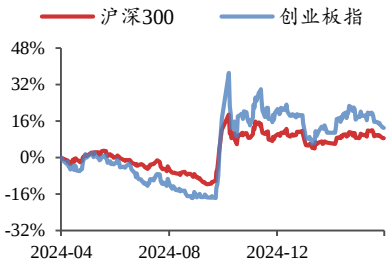


2025 年 04 月 02 日

开源晨会 0402

——晨会纪要

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(%)
医药生物	3.344
公用事业	1.783
国防军工	1.458
钢铁	1.315
煤炭	1.293

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
家用电器	-1.707
计算机	-0.974
汽车	-0.897
银行	-0.589
通信	-0.464

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

【宏观经济】预计 Q1 GDP 约 5.2%，Q2 关注关税扰动——兼评 3 月 PMI 数据-20250401

【金融工程】券商金股解析月报（2025 年 4 月）——金融工程定期-20250401

【金融工程】资产配置月报（2025 年 4 月）——金融工程定期-20250331

行业公司

【传媒】AutoGLM 沉思实现“边想边干”，继续布局 AI Agent——行业点评报告-20250401

【地产建筑】2025 年 1-3 月百强销售金额点评：1-3 月百强销售同比收缩，保利数据领跑百强榜——行业点评报告-20250401

【医药】重症肌无力：生物制剂打开治疗新格局，AAN2025 泰它西普重磅 III 期数据即将读出——行业深度报告-20250401

【家电：海信视像(600060.SH)】业绩接近预告上限，继续看好 2025 年盈利修复弹性以及长期海外营收增长——公司信息更新报告-20250401

【汽车：长城汽车(601633.SH)】Q4 业绩同比增长，海外/坦克/魏牌有望继续贡献增量——公司信息更新报告-20250401

【汽车：均胜电子(600699.SH)】整体毛利率稳步回升，机器人业务打开成长空间——公司信息更新报告-20250401

【医药：泰格医药(300347.SZ)】2024 年业绩略有承压，看好 2025 年重回增长——公司信息更新报告-20250401

【电子：扬杰科技(300373.SZ)】营收&盈利能力逐季度向上，汽车电子&海外业务&并购三驾马车驱动公司成长-20250401

【纺织服装：伟星股份(002003.SZ)】2024 年业绩靓丽，看好越南产能爬坡提升国际竞争力——公司信息更新报告-20250401

【食品饮料：涪陵榨菜(002507.SZ)】2024 年利润短期承压，2025 年稳健增长可期——公司信息更新报告-20250401

【汽车：华阳集团(002906.SZ)】2024 全年业绩创新高，供需共振未来业绩可期——公司信息更新报告-20250401

【计算机：中控技术(688777.SH)】业绩平稳增长，工业 AI+机器人蓝海可期——公司信息更新报告-20250401

【医药：海吉亚医疗(06078.HK)】2024 年业绩有所波动，门诊服务快速增长——港股公司信息更新报告-20250401

【家电：海尔智家(600690.SH)】经营利润稳健增长，分红比例提升至近一半——公司信息更新报告-20250401

【家电：美的集团(000333.SZ)】分红比例超预期，2024 年业绩完美收官——公司信息更新报告-20250401

研报摘要

总量研究

【宏观经济】预计 Q1 GDP 约 5.2%，Q2 关注关税扰动——兼评 3 月 PMI 数据-20250401

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 陈策（分析师）证书编号：S0790524020002

事件：2025 年 3 月官方制造业 PMI50.5%，预期 50.5%，前值 50.2%；官方非制造业 PMI50.8%，前值 50.4%。

制造业：生产仍强，内需回升，价格分项偏弱

1、春节效应消退后，企业生产经营活动仍小幅修复。生产仍强，新订单好于新出口订单或指向“国内新订单”边际回暖，但价格分项偏弱似乎表明当前仍是“以价换量”、经济修复的成色略有不足；分行业来看，交运设备、计算机通信电子设备等行业的产需景气度较高，木材加工及家具、油煤燃料相对承压。

2、工业原材料价格有所回落，预计 3 月 PPI 降幅收窄。农副食品加工、有色冶炼等行业价格指数扩张，油煤燃料、黑色冶炼相对承压。根据高频指标预测 3 月 PPI 环比可能在 0%左右，同比在-2.0%左右、降幅有所收窄。

3、分类型来看，小型企业生产经营和景气预期均改善。3 月小型企业 PMI 回升了 3.3 个百分点，且表征民企景气预期的 BCI 指数提高 2.0 个百分点至 54.8%，或受益于 2 月 17 日民营企业座谈会召开后各部委加快出台落实政策。

非制造业：建筑业 Q2 有望向上，服务业小幅回升

1、建筑业：3 月 PMI 改善了 0.7 个百分点至 53.4%，新订单下降 3.3 个百分点至 43.5%。实物工作量方面，3 月石油沥青开工偏弱、水泥开工和发运率略好于 2024 年同期，CME 预估 3 月挖掘机内销 14800 台、同比增速放缓至 6.5%；资金端，截至 3 月 30 日专项债发行进度约 21.8%、快于 2024 年同期的 15.8%，Q2 发行进度的差异可能进一步走扩，有利于支撑基建增速稳步向上。

2、服务业：3 月 PMI 和新订单 PMI 均小幅改善。分行业来看，水上运输、航空运输、邮政、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务等行业景气度较高，春节效应消退对应零售、住宿、餐饮等服务业明显回落。

预计 Q1GDP 约 5.2%，逆周期政策或将发力对冲关税扰动

3 月 PMI 延续修复，Q1 经济开局较为平稳，但近期全球资产更重视且逐步计价 4 月 2 日特朗普对等关税的影响。我们基于生产法测算，2025Q1GDP 同比约 5.2%，其中第一、二、三产业约为 4.0%、5.7%、5.1%。若考虑关税对经济扰动、美国经济趋缓隐忧，以及 2024Q4 一揽子政策发力带来的高基数，则 2025 全年 GDP 实现 5.0%或有一定压力。李强总理于中国发展高层论坛 2025 年年会指出，“必要时还将推出新的增量政策”。我们认为中央已为或有的“外部超预期冲击”作准备，预计宽货币、宽财政等有关政策将适时推出，密切关注 Q1 经济数据以及 4 月 1 日之后关税可能的变化。

风险提示：政策变化超预期；美国经济超预期衰退。

【金融工程】券商金股解析月报（2025 年 4 月）——金融工程定期-20250401

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

4 月份券商金股特征解析

4 月份比亚迪、海光信息、兆易创新、恺英网络、山西汾酒、浪潮信息、泸州老窖等金股推荐次数靠前。4 月份券商金股已经陆续发布，我们统计了全市场 39 家券商发布的金股，去重后金股数量合计为 250 只。我们按照相对上月是否新进，将全体金股分为新进金股和重复金股两类。在重复金股中，4 月份推荐次数靠前的金股为：青

岛啤酒（8次）、格力电器（7次）、比亚迪（5次）、卫星化学（5次）、立讯精密（4次）等；在新进金股中，4月份推荐次数靠前的金股为：中国移动（4次）、海螺水泥（3次）、中国国航（3次）、中国海油（3次）、江淮汽车（3次）等。

