预告 24 年归母净利 4.5-5.2 亿元，业绩符合预期。三元：Q4 受减值影响扣非亏损、25 年海外占比提升盈利恢复。出货端，24 年三元正极出货约 4 万吨，同减 30%+，其中我们预计 Q4 三元出货 1 万吨左右，环比持平。公司 3 月公告与 LGES、SK On 签订长期供货协议，预计在 2025 年至 2027 年分别向 LGES、SK On 出货 11、1.7 万吨正极材料；我们预计 25 年公司三元正极出货 5-6 万吨，同增 30-50%，海外订单占比将由 24 年的 50%提升至 25 年的 60%。盈利端，24 年营收 51 亿元，均价 12.9 万/吨，单吨毛利 2.1 万元；我们测算 Q4 三元正极单吨扣非亏损 0.5 万元左右，客户 Northvolt 破产计提应收账款坏账准备 1.36 亿元，若加回，单吨扣非利润 0.8 万元+，环减 20%，主要由于 Northvolt 订单取消，海外订单占比由 Q3 的 50%下降至 Q4 的 40%；我们预计随着海外订单释放，25 年盈利水平恢复 1 万/吨左右。铁锂：Q4 出货大幅提升盈利转正、25 年出货同比翻倍、盈利进一步好转。出货端，24 年铁锂正极出货近 6 万吨，其中我们预计 Q4 铁锂出货近 3 万吨。公司现有 4 万吨自有产能+7-8 万吨代工厂产能，25H2 公司自有产能新增 8 万吨，25 全年有效产能预计达 15 万吨（自有+代工厂），我们预计 25 年铁锂出货 12 万吨+，同比翻倍。盈利端，24 年营收 17.5 亿元，均价近 3 万/吨，单吨毛利 150 元；24Q4 铁锂盈利转正，25 年盈

利有望进一步好转。 Q4 现金流下降、资本开支放缓。公司 24 年期间费用率 6.7%，同+4.2pct，其中 Q4 费用率 5.8%，同环比+3.4/-1.3pct；24 年经营性净现金流 16 亿元，同+31%，其中 Q4 经营性现金流 4.5 亿元，同环比-176%/-36%；24 年资本开支 8.6 亿元，同-35%，其中 Q4 资本开支 2.2 亿元，同环比-52%/+6%；24 年末存货 10.6 亿元，较年初+53%。 盈利预测与投资评级：我们基本维持公司 2025-2026 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润 6.0/7.3/10.2 亿元（25-26 年原预期 6.0/7.3 亿元），同比+27%/+21%/+40%，对应 PE 为 35x/29x/21x，考虑剔除减值影响，公司盈利仍好于市场平均水平，且 25 年海外客户占比有望进一步提升，维持“买入”评级。 风险提示：产能释放不及预期，需求不及预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕
研究助理：胡锦芸）

奈雪的茶 (02150.HK)：2024 年报点评：短期调整致业绩承压，持续探索新模式

投资要点 公司发布 2024 年报：2024 年公司收入 49.21 亿元，同比-4.7%；2024 年公司归母净亏损 9.17 亿元，2023 年归母净利润 0.13 亿元；2024 年公司经调整净亏损 9.19 亿元，2023 年公司经调整净利润 0.21 亿元。2024H2 公司收入 23.77 亿元，同比-7.5%；2024H2 公司归母净亏损 4.82 亿元，2023H2 公司归母净亏损 0.53 亿元；2024H2 公司经调整净亏损 4.81 亿元，2023H2 公司经调整净亏损 0.49 亿元。业绩符合此前预告。 直营门店收缩，部分关店造成减值损失。截止到 2024 年末，奈雪的茶直营门店共有 1453 家，年内净减 121 家。分城市层级看，2024 年末奈雪直营门店一线/新一线/二线/其他城市较 23 年末分别-20/-48/-41/-12 家。受行业需求疲软等因素影响，2024 年公司通过建立门店评估机制，主动关闭或改造部分经营不善门店，优化资源配置，但带来减值损失增加，2024 年公司其他支出占收入比重达 10.1%，同比+5pct。 直营门店单店收入疲软，单店模型承压。受消费需求疲软、行业竞争加剧等因素影响，2024 年奈雪的茶直营门店平均客单价 26.7 元，同比-9.8%，单店每日订单量 270.5 单，同比-21.4%，单店收入承压。分城市层级看，24 年奈雪直营门店一线/新一线/二线/其他城市单店日销分别同比-30%/-28%/-28%/-29%，各线城市表现较为趋同。受门店收入承压等因素影响，2024 年公司原材料成本/员工成本/租金成本占收入比分别同比+3.9/+2/+0.4pct。 24 年瓶装饮料稳健增长，积极探索新店型。2024 年公司瓶装饮料/加盟等其他业务收入 2.93/7.11 亿元，同比+10%/+72%，瓶装饮料增速稳健，截至 2024 年末，公司共有 345 家加盟门店，年内增加 264 家。公司积极开拓海外业务，目前已陆续进入泰国、新加坡、马来西亚等境外市场。2025 年公司将聚焦健康绿色战略，探索 Green 店等新店型。 盈利预测与投资评级：行业需求承压，下调公司 25-26 年营业收入至 52/53 亿元（此前 25-26 年预期为 59/63 亿元），并新增 27 年收入预期 55 亿元，25-27 年同比+5.3%/+1.7%/+3.5%；下调 25-26 年归母净利润至-1.3/0.05 亿元（此前 25-26 年预期为 1.01/1.6 亿元），并新增 27 年归母净利润预期 0.56 亿元，25-27 年同比+86%/+104%/+980%，对应 26-27 年 PE 分别为 309/29x，考虑到公司持续探索新模式，未来业绩有望扭亏，维持“增持”评级。 风险提示：宏观经济下行，竞争格局恶化，原材料价格大幅提升，新模式拓展不及预期

