

万联晨会

2025 年 04 月 01 日 星期二

概览

核心观点

【市场回顾】
周一 A 股三大股指集体收跌，上证指数下跌 0.46%，报 3335.75 点；深证成指下跌 0.97%，报 10,504.33 点；创业板指下跌 1.15%，报 2103.70 点。A 股两市全天成交额 12,213.00 亿元人民币，南向资金净买入 29.14 亿港元。A 股两市个股普遍下跌，超 3800 只个股下跌。申万行业方面，通信、家用电器及银行行业领涨，电力设备、国防军工行业跌幅居前；概念板块方面，中国 AI50、EDR 概念指数涨幅居前，芬太尼、海南自贸区概念指数跌幅居前。恒生指数下跌 1.31%，恒生科技指数下跌 2.03%；美国三大股指涨跌不一，道指上涨 1.00%，报 42,001.76 点，标普 500 指数上涨 0.55%，报 5611.85 点，纳指下跌 0.14%，报 17,299.29 点。欧洲股市及亚太主要股指普遍下跌。

【重要新闻】
【3 月制造业采购经理指数（PMI）公布】3 月份，制造业采购经理指数（PMI）为 50.5%，比上月上升 0.3 个百分点，制造业景气水平继续回升；3 月份，非制造业商务活动指数为 50.8%，比上月上升 0.4 个百分点，非制造业扩张步伐有所加快；3 月份，综合 PMI 产出指数为 51.4%，比上月上升 0.3 个百分点，表明我国企业生产经营活动总体扩张加快。

研报精选

- 2024 年年报业绩有望回暖
- 智谱发布 AI Agent AutoGLM 沉思，将迎来智谱“开源年”
- vivo 正式进军机器人行业，聚焦家庭与个人场景
- 四家大型银行 5200 亿元注资简析
- 营收和归母净利润均保持正增长
- 高档啤酒销量增速亮眼，盈利能力明显提升

国内市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,335.75	-0.46%
深证成指	10,504.33	-0.97%
沪深 300	3,887.31	-0.71%
科创 50	1,022.71	-0.66%
创业板指	2,103.70	-1.15%
上证 50	2,665.63	-0.53%
上证 180	8,509.18	-0.69%
上证基金	6,942.70	-0.74%
国债指数	222.89	-0.00%

国际市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	42,001.76	1.00%
S&P500	5,611.85	0.55%
纳斯达克	17,299.29	-0.14%
日经 225	35,617.56	-4.05%
恒生指数	23,119.58	-1.31%
美元指数	104.21	0.16%

主持人： 潘云娇
Email: panyj@wlzq.com.cn

核心观点

【市场回顾】

周一 A 股三大股指集体收跌，上证指数下跌 0.46%，报 3335.75 点；深证成指下跌 0.97%，报 10,504.33 点；创业板指下跌 1.15%，报 2103.70 点。A 股两市全天成交额 12,213.00 亿元人民币，南向资金净买入 29.14 亿港元。A 股两市个股普遍下跌，超 3800 只个股下跌。申万行业方面，通信、家用电器及银行行业领涨，电力设备、国防军工行业跌幅居前；概念板块方面，中国 AI50、EDR 概念指数涨幅居前，芬太尼、海南自贸区概念指数跌幅居前。恒生指数下跌 1.31%，恒生科技指数下跌 2.03%；美国三大股指涨跌不一，道指上涨 1.00%，报 42,001.76 点，标普 500 指数上涨 0.55%，报 5611.85 点，纳指下跌 0.14%，报 17,299.29 点。欧洲股市及亚太主要股指普遍下跌。

【重要新闻】

【3 月制造业采购经理指数（PMI）公布】3 月份，制造业采购经理指数（PMI）为 50.5%，比上月上升 0.3 个百分点，制造业景气水平继续回升；3 月份，非制造业商务活动指数为 50.8%，比上月上升 0.4 个百分点，非制造业扩张步伐有所加快；3 月份，综合 PMI 产出指数为 51.4%，比上月上升 0.3 个百分点，表明我国企业生产经营活动总体扩张加快。

分析师 潘云娇 执业证书编号 S0270522020001

研报精选

2024 年年报业绩有望回暖

——策略快评报告

投资要点：

已披露年报的 A 股上市公司业绩向好：截至 3 月 27 日，5405 家 A 股上市公司中有 1601 家企业披露了 2024 年年报，占比 29.6%。已披露年报的上市公司合计实现营业收入 280,664.72 亿元，同比增长 1.80%。合计实现归母净利润 28,098.85 亿元，同比增长 10.63%。其中，有 187 家上市公司实现归母净利润 50%以上的同比增长，76 家上市公司归母净利润同比增长超过 100%。有 658 家 A 股上市公司实现营业收入和归母净利润的同比正增长。