4月份电子、食品饮料、有色金属、医药生物等行业金股数量占比靠前。4月份金股权重靠前的行业分别为：电子（10.8%）、食品饮料（7.1%）、有色金属（6.5%）、医药生物（6.5%）。相比于上月，本月权重增加最多的行业为：医药生物（+3.5%）、交通运输（+1.9%）、农建筑材料（+1.8%）；权重减少最多的行业为：电力设备（-2.9%）、机械设备（-2.8%）、国防军工（-2.0%）。

4月份券商金股的市值水平上升，估值水平下降。我们按月统计了金股行业内加权市值分位和估值分位水平。可以发现，4月份券商金股的市值水平上升，估值水平下降，或表明4月份券商金股转向价值风格。

3月份券商金股绩效回顾

3月份券商金股组合整体收益率为-0.2%，2025年以来收益率为4.5%。全历史区间来看，全部金股组合年化收益率为11.1%，收益表现显著优于沪深300指数和中证500指数。其中，新进金股组合收益表现优于重复金股组合。全部金股、新进金股、重复金股组合3月份收益率分别为-0.2%、-1.1%、0.7%，2025年以来收益率分别为11.1%、14.0%、8.6%。

3月份胜宏科技、科锐国际、芯原股份、锦波生物、火炬电子等金股收益率排名靠前。我们统计了月度收益排名前十的金股明细，其中：胜宏科技、科锐国际、芯原股份、锦波生物、火炬电子等金股月度收益靠前，3月份收益率分别为59.5%、36.0%、35.2%、31.2%、29.4%。

开源金工优选金股组合

开源金工优选金股组合3月份收益率为1.2%，2025年相对中证500超额10.5%。全历史区间内，优选金股组合年化收益率为20.9%，收益表现优于全部金股组合。优选金股组合3月份收益率为1.2%；2025年以来收益率为12.8%，2025年相对中证500超额10.5%。

4月份开源金工优选金股组合持仓明细：纽威股份、洛阳钼业、中国重汽、东阿阿胶、三生国健、国泰君安等个股业绩超预期排名靠前。

风险提示：模型测试基于历史数据，市场未来可能发生变化。

【金融工程】资产配置月报（2025年4月）——金融工程定期-20250331

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 张翔（分析师）证书编号：S0790520110001

多资产配置观点：看多短债、偏股低估转债、黄金资产

高频宏观因子：高频经济增长同比较前值下行；高频通货膨胀（消费端）同比较前值下行；高频通货膨胀（生产端）同比较前值下行。

债券久期择时：模型预测未来三个月水平因子上升，斜率因子陡峭化，曲率因子增凸，推荐持有1年期短久期债券。

转债配置：“百元转股溢价率”为26.07%，转债相对正股配置价值适中；“修正YTM-信用债YTM”指标中位数为-0.15%，偏债转债相对信用债配置价值偏低；转债风格轮动未来两周推荐配置偏股低估转债。

黄金配置：模型测算未来一年黄金的预期收益率为21.1%，基于TIPS收益率的择时模型持续看多黄金资产。

股债配置观点：权益风险预算不变，股票仓位保持中枢

开源金工将风险平价模型与主动信号结合构建主动风险预算模型，每月从股债横向比价、股票纵向估值水平、

市场流动性三个维度构建主动风险预算指标。

回顾 3 月股债配置，股权风险溢价 ERP、流动性信号看多，历史估值分位数信号为中性，股票仓位为 18.15%，债券仓位为 81.85%，3 月组合收益-0.14%。展望 4 月股债配置，股权风险溢价 ERP、流动性信号看多，历史估值分位数信号为中性，股票仓位为 25.17%，债券仓位为 74.83%。

行业轮动观点：看多石油石化、煤炭、家电、公用事业等

开源金工从交易行为、景气度、资金面、筹码结构、宏观驱动、技术分析六个维度出发，分别构建行业轮动子模型并对模型动态合成双周频优选行业。

风格板块判断：价值组得分高于成长组，推荐均衡价值风格；板块上看多大金融、大制造板块。

行业配置推荐：石油石化、煤炭、家用电器、公用事业、农林牧渔、非银金融。

ETF 轮动组合：油气资源 ETF、煤炭 ETF、家电 ETF、电力 ETF。

“配置+选基” FOF 组合：3 月组合收益 1.29%，相对偏股基金超额 0.45%

2025 年 3 月，开源“配置+选基” FOF 组合收益率为 1.29%，偏股型基金指数收益率为 0.84%，组合超额收益为 0.45%。

2025 年 4 月，我们看多高成长、高质量因子、看空低估值因子，相应的高配高成长、高质量大盘风格基金，低配低估值、小票黑马风格基金。

风险提示：本报告模型及结果通过历史数据统计、建模和测算完成，在市场波动不确定性下可能存在失效风险；历史数据不代表未来业绩。基金投资策略分类基于对公开的历史数据的定量测算与统计，对基金产品和基金管理人的研究分析结论不能保证未来的可持续性，不构成对该产品的推荐投资建议。

行业公司

【传媒】AutoGLM 沉思实现“边想边干”，继续布局 AI Agent——行业点评报告-20250401

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004 | 田鹏（分析师）证书编号：S0790523090001

智谱推出集深度研究与实际操作能力于一体的 Agent 产品“AutoGLM 沉思”

3 月 31 日，智谱推出了全球首个集深度研究与实际操作能力于一体的 Agent 产品“AutoGLM 沉思”。动手能力是 AutoGLM 沉思最大的亮点之一。它能够“边想边干”，像人类一样自动操作和浏览网页，同时基于背后基座模型的多模态理解能力，这些网页上的图文信息也能被充分利用。这一能力的实现依赖于三个关键特性：（1）深度思考：能够模拟人类在面对复杂问题时的推理与决策过程；（2）感知世界：能够像人一样获取并理解环境信息；（3）工具使用：能够像人一样调用和操作工具，完成复杂任务。AutoGLM 沉思不仅能深入研究，还能真正执行任务，推动 AIAgent 从单纯的思考者，进化为能交付结果的智能执行者。目前 AutoGLM 沉思已在智谱清言 PC 客户端上线，并且免费开放给所有用户。

系列模型能力积累造就智能 Agent，AI 作为生产力工具进程更进一步

AutoGLM 沉思模型的背后，是智谱自主研发的全栈大模型技术，融合了 GLM-4 的通用能力、GLM-Z 的反思能力、GLM-Z1-Ruminatio 的沉思能力，以及 AutoGLM 的自动执行能力。首先，智谱训练了 320 亿参数的基座模型？GLM-4-Air-0414，

32B 的参数量使得 GLM-4-Air-0414 能快速执行复杂任务，为 AI 智能体的真正大规模落地应用提供了坚实基础。基于？GLM-4-Air-0414，智谱推出全新的深度思考模型？GLM-Z1-Air，GLM-Z1-Air 面对复杂、开放问题，能够进行推理和反思，为 Agent 提供了强大的推理、规划与反思能力，且可以在消费级显卡上运行。在 GLM-Z 请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

的基础上，智谱又通过强化学习训练了沉思模型 GLM-Z1-Rumination，提升了模型结合工具使用完成长程推理能力。AutoGLM 沉思的价值在于，模型实现了自己决策操作过程，能够通过连续、多步推理实现模型自主规划，并通过反思实现动态调整，不需要提前设计工作流。我们认为，通用 Agent 依赖基座大模型能力，头部大模型厂商在通用 Agent 领域或更具优势。