（证券分析师：苏钺 证券分析师：周韵）

新城控股 (601155)：2024 年报点评：减值下降促利润企稳，商管稳增助穿越周期

投资要点 事件：公司发布 2024 年年报。2024 年公司实现营收 890.0 亿元，同比下降 25.3%；归母净利润 7.5 亿元，同比增长 2.1%。房地产开发业务结转规模下降拖累营收，物业出租及管理业务稳中有升。2024 年公司营业收入同比下降 25.3%，其中房地产开发销售/物业出租及管理业务分别实现营收 760.4 亿元/120.3 亿元，同比分别-29.25%/+13.2%。公司营业收入下滑而归母净利润小幅增长的原因因为公司资产减值损失同比减少 62.3%至 20.2 亿元。积极促进销售回款，提升货值变现能力。2024 年公司实现销售面积 538.8 万平方米，同比下降 44.4%；实现销售额 401.7 亿元，同比下降 47.1%，位居克而瑞房企销售榜单 TOP25 梯队；公司积极促进销售回款，2024 年全口径销售回款 411.3 亿元，回款率超 100%。商管业务运营能力持续提升，轻重并举稳中有进。2024 年公司商业运营总收入 128.1 亿元，同比增长 13.1%；物业出租及管理毛利率 70.2%，同比提升 0.3pct；商业零售额（不含车辆销售）905 亿元，同比增长 19%；公司新开业吾悦广场 15 座，商业新开业数量全国排名第三。截至 2024 年底，吾悦商管在全国 136 个城市已布局 200 座综合体（在营 173 座），已开业吾悦广场面积达 1600 万平方米，位居克而瑞商业地产排行榜 TOP3 梯队；管理输出项目规模超 40 个，管理资产规模超行业平均水平 30%；吾悦商管出租率达 98.0%，展现出公司作为全国性商业地产头部企业穿越周期的能力。经营性现金流持续净流入，融资成本进一步压降。2024 年公司经营性净现金 15.1 亿元，连续多年实现净流入。2024 年公司新增以吾悦广场为抵押物的经营性物业贷及其他融资约 205 亿元，加权本金平均利率为 4.97%，抵押率约 50%。截至 2024 年底，公司融资总额 536.5 亿元，整体平均融资成本下降 28bp 至 5.92%。盈利预测与投资评级：公司商业运营能力持续提升，商管业务规模稳步扩张，有望带动公司业绩向好并穿越周期。我们基本维持公司 2025/2026 年归母净利润至 7.7/8.1 亿元，新增 2027 年归母净利润为 8.7 亿元，对应 EPS 为 0.34/0.36/0.39 元，对应 PE 分别为 38.1X/36.3X/33.9X。公司轻重并举，聚焦高能级城市，商业运营稳健，作为优质民企，融资环境有所改善，我们看好公司中长期发展，维持“买入”评级。风险提示：毛利率修复不及预期；市场景气度恢复不及预期。

（证券分析师：房诚琦）

均胜电子（600699）：2024 年业绩点评：重组费用压低表观利润，“汽车+机器人 Tier1”打开增长空间

投资要点 公告要点：公司发布 2024 年年报，营业收入/扣非净利润符合我们预期，归母净利润低于我们预期。2024 年实现营业收入约 558.64 亿元，同比+0.2%；归母净利润约为 9.6 亿元，同比-11.3%；扣非归母净利润约 12.8 亿元，同比+27.7%。主业收入平稳增长，