截至 3 月 27 日，已披露年报的上市公司中，以整体法统计，2024 年归母净利润同比增速较高的行业有非银金融、交通运输、汽车、电子行业等。从已披露年报情况看，上市公司业绩呈现改善势头，盈利能力有所回升。

龙头业绩稳健增长，盈利能力较强：截至 3 月 27 日，总市值超千亿元的 A 股上市公司有 73 家已披露 2024 年年报，合计实现归母净利润 22,664.38 亿元，同比增长约 16%，较已披露年报的 A 股公司整体归母净利润增速高 5.37pct，显示头部企业盈利能力较强。

政策推动上市公司强化投资者回报，预计 2024 年年报分红水平将提高：截至 3 月 28 日，在披露 2024 年报后有 741 家上市公司宣布实施分红，宣告现金分红总额为 9064.62 亿元。其中有 19 家 A 股上市公司年报分红金额超百亿元。

投资建议：从已披露年报情况看，上市公司业绩呈现改善势头，盈利能力有所回升。龙头公司盈利能力较强，业绩稳健增长。在实现业绩增长的同时，预计上市公司将加大分红力度，积极回报投资者。建议关注：（1）业绩稳定、盈利能力强、股息率较高的蓝筹股。

（2）“两新两重”政策发力下，机械设备、大消费产业链企业龙头有望受益。（3）新质生产力发展加快，AI 浪潮下电子、通信行业景气度回升。关注科技成长板块中取得技术突

破、需求预期扩张的细分领域。(4)系列政策出台加力支持资本市场发展，非银公司投资收益与业务需求回暖共振有望带动业绩修复。同时可关注行业并购重组机会。

风险因素：企业盈利不及预期；市场环境发生重大变化；数据统计偏差。

分析师 宫慧菁 执业证书编号 S0270524010001

智谱发布 AI Agent AutoGLM 沉思，将迎来智谱“开源年”

——计算机行业快评报告

事件：

2025年3月31日，智谱在中关村论坛上正式发布 AutoGLM 沉思，据介绍这是首个集深度研究与实际操作能力于一体的 Agent。目前，AutoGLM 沉思在智谱清言 PC 客户端上线，用户可免费体验其研究能力和操作能力。此次发布的为 preview 版本，核心支持 research 场景；沉思功能，目前已经正式上线智谱清言网页端、PC 端和手机 App，免费、不限量地开放给大家。这也是国内首个正式开放的 DeepResearch 功能。

投资要点：

AutoGLM 沉思推动 AI Agent 进入“边想边干”阶段，具备三个关键特性。AutoGLM 沉思是一个能探究开放式问题，并根据结果执行操作的自主智能体 (AI Agent)，不仅具备深度研究能力 (DeepResearch)，还能实现实际操作 (Operator)，实现了“边想边干”的目标。AutoGLM 沉思融合了三大能力：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。相较于其他 Agent 产品，AutoGLM 沉思有三大特点：1) 模型基于智谱的 Z1 推理模型强化学习训练，与 OpenAI 的 DeepResearch 基于 o3 模型的训练过程相似，模型可以根据不同任务目标自主规划和动态决策，从而不断地根据反馈调整计划，而不需要提前设计的工作流；2) 模型具备 GUI 阅读能力，不仅依靠调用 API，还能像人类一样打开并浏览网页，可以浏览数十个网页长达数十分钟，找全你想要的信息；3) 模型整合了智谱自研的 AutoGLM 的设备操作能力，如在报告完成后可以根据结果进一步进行发送邮件的操作。