AI Agent 产品 Manus 开始收费，AI Agent 落地及变现近在咫尺

3 月 28 日，AI Agent 产品 Manus，宣布开始向用户收费，Manus Starter 每月收费 39 美元，Manus Pro 每月收费 199 美元。我们认为 AI Agent 的加速落地及开启商业化变现或进一步带动端侧 AI 应用落地，以及 AI 应用范围拓展，并拉动对推理算力的需求，建议坚定布局 AI 产业方向：1、大模型/通用 Agent：重点推荐腾讯控股、快手-W，受益标的包括阿里巴巴-W、昆仑万维 2、AI 动漫/影视：重点推荐上海电影、芒果超媒，受益标的包括中文在线、光线传媒、华策影视；3、AI 虚拟陪伴：重点推荐盛天网络、奥飞娱乐、网易云音乐，受益标的包括汤姆猫、实丰文化；4、AI 教育/校对：受益标的包括果麦文化、盛通股份、世纪天鸿、南方传媒；5、AI 游戏：重点推荐心动公司、恺英网络、网易-S，受益标的包括巨人网络；6、AI 电商/广告：重点推荐值得买、引力传媒，受益标的包括蓝色光标；7、算力+云：重点推荐顺网科技，受益标的包括浙文互联、浙数文化。

风险提示：AutoGLM 沉思进展不及预期；AI Agent 应用商业化进展不及预期。

【地产建筑】2025 年 1-3 月百强销售金额点评：1-3 月百强销售同比收缩，保利数据领跑百强榜——行业点评报告-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

1-3 月百强销售同比收缩，保利数据领跑百强榜

克而瑞、亿翰智库等第三方机构发布 2025 年 3 月百强销售榜单。根据榜单测算，TOP100 房企 1-3 月全口径累计销售金额 7846.7 亿元，同比下降 7.3%，累计权益销售金额 5766.7 万平方米，同比下降 5.0%。累计销售均价 19960.6 元/平方米。

从数据端来看，1-3 月整体销售规模同比有所降温，百强房企不同梯队间销售情况分化程度较低，保利发展 3 月单月及 1-3 月累计全口径销售金额领跑百强榜单，中海销售同比下滑明显，越秀、华发 2025 年以来销售情况表现优异。

各梯队累计销售金额同比下降，门槛均值进一步降低

分结构看，TOP10、TOP50、TOP100 房企 1-3 月全口径销售金额分别达 3779.3、6755.0、7846.7 亿元，同比增速分别为-8.4%、-7.1%、-7.3%，权益销售金额分别为 2726.7、4924.7、5766.7 亿元，同比增速分别为-6.9%、-4.7%、-5.0%，百强房企进入门槛进一步降低，头部房企单月销售同比降幅相对更大，但整体分化程度不高。TOP10、TOP50、TOP100 房企 1-3 月销售均价分别为 21523.4 元/平方米、20019.6 元/平方米、19960.6 元/平方米，依然呈现高销售均价向头部倾斜的态势。

保利销售规模保持第一，中海销售同比下滑明显

从公司视角来看，1-3 月全口径累计销售金额 TOP5 分别是保利发展、华润置地、中海地产、绿城中国、招商蛇口，3 月单月销售金额分别为 290.0、261.0、212.1、216.5、156.2 亿元，分别同比+7.40%、-13.0%、-48.5%、+0.50%、-18.4%，1-3 月累计销售金额为 630.0、512.0、464.2、362.6、350.7 亿元，分别同比+0.20%、+0.90%、-22.9%、-2.50%、-12.7%。头部房企中保利发展规模保持第一，3 月单月及 1-3 月累计全口径销售金额均为正增长（TOP5 房企中唯一），中海地产销售规模下滑明显。TOP10 房企中越秀地产、华发股份销售表现靓丽，3 月全口径单月销售同比分别+58.0%、+29.0%，1-3 月全口径累计销售金额分别同比+42.0%、+44.8%。

投资建议

2025 年前三月销售初步企稳，在更加积极的财政政策、适度宽松的货币政策下，存量收储及城中村改造工作有望加速推进，改善现有住房供求关系，加快止跌回稳进程。推荐标的：（1）布局城市基本面较好、能够把握改善型客户需求的强信用房企：绿城中国、招商蛇口、中国海外发展、建发股份、滨江集团、建发国际集团、中国金茂；（2）住宅与商业地产双轮驱动，同时受益于地产复苏和消费促进政策：新城控股、龙湖集团；（3）二手房交易规模和渗透率持续提升，房地产后服务市场前景广阔：贝壳-W、我爱我家。

风险提示：（1）行业销售恢复不及预期（2）调控政策超预期变化。

【医药】重症肌无力：生物制剂打开治疗新格局，AAN2025 泰它西普重磅 III 期数据即将读出——行业深度报告-20250401

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 余克清（分析师）证书编号：S0790525010002 | 汪晋（联系人）证书编号：S0790123050021

MG 为神经肌肉接头传递障碍诱发的自免类疾病，生物制剂打开治疗新格局

重症肌无力（Myasthenia Gravis, MG）是一种由神经肌肉接头（NMJ）传递障碍引发的自身免疫性疾病，以波动性肌肉无力和易疲劳性为核心特征；约 80%-85% 重症肌无力患者为 AChR 抗体阳性患者。MG 全球超过 70 万人，其中美欧合计约有 12 万存量患者，中国约有 20 万存量患者。MG 传统治疗方案包括胆碱酯酶抑制剂（如溴吡斯的明）、糖皮质激素与免疫抑制剂，生物制剂如补体抑制剂（依库珠单抗）或 FcRn 拮抗剂（艾加莫德），能够为难治性 MG 病例提供新选择。

针对 gMG 全球已有 5 款生物制剂获批，中国上市药物整体较少

针对 gMG，最早获批上市的药物为胆碱酯酶抑制剂溴吡斯的明，近年来疗效较好的对因治疗药物主要包括 C5 抑制剂与 FcRn 单抗。截至 2025 年 3 月底，全球范围内已有 3 款 C5 抑制剂与 2 款 FcRn 单抗获批上市。中国上市药物数量整体较少，仅再鼎医药的艾加莫德与阿斯利康的依库珠单抗获批上市；NDA 阶段的药物共 5 款，其中包括荣昌生物 APRIL/BAFF 双靶点融合蛋白泰它西普。艾加莫德是首个获批上市的 FcRn 单抗，自 2021 年 12 月上市以来，全球销售额快速增长，有望成为新一代 gMG 治疗重磅产品。

FcRn 单抗疗效优于 C5 抑制剂，泰它西普整体中长期疗效优异

针对 AchR+gMG 患者，在 MG-ADL、QMG 较基线变化指标上（扣除安慰剂背景），FcRn 单抗整体疗效优于 C5 抑制剂；艾加莫德疗效突出，4 周密集给药后起效速度较快，首个治疗周期的 MG-ADL 和 QMG 应答率分别达到 68% 和 63%。

泰它西普整体中长期疗效优异，12 周与 24 周 240mg 组 QMG 分别较基线下降 9.5/9.6 分，QMG 应答率分别达到 93.30%/100%。泰它西普在重症肌无力领域已获得中国 NMPA 纳入突破性治疗品种、美国 FDA 孤儿药资格和快速通道资格三项认定，III 期研究结果已作为“最新突破性研究”入选 2025 年美国神经病学学会年会（AAN）重磅口头报告，公司预期 2025Q2 国内获批上市。同时，针对 gMG 公司也正在快速推进海外 III 期，未来有较大的出海潜力。