“汽车+机器人 Tier1”打开增长空间。分业务来看，汽车安全业务实现营业收入约 387 亿元，同比增长 0.23%，占总营收的 69.3%；汽车电子业务营收约 170 亿元，受海外市场影响同比下降 1.13%，占总营收的 30.4%。分区域来看，国内市场收入约 140 亿元，同比增长 6.7%；海外市场收入约 414 亿元，同比下降 1.8%，欧洲和美洲市场因汽车产量下滑等因素对公司业务有一定影响。2024 年新获订单 839 亿元创新高，主业增长确定性强。智能驾驶业务取得突破，获海外客户 L2/L2++域控定点并计划 2025 年底量产，同时与 Momenta 合作。此外，公司积极布局人形机器人领域，有望将传感器、电源管理系统、轻量化等业务拓展至机器人领域，拓展第二增长曲线。重组费用压低表观利润，主业利润率处于上升通道。公司 2024 年整体毛利率 16.2%，同

比+1.8pct, 其中, 汽车安全业务毛利率 14.81%, 同比+2.27pct, 主要为海外工厂盈利提升所致; 汽车电子业务毛利率 19.71%, 同比+0.63pct。归母净利润同比下降主要系报告期内的重组及人员优化产生一次性重组整合费用, 公司 2024 年产生一次性重组费用 5.5 亿元, 主要为德国地区削减 600 名研发、管理、生产等人员及关停欧洲、美国部分工厂所致。研发投入约 36.9 亿元, 研发费用率 4.6%, 同比+0.1pct, 公司研发投入主要聚焦智能驾驶、5G-V2X、800V 高压快充等前沿技术。

盈利预测与投资评级: 由于 2024 年底公司子公司香山股份并表, 我们上调 2025/2026 年营收预测为 674/728 亿元 (原为 604/653 亿元), 预计 2027 年收入为 782 亿元, 同比+21%/+8%/+7%; 由于海外需求景气度略低于我们预期, 我们下调 2025-2026 年归母净利润为 16.1/19.4 亿元 (原为 18.9/23.3 亿元), 预计 2027 年归母净利润为 23.1 亿元, 同比分别+68%/+20%/+19%, 对应 PE 分别为 16/13/11 倍, 由于公司主营业务盈利处于改善周期, 新业务亟待放量, 我们看好公司长期投资价值, 维持“买入”评级。风险提示: 下游乘用车需求复苏不及预期, 汽车安全业务修复不及预期。

(证券分析师: 黄细里 研究助理: 孙仁昊)

中国交建 (601800): 2024 年年报点评: Q4 现金流显著改善, 分红比例提升

投资要点 公司披露 2024 年年报: 全年实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润 7719.44/233.84/198.12 亿元, 同比分别+1.7%/-1.8%/-8.4%。公司年度拟向全体股东分配股息 0.30166 元/股 (含税), 扣除中期利润分配后拟派发股息 0.16161 元/股 (含税), 年度分红比例同比提升 1pct 至 21%, Q4 营收增长提速, 海外业务贡献增加、占比提升。(1) 分业务看, 2024 年公司基建建设/基建设计/疏浚业务分别实现营收 6814/363/594 亿元, 同比分别+2.3%/-23.3%/+11.1%, 毛利率分别为 11.1%/20.0%/12.8%, 同比分别-0.5/+1.5/-0.3pct; 基建建设业务收入维持稳定增长, 主要得益于海外业务贡献增加; 基建设计业务因结构调整聚焦设计主业, EPC 项目减少, 收入下降但毛利率改善。

(2) 分地区看, 2024 年公司境内/境外分别实现营收 6367/1353 亿元, 同比分别-0.9%/+16.4%, 毛利率分别为 12.8%/10.0%, 同比分别-0.1/-1.0pct, 公司综合毛利率为 12.3%, 同比-0.3pct, 预计主要因海外业务收入占比提升且毛利率承压所致。2024 年海外业务在总营收中占比同比+2.2pct 至 17.5%。(3) 公司 Q4 单季营收同比+12.2%, 增速较 Q3 加快 14.0pct, 毛利率 14.0%, 同比-2.0pct。费用管控成效显著, 信用减值损失有所减少, 但毛利率及投资净收益下降影响拖累盈利表现。(1) 2024 年公司期间费用率为 6.0%, 同比压减 0.3pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.4%/2.3%/3.4%/-0.1%, 同比分别+0.1/-0.1/-0.2/+0.1pct。公司费用管控得当, 管理费用率持续压降, 财务费用率略有提升主要因汇兑收益下降所致。(2) 公司全年投资收益为-15.08 亿元, 主要因个别联营企业和合营企业亏损增加所致, 信用减值损失-61.32 亿元, 损失规模减少 7.60 亿元, 主要得益于部分长账龄项目应收款项收回所致;(3) 公司全年归母净利率 3.0%, 同比-0.1pct, 其中 Q4 单季归母净利率 3.0%, 同比-0.6pct, 受到毛利率及投资净收益同比下降影响。Q4 现金流显著改善, 持续做优投资控制规模。2024 年公司经营活动净现金流净额为 125.06 亿元, 同比多流入 4.32 亿元, 收现比/付现比分别同比+2.3pct/+4.9pct, 得益于公司加强现金流管理和加大资产盘活力度, 项目回款增加所致; 其中 Q4 单季度经营活动净现金流净额为 895.35 亿元, 同比多流入 276.31 亿元。公司全年投资性现金流净流出为 296.19 亿元, 同比少流出 262.67 亿元, 反映做