智谱持续引领 AI Agent 创新探索，即将迎来智谱“开源年”。在过去 AI Agent 的研发探索中，智谱一直处于领先梯队，持续发布创新产品。从早前智谱清言和 GLMs 的推出，到 2024 年 10 月推出的全球首个设备操控智能体 AutoGLM，再到此前 2024 年 11 月底在 AgentOpenDay 上基于 AutoGLM 升级的面向网页、手机（安卓）和 PC 端的三个产品：AutoGLMWeb、AutoGLM（安卓端）和 GLM-PC，智谱一直引领着 AI Agent 产品的创新探索。此次推出的 AutoGLM 沉思，能够体现出智谱对 AI Agent “不仅能够思考，还能主动行动”的核心理解，推动 AI Agent 从单纯的思考者，进化为能交付结果的智能执行者。AutoGLM 沉思的技术演进路径包括：GLM-4 基座模型→GLM-Z1 推理模型→GLM-Z1-Rumination 沉思模型→AutoGLM 模型。其中，GLM-Z1-Rumination 沉思模型突破了传统 AI 单纯依赖内部知识推理的局限，创新性地结合实时联网搜索、动态工具调用、深度分析和自我验证，形成完整的自主研究流程；AutoGLM 系列模型也再次取得重要进展，在斯坦福大模型中心《AI 指数 2024》选定的智能体基准评测 AgentBench 上，在 5 个测试环境中取得了 SOTA 的成绩。智谱计划于 4 月 14 日正式开源其中核心链路的模型和技术，以推动行业生态发展。

投资建议：智谱此次全新发布的 AI Agent 产品 AutoGLM 沉思有望推动 AI Agent 产品的技术进步以及在端侧应用进一步升级。同时，智谱计划正式开源其核心链路的模型和技术，将助力 AI Agent 行业整体的生态构建和 AI 应用的加速落地。建议关注：1) AI Agent 产品的创新研发和加速落地；2) AI Agent 在端侧的应用升级；3) AI Agent 产品加速应用场景落地对算力需求的提振。

风险因素：中美科技摩擦；国产 AI 大模型竞争力不及预期；AI Agent 应用落地不及预期；AI 产业技术发展和算力需求不及预期。

分析师 夏清莹 执业证书编号 S0270520050001

vivo 正式进军机器人行业，聚焦家庭与个人场景 ——机器人行业快评报告

行业事件：

近日，在博鳌亚洲论坛 2025 年年会现场，vivo 宣布成立“vivo 机器人实验室”，正式进军机器人行业。

投资要点：

vivo 明确聚焦家庭与个人场景，涵盖养老、医疗健康、教育等服务领域，而非工业或特种机器人。vivo 的目标是通过渐进式技术突破，降低家用机器人商业化门槛，未来能覆盖健康监测（如跌倒预警）、家务协助、情感陪伴等功能。这一布局契合中国老龄化社会趋势，同时规避了工业机器人市场的巨头竞争，体现了对用户痛点的精准洞察。

vivo 明确将研发重点放在机器人的智能中枢（AI 大模型驱动的决策能力）和感知系统（影像与混合现实技术），而非硬件全身（如机械臂、腿部结构）。此举既避开了当前机器人行业在机械结构上的激烈竞争，又充分利用了其在智能手机领域积累的 AI 算法、影像芯片、传感器技术等优势，这一策略类似其在手机产业链中的角色，通过标准化推动成本下降。vivo 机器人实验室的核心目标是通过“大脑”和“眼睛”两大模块定义未来机器人的智能化能力：

大脑：依托自研的蓝心大模型，强化 AI 决策与交互能力，实现机器人的自主感知与任务执行。

眼睛：结合影像技术与混合现实头显的空间感知能力，提升机器人对物理环境的理解。vivo 的影像芯片（如 V 系列）、计算摄影算法及 MR 设备的实时空间计算技术，将帮助机器人实现“从清晰成像到场景理解”的跨越。

vivo 的入局为机器人行业注入了新的技术路径与生态资源，但其商业化落地仍需时间验证。现有家用机器人（如扫地机、送餐机器人）多为单一功能设备，而 vivo 提出的“多场景服务”需突破通用性与自主决策难题。未来随着原型机推出与供应链成熟，vivo 或将成为消费级机器人赛道的关键参与者。

投资建议：人形机器人产业正处于技术突破与商业化落地的关键节点，政策支持、入局者不断增加及 AI 大模型赋能共同推动行业加速发展。2025 年有望迎来人形机器人商业化量产元年，人形机器人量产并实现大规模应用迎来曙光，未来工业场景的规模化应用与家庭场景的渐进渗透将成为两大主线，商业化落地可期。目前，成本仍是制约人形机器人大规模普及应用的重要因素之一，建议关注受益于人形机器人大规模应用的国产零部件优质企业。