投资建议

针对 gMG 对因治疗的上市药物整体较少，国内仅 C5 抑制剂依库珠单抗与 FcRn 单抗艾加莫德获批上市，竞争格局佳，存在较大未满足临床需求；荣昌生物自研的泰它西普与石药集团引进的 FcRn 单抗巴托利单抗已处于 NDA 阶段，翰森制药引进的 CD19 单抗伊奈利珠单抗目前处于 III 期临床。早研管线多为 CAR-T 产品，包括传奇生物、石药集团、亘喜生物、驯鹿生物等企业均有布局，早研疗效数据陆续读出，有望成为下一代 MG 治疗的潜力疗法。

受益标的：再鼎医药、荣昌生物、石药集团、翰森制药等。

风险提示：创新药研发热度下滑、药物临床研发失败、药物安全性风险等。

【家电：海信视像(600060.SH)】业绩接近预告上限，继续看好 2025 年盈利修复弹性以及长期海外营收增长——公司信息更新报告-20250401

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 周嘉乐（分析师）证书编号：S0790522030002 | 林文隆（分析师）证书编号：S0790524070004

业绩接近预告上限，看好 2025 年盈利修复弹性，维持“买入”评级

2024 年公司营收 585 亿元（同比+9.2%，下同），归母净利润 22.5 亿元（+7.2%），扣非归母净利润 18.2 亿元（+4.9%），经营表现接近预告上限。2024Q4 营收 179 亿元（+24%），归母净利润 9.4 亿元（+100%），扣非归母净利润 8.3 亿元（+122%）。受益于国内以旧换新政策拉动中高端产品增长以及海外库存去化，2024Q4 内外销营收和盈利均显著改善。以旧换新刺激内销结构升级，海外渠道拓展+补强空白市场叠加面板成本改善，继续看好短期利润弹性以及长期盈利提升，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 25.46/28.44/31.51 亿元（2025-2026 年原值为 25.12/28.38 亿元），对应 EPS 为 1.95/2.18/2.41 元，当前股价对应 PE 为 12.7/11.4/10.3 倍，维持“买入”评级。

内销受益以旧换新+中高端新品拉动 Q4 营收改善明显，外销延续亮眼表现

2024 年公司智慧显示终端/新显示业务营收分别达 466/68 亿元（+13%/+4%），其中预计智慧显示终端境内/境外营收均实现双位数增长，境内主要系均价驱动增长，境外或主系量驱动增长。趋势上看：（1）2024Q4 在以旧换新政策驱动下预计公司内销增速环比 2024Q3 显著改善。奥维云网数据显示，2024Q4 彩电线上零售量/均价同比分别+20%/+12%（2024Q3 同比分别+3%/+9%），大尺寸以及 MiniLED 电视增长显著提速。海信品牌 2024Q4 零售量/均价同比分别+21%/+18%（2024Q3 为-23%/+19%），VIDDA 品牌零售量/均价同比分别+3%/+32%（2024Q3 为-19%/+25%），中高端新品拉动海信品牌销量显著改善。（2）境外市场预计 2024Q4 北美/中南美/日本等市场均延续此前亮眼表现。展望后续，继续看好内销结构升级驱动盈利提升以及外销渠道深化驱动规模稳步增长。

结构改善+面板成本下降致 2024Q4 毛利率显著改善，费用管控效果良好

2024 年公司毛利率 15.66%（-0.6pct），其中境内/境外毛利率同比分别+0.14/-1.77pct，境外市场受价格竞争以及战略投入影响下毛利率有所下滑。2024Q4 还原口径毛利率同比+1.5pct，预计境内/境外在面板成本压力缓解+结构升级带动下均不同程度改善，境内改善幅度大于境外。费用端，2024 年公司销售/管理/研发/财务费用率同比分别-0.19/+0.04/-0.38/+0.11，2024Q4 还原口径下销售/管理/研发/财务费用率同比分别-0.44/+0.08/-0.86/-0.03，费用率呈改善趋势。综合影响下 2024/2024Q4 公司归母净利率分别为 3.84%/5.23%（-0.07/+1.98pct）。

风险提示：面板价格快速上涨；海外需求快速回落；海外拓展不及预期等。

【汽车：长城汽车(601633.SH)】Q4 业绩同比增长，海外/坦克/魏牌有望继续贡献增量——公司信息更新报告-20250401

赵旭杨（分析师）证书编号：S0790523090002 | 徐剑峰（联系人）证书编号：S0790123070014

受坦克、海外业务销量增长推动，2024 年业绩同比高增，Q4 业绩同比小增

公司发布 2024 年年报，实现营收 2021.95 亿元，同比+16.7%；归母净利润 126.92 亿元，同比+80.8%，业绩高增主要系高端新能源及海外业务放量，毛利率同比+0.78pct，单车均价同比+2.32 万元。单 Q4 实现营收 599.41 亿元，同环比+11.6%/17.9%；归母净利 22.64 亿元，同环比分别+11.7%/-32.4%，环比下滑主要系海外新市场尚处成长期影响毛利率、年终奖发放推升管理费用等。鉴于公司海外业务利润率短期承压，我们小幅下调/新增 2025-2026/2027 年业绩预测，预计 2025-2027 年归母净利为 144.4(-11.8)/172.5(-8.5)/198.0 亿元，当前股价对应 PE

为 15.5/13.0/11.3 倍，但考虑到坦克/魏牌/海外业务持续开拓，维持“买入”评级。

Q4 销量同比小增、环比高增，魏牌、坦克、哈弗、海外业务均有明显推动

公司 Q4 销量同环比+3.5%/29.0%，其中根据乘联会数据，高端新能源品牌魏牌/坦克销量同比+158.7%/5.5%、环比+78.4%/13.8%，主力品牌哈弗销量同环比+6.9%/36.3%，海外业务销量同环比+23.6%/5.0%，推动公司 Q4 营收同环比高增。不过，在坦克品牌、海外销量增长的背景下，公司 Q4 毛利率同环比-1.9pct/-4.3pct，主要系公司海外新市场有待放量、报废税对俄罗斯市场利润率预计有一定的影响。费用率方面，在规模效应推动下，公司期间费用率同环比-2.5pct/-1.5pct，但在智能化及新品投入加大的背景下，Q4 研发费用同环比+20.9%/53.2%。

坦克/海外市场继续放量，魏牌新车周期开启贡献新增量，智驾技术密集上车

公司混动领域已形成 Hi4/Hi4-T/Hi4-Z/Hi4-G 体系，广泛覆盖城市/越野/公路运输等场景。智能化方面，公司魏牌蓝山全场景 NOA 实现全国开城，并且 2025 年坦克品牌部分车型将应用蓝山的系统，性能相近但成本略低的智驾系统将用在 15 万级及以上的哈弗车型上、提升产品力。海外业务方面，公司将积极推进南美、右舵及东盟、中东非洲等市场的布局，2024 年已完成马来西亚及越南 CKD 工厂以及塞内加尔 KD 工厂的签约，相关市场的逐步放量有望重新推升海外业务盈利能力。分品牌看，坦克 2025 年将注重 Hi4-Z 动力形式及出海业务的发展，魏牌将推出多款智能化新车型，哈弗、欧拉品牌将通过智能化技术提升产品力。