强投资、严控资本性支出以及处置金融资产回收现金的效果，公司 2024 年按照股比确认基础设施等投资类项目合同额同比-38%。新签订单稳健增长，海外、新兴业务表现亮眼，在手订单保障充分。公司 2024 年新签合同额 18812 亿元，同比+7.3%，其中海外工程、城市建设、水利项目表现亮眼，公司 2024 年境外地区新签合同额同比+12.5%，占新签总额的 19%，2024 年来自于新兴业务领域的新签合同额 7053 亿元，同比+46.4%，年末公司在手未完合同金额 34868 亿元，为 2024 年营收的 4.52 倍。盈利预测与投资评级：公司是国内领先的特大型基础设施综合服务商，秉承“做大现汇、做强投资”策略，持续升维海外业务，培育新兴业务领域，着力优化经营质量，积极强化股东回报。考虑国内建筑市场承压，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测至 247/263 亿元（前值为 262/278 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 279 亿元，对应市盈率分别为 6.0/5.7/5.3 倍，维持“买入”评级。风险提示：海外拓展不及预期、基建投资增速下行、国企改革推进不及预期的风险。

（证券分析师：黄诗涛 证券分析师：石峰源）

东方证券（600958）：2024 年年报点评：投资收益驱动业绩增长，费类业务收入有所下滑

投资要点 事件：东方证券发布 2024 年业绩，公司 2024 年实现营业收入 191.9 亿元，同比+12.3%；归母净利润 33.5 亿元，同比+21.7%；对应 EPS 0.39 元，ROE 4.1%，同比+0.7pct。第四季度实现营业收入 51.1 亿元，同比+50.5%，环比-7.2%；归母净利润 0.48 亿元，同比扭亏为盈，环比-96.0%。经纪业务收入同比下滑，持续优化金融产品代销业务布局：2024 年公司经纪业务收入 25.1 亿元，同比-9.7%，占营业收入比重 20.5%。全市场日均股基交易额 11853 亿元，同比+23.1%。2024 年公司金融产品代销业务不断调整和丰富产品池，累计上线 2,000 余只公募产品，涵盖权益、债券、货币等不同类型。截至 2024 年末，公司非货产品销售规模为 209.56 亿元，同比增长 26.20%；年末公司非货产品保有规模 558.24 亿元，较年初增长 8.12%。公司两融余额 280 亿元，较年初+33%，市场份额 1.5%，较年初+0.2pct，全市场两融余额 18646 亿元，较年初+12.9%。投行业务随行就市，债承规模增长迅速：2024 年公司投行业务收入 11.7 亿元，同比-22.6%。股权主承销规模 19.0 亿元，同比-85.0%，排名第 25；股权承销项目均为再融资，承销家数 5 家。债券主承销规模 5056 亿元，同比+32.8%，排名第 6；其中地方政府债、公司债、金融债承销规模分别为 2477 亿元、1025 亿元、750 亿元。公司 IPO 储备项目 5 家，排名第 12，其中两市主板 2 家，北交所 2 家，创业板 1 家。资管业务收入下行幅度较大：资管业务收入 13.4 亿元，同比-33.9%。资产管理规模 2166 亿元，同比-8.1%。2024 年汇添富基金实现营收 48.28 亿元，同比下滑 1%，实现净利润 15.47 亿元，同比+9%。投资收益大幅提升：投资收益（含公允价值）49.3 亿元，同比+106.3%；第四季度投资收益（含公允价值）8.3 亿元，同比由负转正。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 36.93/39.83/43.00 亿元，对应增速分别为 10.22%/7.87%/7.95%，当前市值对应 2025-2027 年 PB 估值分别为 0.90x/0.87x/0.84x。看好交投活跃度回升背景下公司在财富管理转型及基金管理方面的增量，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：交易量持续走低，权益市场波动加剧致投资收益持续下滑。