风险因素：人形机器人进展不及预期风险、下游需求不及预期风险、市场竞争加剧风险。

分析师 蔡梓林 执业证书编号 S0270524040001

四家大型银行 5200 亿元注资简析 ——银行行业快评报告

事件：

四家大型银行（建设银行、中国银行、邮储银行和交通银行）公布定增方案。

投资要点：

融资规模符合预期：按照建设银行、中国银行、邮储银行和交通银行的排序，分别注资 1050 亿元、1650 亿元、1300 亿元和 1200 亿元，募集资金共计 5200 亿元。其中，财政部注资 5000 亿元，邮储银行股东中国移动和中国船舶分别为其注资 78.54 亿元和 45.66 亿元，交通银行股东中国烟草及其子公司为其注资 75.8 亿元。

注资对相关经营指标的影响：按照建设银行、中国银行、邮储银行和交通银行的排序，发行价格对最新股价的溢价率分别为 8.8%、10%、21.5%和 18.3%；对当前股本的摊薄比例分别为（2024 年末）4.5%、9.3%、20.7%和 18.6%；定增后核心一级资本充足率提升比例分别为 0.48%、0.86%、1.51%和 1.27%，分别达到 15%、13.1%、11.1%和 11.5%；定增后股息率分别为 4.53%、4.03%、4.17%和 4.34%。

短期存在摊薄影响，预计定增或在年度分红后落地：短期看，考虑到当前个股的估值差距，定增发行价格的溢价率有一定的差别，摊薄的影响也有不同。不过，中长期看，我们认为对国有大型银行的注资有助于保持规模增长的稳定性、提高对于银行体系对风险的抵御能力。考虑后续定增流程的推动，预计各家银行的定增或在年度分红后落地。

投资建议：银行业整体经营数据显示规模扩张放缓，资产质量整体保持稳健，拨备覆盖率略有提升。结合政府工作报告的表述，我们认为财政投放节奏大概率还是会加速。未来仍需观察财政发力是否能进一步拉动内生需求的回暖。由于今年财政靠前发力，我们预计 3-4 月仍是重要观察窗口。综合考虑，财政政策发力仍然利好宏观经济的短期回暖，叠加新一轮地方政府的债务置换缓解地方债务风险，银行板块整体资产质量预期也随之有望改善，并维持板块估值的稳定。综合考虑银行股当前的股息率以及估值水平，以及市场资金结构。我们认为短期板块防御属性仍然较为明显。

风险因素：宏观经济下行，企业偿债能力超预期下降，对银行的资产质量造成较大影响；宽松的货币政策对银行的净息差产生负面影响；监管政策持续收紧也会对行业产生一定的影响。

分析师 郭懿 执业证书编号 S0270518040001

营收和归母净利润均保持正增长

——兴业银行（601166）点评报告

报告关键要素：

兴业银行发布 2024 年业绩报告。

投资要点：

2024 年分红率同比上升 0.5%：兴业银行 2024 年营收同比增速 0.66%，归母净利润同比增速 0.12%。2024 年每股派息 1.06 元，分红率达到 28.5%，较 2023 年同比上升 0.5%。按照 3 月 28 日收盘价测算的股息率约为 4.9%。

总资产同比增速 3.4%，贷款同比增速 5.2%：截至 2024 年末，兴业银行总资产同比增速 3.4%，其中，贷款同比增速 5.2%，金融投资同比增速 3.6%。风险加权资产同比增速 7.33%。核心一级资本充足率 9.75%，较年初仅下降 1BP。

资产质量相关指标环比变动不大：截至 2024 年末，不良率 1.07%，同比持平于 2023 年末，较 2024.3Q 末，环比下降 1BP。其中，对公房地产不良率为 3.89%，较上年末上升 0.85 个百分点，主要是加强对存量项目的风险评估，对公房地产融资的拨备计提比例为 4.99%；地方政府融资平台债务余额不良率 3.91%，较上年末上升 1.39 个百分点。融资平台债务不良新增趋势放缓。关注率 1.71%，同比上升 16BP，环比 2024.3Q 末下行 6BP。拨备覆盖率 237.78%，同比下降 7.43 个百分点，环比上升 4.24 个百分点。前瞻指标，不良新生成率下行。

盈利预测与投资建议：公司营收和归母净利润均维持正增长，存款成本明显改善，规模扩张保持稳健。我们小幅下调了 2025-2026 年的盈利预测，我们预计 2025-2027 年归母

净利润分别为 779 亿元、786 亿元和 794 亿元，对应的同比增速分别为 0.96%、0.8%和 1%。按照兴业银行 A 股 3 月 28 日收盘价 21.53 元，对应 2025-2027 年 PB 估值分别为 0.55 倍、0.51 倍、0.48 倍，维持增持评级。