风险提示：越野车需求不及预期；新能源车销量不及预期；海外进展不及预期。

【汽车：均胜电子(600699.SH)】整体毛利率稳步回升，机器人业务打开成长空间——公司信息更新报告-20250401

赵旭杨（分析师）证书编号：S0790523090002 | 王镇涛（联系人）证书编号：S0790124070021

公司发布 2024 年年报，一次性重组费用不改向好趋势

2024 年公司实现营业收入 558.64 亿元，同比+0.24%，实现归母净利润 9.60 亿元，同比-11.33%，主要系海外业务重组产生一次性重组整合费用约 5.50 亿元，而公司实现扣非归母净利润 12.82 亿元，同比+27.74%，业绩符合预期。鉴于下游市场竞争加剧，我们下调公司 2025-2026 年业绩预测，并新增 2027 年业绩预测，预计 2025-2027 年归母净利润 13.92（-0.63）/17.55（-1.85）/20.77 亿元，对应 EPS 分别为 0.99（-0.04）/1.25（-0.13）/1.47 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 18.2/14.4/12.2 倍，公司内部资源优化、市场竞争力增强，仍维持“买入”评级。

坚定降本增效推动盈利能力持续恢复，主营业务保持稳健

分业务看，公司汽车安全、汽车电子业务分别实现营收 386.17/166.00 亿元，总体规模保持稳定。分地区看，公司国内主营业务同比增长 6.68%，国外同比下降 1.83%，主要系汽车电子海外市场整体表现不佳。盈利端，公司总体毛利率/净利率分别为 16.22%/2.37%，同比+1.14/+0.15pct，降本增效成效显著；其中汽车安全、汽车电子毛利率分别为 14.81%/19.71%，同比+2.27/+0.63pct，系欧洲、美洲区汽车安全业务盈利能力明显改善。费用端，公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.05%/5.51%/4.63%/1.48%，同比-0.37pct/+0.78pct/+0.07pct/-0.11pct，管理费用增加为海外业务重组所致，整体费用率同比变动+0.36pct。

深耕汽车电动智能化，具身智能机器人打开成长空间

公司深度布局汽车电动智能化。智能驾驶方面，与 Momenta 合作构建全场景智能驾驶解决方案，新获取海外客户品牌智驾解决方案定点，2025 年底实现量产；陆续发布基于高通、地平线、黑芝麻等芯片平台的智能驾驶域控制器，加快探索中央计算单元解决方案。智能座舱方面，与华为合作的鸿蒙座舱等创新产品不断推向市场。车路云领域，5G-V2X 产品订单进入量产周期，收入快速增长。公司利用自身在汽车领域的技术及生产积淀，业务加速拓展至机器人产业链上下游，重点突破“大脑”、“小脑”和“肢体”三大核心技术，有望打造第二增长曲线。

风险提示：产品研发不及预期、行业竞争激烈、下游需求不及预期。

【医药：泰格医药(300347.SZ)】2024 年业绩略有承压，看好 2025 年重回增长——公司信息更新报告-20250401

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 汪晋（联系人）证书编号：S0790123050021 | 刘艺（联系人）证书编号：S0790124070022

2024 年业绩略有承压，看好 2025 年订单持续增长

2024 年公司实现总收入 66.03 亿元（同比-10.58%，以下均为同比口径）；实现扣非归母净利润 8.55 亿元（-42.13%）；公司 2024 年毛利率为 33.95%（-4.63pct）。单看 2024Q4，2024Q4 公司实现收入 15.36 亿元（-11.42%，环比-10.12%）；扣非归母净利润-0.37 亿元（-113.34%，环比-114.78%）；2024Q4 毛利率为 17.70%（同比-15.12pct，环比-19.58pct）。公司 2024 年新增合同金额为 101.2 亿元，净新增合同金额为 84.2 亿元，同比增长 7.3%，我们预计 2025 年公司订单持续增长。鉴于行业需求波动，我们下调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 10.11/10.89/12.03 亿元（原预计 2025-2026 年为 16.26/18.17 亿元），对应 EPS 为 1.17/1.26/1.39 元，当前股价对应 PE 为 44.3/41.1/37.2 倍，考虑公司为国内临床 CRO 龙头，维持“买入”评级。

受多因素影响临床试验技术服务阶段性承压，积极推进新兴业务领域发展

2024 年临床试验技术服务收入 31.78 亿元，同比下降 23.75%。截至 2024 年底，公司正在进行的药物临床研究项目达 831 个，同比增加 79 个；其中，境内项目 536 个，单一境外项目 233 个，MRCT 项目 62 个。同时，公司大力发展医疗器械临床研究等新兴业务。截至 2024 年底，公司正在进行的医疗器械项目共 614 个，已服务了全球超过 2100 家客户；注册团队助力 3 个产品在中国注册上市获批，63 项国际多中心临床试验的 IND 申请在多个国家获得批件。

数统业务与 SMO 业务稳健发展，一体化服务能力持续增强

2024 年临床试验相关服务及实验室服务实现营收 32.96 亿元，同比增长 5.61%。截至 2024 年底，数统业务全球服务客户数量约 407 家，有 842 个项目正在进行；SMO 项目数量由 2023 年末的 1952 个增加至 2253 个，2024 年共完成项目 344 个，为 15 个中国已获批 I 类新药提供服务；截至 2024 年底，方达控股累计为 90 个已获批药物提供一致性评价服务；在执行的实验室服务项目数量为 4990 个。

风险提示：医药监管政策变动、汇率波动、药物研发服务市场需求下降等风险。

【电子：扬杰科技(300373.SZ)】营收&盈利能力逐季度向上，汽车电子&海外业务&并购三驾马车驱动公司成长-20250401

陈蓉芳（分析师）证书编号：S0790524120002 | 仇方君（联系人）证书编号：S0790125020002

公司 2024 年营收稳定增长，符合预期，2024Q4 公司盈利能力显著改善

公司 2024 年实现营收 60.33 亿元，同增 11.53%，实现归母净利润 10.02 亿元，同增 8.50%。单 2024Q4 季度，实现营收 16.10 亿元，同增 17.57%，环增 3.30%；实现归母净利润 3.33 亿元，同增 8.93%，环增 36.47%。2024 年全年，受到海外市业务恢复，汽车业务的高增以及工控、消费下游的温和复苏影响，公司的盈利能力得到改善。2024 年公司销售毛利率为 33.08%，同比提升 2.82pct，销售净利率为 16.58%，同比降低 0.45pct。单 Q4 季度，公司销售毛利率显著改善，季度销售毛利率为 38.75%，同增 10.29pct，环增 5.16pct；公司销售净利率为 20.59%，同减 1.74pct，环增 4.78pct。我们调整原有 2025-2026 盈利预测并新增 2027 盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 12.39/14.10/16.54（2025/2026 原值为 10.97/14.22）亿元，对应当前股价 PE 分别为 20/18/15 倍，我们看好公司在中低压功率器件行业的卡位和海外业务的持续扩张，维持“买入”评级。