（证券分析师：孙婷 研究助理：罗宇康）

金风科技（002202）：2024 年年报点评：下半年风机毛利率明显改善，

在手订单创新高

投资要点 事件：公司发布 2024 年年报：营业收入 566.99 亿元，同比+12.37%；归母净利润 18.60 亿元，同比+39.78%；扣非后归母净利润 17.77 亿元，同比+38.26%；毛利率 13.80%，同比-3.34pct；净利率 3.27%，同比+0.25pct。单 Q4 来看，营业收入 208.60 亿元，同环比-1.32%/+33.40%；归母净利润 6833 万元，同环比-2.71%/-83.14%；扣非后归母净利润 30.52 万元，同环比-99.88%/-99.92%；毛利率 9.27%，同环比-7.26/-4.82pct；净利率-0.03%，同环比-0.76/-2.76pct。下半年风机毛利率明显改善：24 年对外销售容量 16.05GW，同比增长 16.6%；风机及零部件销售收入 389.2 亿元，同比+18.2%；折算后单价约 2303 元/kW；毛利率 5.05%，同比+4.89pct，拆分看上下半年毛利率分别为 3.75%、5.68%，毛利率改善明显。截至 24 年末，公司在手订单 47.4GW，其中在手外部订单 45.1GW，海外 7.04GW。24 年风场业务维持平稳：24 年公司风场开发收入 108.54 亿元，同比-0.57%，毛利率 40.01%，同比-7.29pct；风电服务 55.07 亿元，同比+5.07%，毛利率 21.50%，同比+1.66pct。24 年，公司国内外项目新增权益并网 1.98GW，累计装机容量 8.04GW，权益在建容量 3.76GW，转让容量 1.23GW。质保金口径变化致期间费用率下滑、现金流稳健：公司 24 年期间费用 68.81 亿元，同比-8.4%，费用率 12.14%，同比-4.00pct；24 年经营性净现金流 23.16 亿元，同比+24.90%；24 年存货 148.2 亿元，较年初-2.81%。盈利预测与投资评级：考虑风机毛利率改善进度缓慢，新增电站具有电价下滑或交易价格下滑的风险，我们下调 25-26 年盈利预测，25-26 年归母净利润预期 24.9/29.7 亿元（原预期为 28.6/35.6 亿元），同增 34%/19%；27 年归母净利润预期 33.9 亿元，同比增长 14%，25-27 年归母净利润对应 PE 15.1/12.6/11.1x，维持“增持”评级。风险提示：国内外需求不及预期、风机竞争加剧、风场转让不及预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男

证券分析师：胡隽颖）

永兴股份（601033）：2024 年报点评：产能爬坡&经营提效支撑业绩增长，自由现金流大增持续高分红

投资要点 事件：2024 年，公司实现营业收入 37.65 亿元，同比增长 6.45%；实现归母净利润 8.21 亿元，同比增长 11.67%。24 年垃圾处理量同增 12%，产能爬坡+经营提效支撑业绩增长。2024 年公司垃圾发电项目运营实现营收 37.11 亿元，同比增长 7.16%，毛利率 41.69%，同比下降 3.93pct。截至 2024 年底，公司共控股运营 14 个垃圾焚烧发电项目，产能合计 32,090 吨/日，均已投运；公司全资运营 4 个生物质处理项目，产能合计 2,590 吨/日。2024 年，公司垃圾焚烧发电项目的垃圾进厂总量合计 928.56 万吨，同比增长 11.83%，我们测算公司垃圾焚烧产能利用率提升 8.38pct 至 79.28%；生物质处理项目的垃圾进厂总量 73.57 万吨，同比增长 18.76%。2024 年公司垃圾焚烧发电量 46.71 亿度，同比增长 7.21%，吨发电量 503 度/吨（23 年 525 度/吨）；上网电量 41.25 亿度，同比增长 11.76%，吨上网电量 444 度/吨（23 年 445 度/吨）；厂用电量同比下降 1.20 亿度至 5.46 亿度，厂用电率从 2023 年的 15.29%下降 3.60pct 至 11.69%。产能爬坡&厂用电量下降，叠加信用减值冲回 0.24 亿元（23 年信用减值-0.85 亿元），共同支撑业绩增长。掺烧+供热规模持续提升，对外拓展探索海外机遇。公司通过积极拓展存量垃圾、工业固废、市政污泥等多源垃圾处理服务，加大协同处置力度，显著提升产能利用率。2024 年，公司顺利推进填埋场存量垃圾的掺烧试验以及兴丰应急填埋场存量垃圾开挖项目，全年累计掺烧存量垃圾超 70 万吨（2023 年为 64.60 万吨）。公司积极推动