风险因素：银行业整体受宏观经济、货币政策以及监管政策的影响较大，经济以及相关政策的变动，都将对银行的经营产生重要影响。包括净息差的变动、资产质量预期等。

分析师 郭懿 执业证书编号 S0270518040001

高档啤酒销量增速亮眼，盈利能力明显提升 ——珠江啤酒（002461）点评报告

报告关键要素：

3 月 27 日，公司发布 2024 年年度报告。报告显示，公司 2024 年度实现营业收入 57.31 亿元（YoY+6.56%），实现归母净利润 8.10 亿元（YoY+29.95%），实现扣非归母净利润 7.62 亿元（YoY+36.79%），公司业绩表现符合此前预期。

投资要点：

毛利率、净利率均有明显提升，研发费用率、财务费用率略有增加，销售费用率、管理费用率略有下滑。2024 年度公司毛利率为 46.30%，同比+3.48pcts；2024 公司净利率为 14.50%，同比+2.53pcts，毛利率和净利率提升明显，我们判断主要原因是原料成本下降以及产品结构升级所致。2024 公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别 14.89%/7.42%/3.13%/-2.87%，同比-0.31pcts/-0.01pcts/+0.32pcts/+0.52pcts，整体期间费用率略有提升。

商超、电商渠道发力，高档产品表现亮眼，华南地区表现好于其他地区。按渠道分类，公司 2024 普通/商超/夜场/电商营收分别为 51.55 亿元/1.98 亿元/0.88 亿元/0.71 亿元，同比+6.00%/+46.71%/-4.72%/+20.51%，占比分别为 96.30%/3.70%/1.64%/1.32%，普通渠道为主渠道，商超和电商渠道营收增速较快。按产品分类，公司高端产品主要为纯生啤酒、雪堡啤酒，中档产品主要为零度啤酒，大众化产品主要为传统啤酒等。2024 高档/中档/大众化产品营收分别为 39.04 亿元/12.39 亿元/3.68 亿元，同比+13.97%/-11.41%/+13.48%，占比分别为 70.84%/22.48%/6.68%，高档产品占比最高且增速第一。2024 公司实现啤酒销量 143.96 万吨，同比增长 2.62%，其中高档啤酒销量同比增长 13.96%，啤酒吨价为 3828.47 元/吨，同比增长 4.31%。按地区分类，2024 公司在华南地区/其他地区分别实现营收 54.91 亿元/2.40 亿元，同比+7.45%/-10.37%，占比分别为 95.81%/4.19%，华南地区为公司主要辐射地。2024 经销商净减少 98 家，其中广东地区净减少 114 家。

丰富产品矩阵规模，产品力持续增强。公司围绕着“啤酒+”突破品牌边界，和体育、音乐、美食元素相融合，积极举办了珠江啤酒·音乐节、联动了体育赛事和啤酒节等活动。公司积极推进“珠江啤酒+珠江琶醍”的文旅双品牌建设，在园区内引入 12 个优品牌，例如粤港澳大湾区文化体育艺术品牌等。公司持续研发新产品，把握高端化、数智化趋势，推进柔性生产技术改造升级，推出新产品珠江 P9、珠江啤酒 1985 等。其中“珠江啤酒-南越虎尊”获 2023 年度粤酒新锐产品奖。

盈利预测与投资建议：当前公司高端化持续进行，有望通过释放高档产品利润维持稳健增长，且 2024 年原材料成本下降红利有望延续到 2025 年，提升公司盈利能力，带动公司净利润保持提升。我们根据最新数据调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 8.96/9.67/10.59 亿元（更新前为 2025-2026 年归母净利润为 9.02/9.70 亿元），同比增长 10.60%/7.95%/9.46%，对应 EPS 为 0.40/0.44/0.48 元/股，3 月 28 日收盘价对应 PE 为 25/23/21 倍，维持“增持”评级。

风险因素：市场变动风险，原材料供应及价格波动风险，行业竞争风险，食品安全风险。

分析师 陈雯 执业证书编号 S0270519060001

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告由万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本晨会纪要仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本晨会纪要是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本晨会纪要所载资料、意见及推测不一致的研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本晨会纪要中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本晨会纪要所载的资料、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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本晨会纪要中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本晨会纪要中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本晨会纪要主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为万联证券股份有限公司研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经我方许可而引用、刊发或转载本报告的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心

广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场