收购贝特电子，在业务与客户群层面形成协同，共同成长

3 月 13 日，公司发布公告筹划收购东莞贝特电子。本次收购方案以发行股份募集配套资金及支付现金两部分组成，公司拟发行价格为 36.25 元/股，拟发行股数不超过发行前公司总股本的 30%。标的公司贝特电子主要产品

为电力电子保护元器件，2024 年实现营收 8.26 亿元，实现归母净利润 1.12 亿元。收购标的和扬杰的功率器件产品存在功能交叉和应用场景的协同；此外，在下游应用领域与客户方面，标的公司与扬杰高度重合，收购后双方有望在业务与客户层面形成协同。

研发投入新下游&海外建设齐头并进，汽车业务实现高增动力充足

2024 年，公司汽车电子营收较去年同期上升超过 60%。公司的车载模块产品已在多家客户完成送样，2025Q4 计划全国产主驱碳化硅模块的工艺、可靠性验证，车载 MOS 亦有多款产品的开发，成长动力充足。海外扩展方面，公司越南工厂二期预计于本年 6 月实现量产。此外公司重视研发，2024 年研发费率超过 7%，重点投入汽车电子、AI 服务器、机器人等新兴方向。

风险提示：下游需求不及预期、上游原材料价格波动、公司研发进程不及预期。

【纺织服装：伟星股份(002003.SZ)】2024 年业绩靓丽，看好越南产能爬坡提升国际竞争力——公司信息更新报告-20250401

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 年业绩靓丽，看好越南产能爬坡提升国际竞争力，维持“买入”评级

2024 年实现营收 46.7 亿元（同比+19.7%，下同），归母净利润 7.0 亿元（+25.5%）。短期看，2024 年补库高基数及外部环境不确定带来的下游客户订单谨慎背景下，我们下调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 7.5/8.7/10.0 亿元（此前为 8.2/9.4 亿元），公司为国内辅料龙头，年产能纽扣 120 亿粒、拉链 9.10 亿米，基于规模、柔性智造及创新优势，持续丰富品类，完善营销和服务体系，持续推进国际化战略以提升全球竞争力，预计 2025 年越南产能逐步释放，当前股价对应 PE 为 18.6/16.1/14.0 倍，维持“买入”评级。

2024 年拉链、纽扣业务量价齐升，国际业务加速，收入占比进一步提升

分产品看，（1）纽扣：2024 年实现营收 19.5 亿元，同比+22.2%；毛利率为 43%（同比+0.8pct），销量/单价分别同比+9.3/+11.8%，产能利用率 81.8%（+4.7pct）。（2）拉链：2024 年实现营收 24.8 亿元，同比+15.9%；毛利率为 42.1%（同比+1.1pct），销量/单价分别同比+5.9/+9.5%，产能利用率 58.6%（-0.5pct）。（3）其他服装辅料：2024 年营收 1.64 亿元，同比+41.9%，公司推进新品类布局，收入占比为 3.51%（同比+0.6pct）。分地区看，国内/国际分别实现营收 30.9/15.8 亿元，同比+14.7%/+30.6%，国际业务增速明显快于国内，国际收入占比+2.8pct 至 34%，国内/国际毛利率分别为 41.5%/42.2%，同比+1.9/-1.6pct，其中 SAB 越南 2024 年处于验厂、打样阶段，收入 3210 万元，由于产能尚未有效释放且确认 1778 万元汇兑损失，亏损 5832 万元，预计 2025 年越南产能逐步释放提振国际业务及盈利。

盈利能力稳中有升，营运能力良好，维持高分红比例

盈利能力：2024 年毛利率为 41.7%（同比+0.8pct），主要系纽扣毛利率提升及纽扣占比提升所致；期间费用率为 23.7%，同比-0.2pct，销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.4/+0.8/-0.2/-0.4pct，管理费用率增加主要系员工薪酬增加，财务费用率下降主要系利息收入增加，归母净利率 15%，同比+0.7pct。营运能力：存货周转天数同比-4.6 天至 86 天，应收账款周转天数同减约 1 天。分红：公司维持高分红回报股东，2024 年现金分红比例达 83.5%，2023 年为 94.3%。

风险提示：产能爬坡不及预期，下游客户需求疲软风险、原材料价格大幅上涨。

【食品饮料：涪陵榨菜(002507.SZ)】2024 年利润短期承压，2025 年稳健增长可期——公司信息更新报告-20250401

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 方一苇（分析师）证书编号：S0790524030001

公司发布 2024 年年报，收入符合预期，利润略低预期

公司披露 2024 年报。2024 年营收/归母净利润为 23.9/8.0 亿元（同比-2.6%/-3.3%），其中 2024Q4 营收/归母净利润为 4.2/1.3 亿元（同比-14.8%/-23.1%）。收入符合预期，利润略低预期。考虑公司规划及费用成本情况，我们小幅调整 2025-2026 年盈利预测，并新增 2027 年预测，预测 2025-2027 年归母净利润 8.9/9.6/10.4 亿元（同比+11.6%/+7.8%/+7.6%），2025-2026 年归母净利润原值为 8.2/9.1 亿元，当前股价对应 PE17.4/16.1/15.0 倍，考虑到公司改革成效显现，维持“买入”评级。

2024 年夯实基础，2025 年稳健发展可期

商超需求疲软+公司改革短期影响，2024Q4 淡季营收现双位数下滑。分品类看，2024 年榨菜/萝卜/泡菜/其他产品收入分别同比-1.5%/-24.4%/+2.2%/-26%。我们认为 2024 年改革有望支撑 2025 年销售好转：（1）公司 2023 年初推出定位 2 元价格带的 60g 产品，对公司整体价格带进行补充，成效较好；（2）公司于 2024Q3 根据产品优化进度逐步对终端提供销售政策支持、制定“定向爆破”规划项目，拉动终端销售；（3）2024 年下半年公司在餐饮渠道增加萝卜泡菜等产品。

市场费用投入加大，盈利能力短期承压

2024 年公司毛利率同比+0.27pct 至 50.99%。利润略低预期主要系费用投放所致，2024 年销售/管理/研发费用率分别同比+0.20/+0.35/+0.20pct。其中销售费用，公司削减销售工作费用，大幅缩减品牌宣传费用（费用投入同比-65.2%），同时增加市场推广费（费用投入同比+30.6%，主要系商超渠道打击竞品，定向爆破加大推广费用投入），我们认为费用投放有助于公司长期收入稳定增长。

展望 2025 年：目标规划完成可期，改革红利有望释放

根据公司 2025 年规划，公司预计营收增长 8%，预计毛利率 51.78%（同比+0.79pct）。我们预计 2025 年青菜头采购价格同比略有走低，成本端稳中略降背景下，我们预计费用率大幅提升概率较小，2025 年公司目标规划完成可期。

风险提示：宏观经济波动风险、市场拓展及竞争风险、原料价格波动风险等。

【汽车：华阳集团(002906.SZ)】2024 全年业绩创新高，供需共振未来业绩可期——公司信息更新报告-20250401

赵旭杨（分析师）证书编号：S0790523090002 | 王镇涛（联系人）证书编号：S0790124070021

完美承接汽车智能化需求，营业收入和净利润实现双高增长

2024 年公司实现营业收入 101.58 亿元，同比增长 42.33%，实现归母净利润 6.51 亿元，同比增长 40.13%，公司顺应汽车智能化浪潮实现快速成长，营收规模首次突破百亿，归母净利润创历史新高，彰显强劲实力。我们上调公司 2025-2026 年业绩预测，并新增 2027 年业绩预测，预计 2025-2027 年归母净利润 9.78 (+3.27)/12.58 (+4.05)/16.06 亿元，对应 EPS 分别为 1.86 (+0.62)/2.40 (+0.77)/3.06 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 19.0/14.7/11.5 倍，维持“买入”评级。