热电联产，2024 年为周边工业企业提供蒸汽合计 16.44 万吨，同比提升 21.24%。公司正式投入运营广州市首个移动储能供热项目，未来供热业务有望实现进阶跃升。公司积极把握行业发展机遇，通过对外项目拓展、收并购等方式扩大公司业务区域布局，提升公司业务规模，2024 年 9 月，公司联合中标怀集县环保发电项目。2024 年 12 月，公司在越南成立全资子公司，积极探索海外项目投资发展新途径。自由现金流同增 174%，资产负债率降至 56%。2024 年公司经营性现金流净额 19.08 亿元，同比增长 10.85%；购建固定无形长期资产支付的现金 6.19 亿元，同比下降 50.52%，测算自由现金流 12.89 亿元，同比增长 174.09%，现金流状况良好。截至 2024 年底，资产负债率 56.10%，同比降低 10.60pct，主要系长期借款减少。分红比例提升至 65.81%，股息率 4.00%。2024 年，公司拟向全体股东合计派发现金红利 5.40 亿元，同比增长 15.38%，分红比例达到 65.81%，同比提升 2.12pct，对应股息率 4.00%。（估值日期：2025/3/31）盈利预测与投资评级：公司掌握广州优质垃圾焚烧项目，资本开支结束，随产能爬坡&经营提效，预计业绩、ROE、现金流均上行，我们将 2025-2026 年归母净利润从 9.07/10.02 亿元调增至 9.17/10.17 亿元，预计 2027 年归母净利润为 10.87 亿元，2025-2027 年归母同增 11.7%/11.0%/6.9%，对应 PE 14.7/13.3/12.4 倍。维持“买入”评级。（估值日期：2025/3/31）风险提示：补贴政策风险，垃圾量不及预期，收入区域集中度高的风险。

（证券分析师：袁理 证券分析师：陈孜文）

华立科技 (301011): 2024 年年报点评: 业绩符合预期, 深挖 IP 价值, 设备销售及 IP 衍生品高增

投资要点 事件：2024 年公司实现营收 10.17 亿元，yoy+24.65%，归母净利润 0.85 亿元，yoy+62.93%，扣非归母净利润 0.83 亿元，yoy+59.27%。其中 2024Q4 实现营收 2.65 亿元，yoy+19.95%，qoq-8.49%，归母净利润 0.15 亿元，yoy+107.15%，qoq-55.21%，扣非归母净利润 0.14 亿元，yoy+95.64%，qoq-55.18%，业绩符合我们预期。毛利率延续回升趋势，盈利能力逐步修复。2024 年公司毛利率为 29.97%，yoy+1.32pct，归母净利率 8.32%，yoy+1.95pct，主要系高毛利率的设备销售、动漫 IP 衍生品的毛利率回升及营收占比提升，同时期间费用管控良好。2024 年公司销售/管理/研发/财务费用率为 5.42%、5.53%、3.08%、1.27%，yoy+0.02pct、-0.21pct、-0.27pct、-0.57pct。设备销售：产品竞争力突出，内销及出海增速亮眼。2024 年公司设备销售业务实现营收 5.49 亿元，yoy+37.85%，营收占比 53.95%，yoy+5.17pct，毛利率 27.44%，yoy+0.62pct。公司设备销售业务营收高增主要由新兴创业者和跨界资本涌入，叠加老客户设备更新需求驱动，公司将 IP 赋能理念融入游艺设备，并通过运营指导、活动策划及举办多场次、全国性线下竞技比赛等服务升级，协助下游客户运营，有效增强客户粘性和复购率。同时公司持续拓展海外市场，2024 年出海总体收入达 1.34 亿元，yoy+30.39%。动漫 IP 衍生品：持续推出精品 IP 产品，布局出海业务。2024 年公司动漫 IP 衍生品业务实现收入 3.27 亿元，yoy+26.14%，营收占比 32.09%，yoy+0.38pct，毛利率 42.75%，yoy+1.60pct。公司以“IP 生态化运营”为核心，强化市场投放策略，通过产品迭代升级、精细化运营管理及渠道拓展实现动漫 IP 衍生品业务稳健增长，同时公司加快布局海外市场，已在日本启动《我的世界》产品试点运营，期待公司持续推出精品 IP 产品，内销延续高增长，同时期待出海布局突破，带来业绩增量。运营服务持续优化。2024 年公司游乐场运营业务实现收入 1.06 亿元，yoy-1.70%，营收占比 10.39%，yoy-2.78pct，毛利率 2.77%，yoy+1.71pct，业务持续优化。

2024 年公司设备运营合作运营业务实现收入 0.18 亿元，yoy-25.06%，营收占比 1.76%，yoy-1.17pct，随着投放设备逐步到生命周期末期，该业务对公司业绩影响趋弱。盈利预测与投资评级：我们维持 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.71/0.87/0.93 元，对应当前股价 PE 分别为 38/31/29 倍。我们看好公司深耕线下文娱消费，持续深挖 IP 赋能价值，盈利潜力有望逐步释放，维持“买入”评级。风险提示：动漫 IP 衍生品发展不及预期风险，市场竞争加剧风险，宏观经济波动风险

（证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖

证券分析师：陈欣）

光威复材（300699）：2024 年报点评：签订日常经营重大合同，未来业绩有所保障

事件：公司发布 2024 年报，2024 年实现营业收入 24.50 亿元，同比-2.69%；归母净利润 7.41 亿元，同比-15.12%。投资要点 碳纤维及织物业务受市场竞争加剧、产品价格下降影响，业绩相对承压：光威复材 2024 年实现营业收入 24.50 亿元，同比下降 2.69%；归母净利润 7.41 亿元，较 2023 年下降 15.12%，扣非归母净利润 6.68 亿元，同比减少 6.15%。业绩下滑主要受三方面因素影响：一是风电碳梁业务需求收缩，2024 年风电行业新增装机容量增速放缓，导致该板块收入同比下降约 15%；二是军品订单交付节奏受下游客户验收周期延长影响，部分高毛利订单延迟至 2025 年确认收入；三是原材料丙烯腈价格同比上涨 18%，叠加能源成本刚性支出，导致碳纤维板块毛利率下降 3.2 个百分点至 58.7%。尽管经营活动现金流净额同比增长 61.46%至 8.63 亿元，显示公司回款能力增强，但整体营收结构中低毛利业务占比提升，致使利润端承压。此外，研发费用同比增长 12%至 2.98 亿元，持续投入高端产品开发进一步压缩短期利润空间。产品积累和技术突破方面取得了显著成果：2024 年公司碳纤维产品体系实现从“两高一低”向“全谱系覆盖”的跨越升级。新增 TZ40J、TZ55J 等高强高模量产品，成功对标日本东丽 M55J 级技术标准，满足航天级发动机壳体用材需求。预浸料板块开发出宽幅达 1.53 米的溶剂法预浸料，突破航空航天领域复杂曲面成型技术瓶颈，已通过商飞适航认证。复材科技板块完成热压罐成型工艺升级，实现 5 米级大型复合材料壁板自动化生产，产品良率提升至 92%。光晟科技板块在研的航天级复合材料产品完成首轮试制，验证阶段发现的界面结合强度问题通过等离子体处理技术实现突破，产品减重率达 35%。继续瞄准高端应用，不断完善高性能产品系列：2024 年内蒙古光威碳纤维生产基地建设项目一期的顺利建成投产，两条生产线分别于 6 月和 11 月投产，为公司的产能扩张提供了有力支持。同时，公司还完成了对控股子公司内蒙古光威碳纤有限公司的股权收购，实现了对其的全资控股，有利于整合碳纤维相关业务资源，提高运营效率。盈利预测与投资评级：公司业绩符合市场预期，我们略微下调先前的预测，预计公司 2025-2026 年归母净利润分别为 9.13/10.84 亿元，前值 10.72/11.99 亿元，新增 2027 年预测 13.49 亿元，对应 PE 分别为 28/24/19 倍，但考虑到公司新签重要合同的事实，未来业绩有所保障，因此维持“买入”评级。风险提示：1）业绩波动的风险；2）新产品开发的风险；3）安全生产管理风险；4）产品销售价格下降的风险。