汽车电子业务高增，智能座舱平台型零部件公司可期

主营业务双轮驱动，汽车电子、精密压铸业务分别实现营收 76.03/20.65 亿元，同比增长 57.55%/24.39%，其中 HUD、车载手机无线充电、座舱域控产品出货量超 100/400/30 万套，精密运动机构、数字声学、数字钥匙、电子后视镜等新产品也配套热销车型实现收入快速增长，多款产品市场份额提升迅速。盈利端，公司总体毛利率/净利率分别为 20.69/6.47%，同比-1.67/-0.12pct，部分受会计政策变更影响，0.71 亿元质保费用重分类至成本。费用端，公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.57%/2.05%/7.52%/0.29%，同比-1.24pct/-0.33pct/-0.96pct/+0.31pct，整体费用率同比变动-2.22pct，内部费用控制能力进一步增强。

客户、订单持续开拓，产能配套建设加速，未来业绩有望持续兑现

公司客户开拓顺利，汽车电子新突破大众汽车集团、上汽奥迪，多类产品获得 Stellantis 集团、小鹏、理想、小米等客户新项目；精密压铸业务获得采埃孚等客户新项目。报告期内公司投入 8.31 亿元用于研发，已量产 5.1 寸 SR-HUD、2025 年量产 VPD、推出基于高通芯片的舱泊一体/舱驾一体域控，产品加速迭代、品类不断丰富，使公司能够更全面响应客户需求，巩固市场优势地位。公司不断扩充产能，惠州新建厂房、浙江长兴零部件生产基地已投产，华阳通用新成立重庆、上海子公司，华阳多媒体成立芜湖、西安子公司，满足业务需求；此外公司设立泰国、墨西哥子公司，加码海外布局。供需共振之下，公司未来业绩可期。

风险提示：产品研发不及预期、行业竞争激烈、下游需求不及预期。

【计算机：中控技术(688777.SH)】业绩平稳增长，工业 AI+机器人蓝海可期——公司信息更新报告-20250401

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 李海强（分析师）证书编号：S0790524070003

流程工业智能制造龙头，维持“买入”评级

考虑到公司加码研发，我们下调原有 2025-2026 并新增 2027 盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 12.92、15.08、17.69（2025-2026 原值为 15.46、18.75）亿元，EPS 为 1.63、1.91、2.24（2025-2026 原值为 1.96、2.37）元/股，当前股价对应 PE 为 32.5、27.8、23.7 倍，公司为流程工业智能制造领域龙头，有望受益设备更新政策和出海机遇，工业 AI 打开长期增长空间，维持“买入”评级。

事件：公司发布 2024 年报，业绩稳健增长

2024 年公司实现营业收入 91.39 亿元，同比增长 6.02%；实现归母净利润 11.17 亿元，同比增长 1.38%；剔除 GDR 汇兑损益后，实现归母净利润 10.12 亿元，同比增长 20.26%。

剔除 GDR 汇兑损益归母净利润快速增长，盈利能力提升

公司收入保持平稳增长，（1）优势行业石化、化工需求保持稳健增长，同时公司石化、化工领域 DCS 市占率进一步提升，带动石化行业收入增长 10.59%，化工行业收入增长 5.89%；（2）全新挖掘油气、白酒等重点新兴行业需求，油气行业收入增长 47.84%，制药食品行业收入增长 17.38%；（3）海外市场拓展卓有成效，2024 年海外收入 7.49 亿元，同比增长 118.27%。同时公司运营管理能力不断深化，盈利能力提升，毛利率为 33.86%，同比提升 0.67 个百分点，管理费用率为 4.51%，同比下降 0.71 个百分点，销售费用率为 8.69%，同比下降 0.46 个百分点。

工业 AI 前景光明，机器人业务持续突破

2024 年公司发布全球首款 UCS 通用控制系统和 TPT 时序工业大模型，UCS 已在兴发集团、荣盛金塘新材料等 10 余家客户实施应用，时间序列大模型 TPT 在万华集团、中石化镇海炼化等 40 余家客户取得突破性应用，成功签约 622 家会员订阅客户，实现会员订阅制业务从无到有、再到亿级的重大突破。公司正式建立机器人产品业务体系，发布以“AI+平台+安全巡检”、供应链物流、协作机器人装备为核心的流程工业机器人解决方案“Plantbot”，机器人业务实现收入 5601.09 万元，新签订单 1.67 亿元。

风险提示：智能制造不及预期；海外拓展不及预期；公司研发不及预期风险。

【医药：海吉亚医疗(06078.HK)】2024 年业绩有所波动，门诊服务快速增长——港股公司信息更新报告-20250401

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 阮帅（分析师）证书编号：S0790524040007

2024 年业绩有所波动，门诊服务快速增长

2024 年公司实现营收 44.46 亿元（同比+9.1%，下文都是同比口径），净利润 5.98 亿元（-12.6%），经调整净利润 6.02 亿元（-15.60%），毛利率 29.9%（-1.6pct），净利率 13.5%。受金融资产减值影响，2024 年公司净利润有

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

所波动。考虑政策环境影响，我们下调 2025-2026 年的盈利预测（原预测为 11.04/13.43 亿元），新增 2027 年的盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 6.97/7.79/8.62 亿元，当前股价对应 PE 为 12.3/11.0/10.0 倍，维持“买入”评级。

2024 年公司门诊业务高速增长，肿瘤业务占比持续提升

2024 年，公司医院业务实现营收 43.2 亿元（+11.1%），毛利 12.78 亿元（+8.4%），毛利率为 29.57%（-0.74pct），其中，门诊服务收入 16.33 亿元（+20.8%），住院服务收入 26.9 亿元（+5.9%）。2024 年公司肿瘤相关业务实现收入 19.63 亿元（+10.4%），占总收入比例 44.15%（+0.54pct）。2024 年公司就诊人次 452.6 万人次（+23.8%），手术例数 9.7 万例（+15.8%），手术收入同比增长 21.2%，三、四级手术及介入手术占比稳步提升。2024 年公司新增国家级胸痛中心 1 个，新增省市级重点专科（项目）6 个；医疗人才队伍持续壮大，现有享受国务院政府特殊津贴专家和各级专科学会主委和副主委等高层次人才 86 人次，高级职称医疗人才 1236 人（+4%）。

新建医院及现有医院二期项目稳步推进

（1）自建医院方面，德州海吉亚医院已于 2024 年通过三级综合医院验收并正式启用，计划设置床位 1000 张。无锡海吉亚医院项目计划于 2025 年完成验收并开业，规划设置床位 800 至 1000 张，三级医院规模建制。常熟海吉亚医院项目建设稳步推进中，计划 2026 年通过验收并开业，规划设置床位 800 至 1200 张，三级医院规模建制。