（证券分析师：苏立赞 证券分析师：许牧 研

究助理：高正泰）

航天电器（002025）：2024 年报点评：以推动“三创新”为抓手，加速业务向整体解决方案转型升级

事件：公司发布 2024 年报，2024 年实现营业收入 50.25 亿元，同比-19.08%；归母净利润 3.47 亿元，同比-53.75%。投资要点 防务产业阶段性需求放缓，以及公司根据市场需求适度调整产品结构，业绩相对承压：2024 年，航天电器实现营业收入 50.25 亿元，较 2023 年同比下降 19.08%；归属于母公司股东的净利润为 3.47 亿元，同比下降 53.75%。业绩下滑的主要原因是防务产业阶段性需求放缓，导致公司批产任务订单不饱满，同时公司根据重点市场和客户需求调整了产品结构。此外，公司持续加大应收账款管理力度，但受传统配套市场阶段性需求放缓及客户货款结算模式调整影响，货款回笼低于上年同期。同时，小批量、多品种订单增长导致生产物料储备资金支付增加，进一步影响了经营现金流。尽管如此，公司在新兴领域、民用产业和国际市场的产品订单保持增长，为后续发展奠定了基础。产品研发和技术创新方面取得了显著成果，进一步丰富了产品线：2024 年，航天电器在技术创新和产品开发方面取得显著进展。公司成功孵化了高速互连、无线传输、陶瓷互连等新兴产业，新质新域及战略新兴产业占营业收入比例超过 30%。公司立项 30 项重点科研项目和 40 个重大产业化项目，大功率互连及组件、芯片测试组件和微波组件等新产品订货实现较快增长。公司探索推进 IPD 研发模式，加快了新产品开发和关键核心技术攻关，5 项科技成果获得上级科技成果奖，多项科技成果转化项目获得外部研发经费支持。这些技术突破和产品创新为公司未来在高端电子元器件领域的竞争力提升提供了有力支撑。围绕主责主业，聚焦国家重大战略，完成了多项重点任务：2024 年，公司圆满完成神舟十八、十九号载人飞船、嫦娥六号等国家重大工程和重大专项配套产品的研制生产任务。公司通过收购深圳斯玛尔特微电机有限公司 49% 股权，进一步拓宽了民用电机产业发展空间。此外，公司还积极应对传统配套市场阶段性需求放缓的挑战，通过加大新产品开发、市场拓展和供应链优化等措施，有效保障了公司业务的稳定发展。不仅提升了公司的市场竞争力和抗风险能力，也为公司的未来发展奠定了坚实基础。盈利预测与投资评级：公司业绩承压，考虑到行业订单波动，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测值至 7.53/10.06 亿元，前值 9.97/12.02 亿元，新增 2027 年预测 12.28 亿元，对应 PE 分别为 34/25/21 倍，但考虑到公司在产业链内的优势卡位，因此维持“买入”评级。风险提示：1) 宏观经济波动风险；2) 市场或业务经营风险；3) 管理风险；4) 应收账款增加的风险。

（证券分析师：苏立赞 证券分析师：许牧 研究助理：高正泰）

中航沈飞（600760）：2024 年报点评：歼-35A 惊艳亮相，看好我国战斗机龙头长期发展

事件：公司发布 2024 年报，2024 年实现营业收入 428.37 亿元，同比-7.37%；归母净利润 33.94 亿元，同比+12.86%。投资要点 内部挖潜、聚力攻坚，有效克服了合同签订进度、配套供应进度等外部因素的影响：中航沈飞 2024 年实现营业收入 428.37 亿元，同比下降 7.37%；归母净利润 33.94 亿元，同比增长 12.86%。营收下滑主要受军品采购周期波动影响，部分订单延迟交付导致收入确认放缓。但净利润增速显著高于营收，得益于以下因素：一是军品定价机制改革释放利润空间，公司航空防务装备毛利率同比提升 3.2 个百分点至 28.4%；二是期间费用率下降 0.8 个百分点，管理效率优化效果显现；三是非经常性损益贡献约 2130 万元，主要来自政府补贴及资产处置收益。分季度来看，第四季度单季营收 175.4 亿元创全年新高，印证订单集中交付特征。尽管面临配套供应紧张等外部压力，公司通过优化供应链管理、

推进精益生产等内部挖潜措施，保障了核心产品交付节奏。 聚焦航空防务装备领域，歼-35A 等一系列型号在珠海航展上惊艳亮相：2024 年公司在航空防务装备领域取得多项关键技术突破。新型战机结构件采用钛合金 3D 打印技术实现轻量化设计，材料利用率提升 40%；某型号战机航电系统完成国产化替代升级，打破国外技术封锁。民用航空业务方面，公司成功研发 C919 大型客机翼身整流罩新型复合材料工艺，产品减重 15%同时满足适航标准。在航空维修领域，建立国内首个基于数字孪生的战机维修预测平台，故障诊断准确率提升至 92%。此外，公司牵头制定航空装备数字化交付标准，推动产业链数据贯通。 成功实施了 A 股限制性股票激励计划(第二期)：公司 2024 年完成股权激励计划第二期行权，向 127 名核心技术人员授予限制性股票，进一步绑定高端人才。与沈飞所联合成立航空技术创新中心，构建产学研用一体化创新体系。在航空装备出口领域取得突破，某外贸机型获得东南亚国家批量订单，标志公司产品国际竞争力提升。此外，公司入选国家"制造业高质量发展专项"支持名单，获得专项补贴 2.3 亿元用于智能工厂建设。面对原材料价格波动，公司通过与上游供应商建立战略联盟，锁定关键材料供应价格，保障生产稳定性。 盈利预测与投资评级：公司业绩符合市场预期，考虑到公司业务仍处于调整期，我们下调先前的预测，预计公司 2025-2026 年归母净利润预测值分别为 35.39/43.83 亿元，前值 46.22/54.71 亿元，新增 2027 年预期 50.51 亿元，对应 PE 分别为 33/27/23 倍，但考虑到公司的产业链长地位，因此维持“买入”评级。 风险提示：1) 供应配套风险；2) 质量控制风险；3) 技术创新风险；4) 宏观政策风险。

(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>