（2）现有医院扩建方面，开远解化医院二期项目规划建筑面积约 1.5 万平方米，计划新增床位约 500 张，目前正在内部装修中。长安医院三期项目、贺州广济医院二期项目和苏州永鼎医院二期项目已启动筹备，在建医院及现有医院二期项目扩建全部投用后床位规模将突破 1.6 万张。（3）外延医院赋能方面，长安医院新增陕西省临床重点专科建设项目 1 个，胸痛中心被确定为国家标准化胸痛中心示范中心，新引进 9 位高级职称的学科带头人和 19 名高级职称的专家，宜兴海吉亚医院新增重症医学科、医疗美容中心等科室，开展新技术新项目 19 项。

风险提示：政策变动的风险、市场竞争加剧的风险、新建医院住院爬坡不及预期的风险。

【家电：海尔智家(600690.SH)】经营利润稳健增长，分红比例提升至近一半——公司信息更新报告-20250401

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

经营利润稳健增长，分红比例提升至近一半，维持“买入”评级

2024 年公司实现营收 2859.8 亿（同比+4.3%，下同），归母净利润 187.4 亿（+12.9%），扣非归母净利润 178 亿（+12.5%）。单季度看，公司实现营收 830.1 亿元（+9.9%），归母净利润 35.9 亿（+4.0%），扣非归母净利润 31.2 亿（+0.5%）。公司经营利润稳健增长，2024 年分红比例提升至 48.01%，2025 年推出 10-20 亿人民币回购方案，2025-2026 年分红比例或超 50%，充分回馈股东。考虑欧洲并购、整合一次性支出及财务费用扰动，我们下调 2025-2026 年、新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 210.89/236.83/259.48 亿元（2025-2026 年原值为 216.2/241.9 亿元），对应 EPS 分别为 2.25/2.52/2.77 元，当前股价对应 PE 为 12.2/10.8/9.9 倍，公司海内外提质增效趋势向好，维持“买入”评级不变。

国补拉动卡萨帝快速增长，海外新兴市场仍有较大增量，关税影响预计有限

分地区来看，（1）国内：2024 年国内收入 1416.8 亿元（+13.7%），占比 49.8%，冰箱冷柜/厨电/洗衣机/智慧楼宇份额持续提升，国补对高端化拉动显著，2024Q4 家电整体业务/卡萨帝收入同比分别增长 10%/超 30%。（2）海外：2024 年公司海外收入 1429 亿元（+5.3%），其中美洲/澳洲/南亚/欧洲/东南亚/中东非/日本收入分别同比 -0.3%/+8.1%/+21.1%/+12.4%/+14.8%/+38.2%/-6.5%，在澳新/南亚/市场份额持续提升。公司不断完善全球化产业链以提质增效及应对关税影响，报告期内收购开利商用制冷业务与南非热水器龙头 Kwikot，持续推进埃及、泰国等全球供应链布局，同时将继续执行包括数字化转型、提价、产地规划调整、供应商协商等措施，预计能够有效应对关税风险。分产品看，2024 年公司空调/电冰箱/厨电/水家电/洗衣机收入分别同比+7%/+2%/-1%/+5%/+3%，空

调增长亮眼。从品牌端看，2024 年卡萨帝零售额增幅 12%，三翼鸟实现成套销售占比 57%，持续引领高端升级；Leader 品牌零售额同比+26%，有效补足下沉渠道影响力。

财务费用及一次性费用支出下四季度利润有所扰动，2025 年轻装上阵

2024Q4 毛利率 20.3% (-13.7pct，主系会计准则变更，还原后同比提升超 1pct)，期间费用率 15.1% (-13.4pct)，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别-13.0pct/-0.1pct/-0.3pct/持平。综合影响下净利率为 5.0% (-0.5pct)，归母净利率为 4.3% (-1.2pct)，扣非净利率为 3.8% (-1.2pct)。归母净利润受影响主系海外高利率致利息费用增加、汇率波动导致汇兑损失增加、CCR 并表剥离、欧洲白电重组费用等一次性因素，单季度影响约 0.5pct。公司持续通过 AI+数字化进行降本增效，海外改革进入深水区，关税影响预计有限，盈利能力有望回归上升通道。

风险提示：降费提效不达预期；高端市场需求不达预期；海外行业竞争加剧。

【家电：美的集团(000333.SZ)】分红比例超预期，2024 年业绩完美收官——公司信息更新报告-20250401

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

分红比例超预期，2024 年业绩完美收官，维持“买入”评级

2024 年公司实现营业收入 4071.5 亿 (+同比 9.4%，下同)，归母净利润 385.4 亿 (+14.3%)。扣非归母净利润 357.4 亿 (+8.4%)。单季度看，2024Q4 公司实现营业收入 881.7 亿 (+9.0%)，归母净利润 68.4 亿 (+13.9%)，扣非归母净利润 53.6 亿 (-12.5%)。2024 年公司分红比例 69.3%，同时推出 50-100 亿元回购计划和 13.3 亿元员工持股计划，考核目标为 2025-2027 年 ROE 不低于 18%，2028 年不低于 17.5%，彰显发展信心。公司 C 端业务较快增长，盈利能力稳步提升，我们上调 2025-2026 年盈利预测，并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 429.34/469.81/510.04 亿 (2025-2026 年原值为 426.6/465.2 亿)，对应 EPS 分别为 5.60/6.13/6.66 元，当前股价对应 PE 为 14.0/12.8/11.8 倍，维持“买入”评级。

智能家居海外业务拉动公司稳健增长，库卡中国收入&订单均实现正增长

分产品看，2024 年公司智能家居业务收入 2695.32 亿元 (+9.41%)，预计外销双位数增长，冰洗贡献显著；商业及工业解决方案收入 1044.96 亿元 (+6.87%)，其中：(1) 新能源与工业技术收入 336.10 亿元 (+20.58%)，工业自动化领域谐波减速机具备 8 万台/年制造能力；(2) 智能建筑科技收入 284.70 亿元 (+9.86%)；(3) 机器人与自动化收入 287.01 亿元 (-7.58%)，库卡工业机器人国内市场销量份额稳步提升至 8.2% 左右，库卡中国在 2024 年实现销售收入和订单规模双增长，移动机器人的海外收入占比已超 50%。分地区看，2024 国内业务实现营收 2381 亿元 (+7.7%)，海外业务实现营收 1690 元 (+12.0%)，其中 OBM 业务在海外家电业务中占比已达 43%，美的系产品在东南亚、中东多国销售引领。分品牌看，2024 年 COLMO、TOSHIBA 双高端品牌零售额同比提升超 45%。

2024Q4 盈利能力继续保持稳健提升，费率端持续优化

2024Q4 毛利率 25.2% (-3.6pct)，2024Q4 期间费用率 18.3% (-2.2pct)，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别-3.2/-0.4/-0.2/+1.6pct，毛销差同比-0.5pct，预计主系销售返利增加所致，但管理及研发费率均有所优化，财务费用上升系汇率波动影响，但公司积极采取套保动作，投资收益/公允价值变动损益同比分别正向影响净利率 0.8/1.5pct。2024Q4 净利率为 7.5% (+0.7pct)，归母净利率为 7.8% (+0.3pct)，扣非归母净利率为 6.1% (-1.5pct)，非经常性损益中主系其他收益（主要是进项税加计扣除）及投资净收益影响，公司盈利能力整体稳步提升。

风险提示：需求下滑风险；原材料价格风险；海外自有品牌业务开拓不及预期。

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