

晨会纪要

数据日期: 2025-03-31	上证综指	深证成指	沪深300指数	中小板综指	创业板综指	科创50
收盘指数(点)	3335.74	10504.33	3887.30	11458.96	2864.59	1022.71
涨跌幅度(%)	-0.46	-0.97	-0.71	-1.22	-1.05	-0.65
成交额(亿元)	5314.75	6900.54	2684.80	2313.02	3213.30	926.02

晨会主题

【常规内容】

宏观与策略

固定收益快评: 可交换私募债跟踪 - 私募EB每周跟踪 (20250324-20250328)

固定收益周报: 转债市场周报-资金风险偏好收敛, 关注业绩有支撑的品种

行业与公司

传媒互联网周报: GPT-4o 原生图像功能火爆出圈, 多模态应用持续落地
互联网行业 2025 年 4 月投资策略: 海内外科技厂商大模型快速更新, 央企持续深化 “AI+” 行动

机械行业周报: 制造成长周报 (第 7 期) - 智元机器人召开首次供应商大会, 英伟达发布全球首个开源通用大模型

公用环保行业周报: 公用环保 202503 第 5 期-新奥股份拟私有化新奥能源, 电煤价格持续探底

汽车行业快评: 低空经济点评-亿航智能运营合格证落地, 低空经济从试点迈向商业化运营阶段

房地产行业 2025 年 4 月投资策略: 基本面趋稳, 布局地产板块

光大环境 (00257.HK) 财报点评: 建造收入、减值拖累业绩, 派息比率 41.8% 创历史新高

华电国际 (600027.SH) 财报点评: 盈利持续改善, 项目建设、资产注入有序推进

龙源电力 (001289.SZ) 财报点评: 新能源持续发展, 分红比例进一步提升

南网能源 (003035.SZ) 财报点评: 生物质业务减值拖累业绩增长, 业务结构转型推进

海南机场 (600515.SH) 公司快评: 2024 年业绩预计承压, 大股东增持显示中线信心

九毛九 (09922.HK) 海外公司财报点评: 2024 年经营承压, 期待关店固本后的业绩回升

三花智控 (002050.SZ) 财报点评: 三花智控 (002050.SZ) - 2024 年净利润小幅提升, 机器人零部件性能持续优化

南钢股份 (600282.SH) 财报点评: 南钢股份 (600282.SH) - 盈利能力稳健, 延续高比例分红

赤峰黄金 (600988.SH) 财报点评: 赤峰黄金 (600988.SH) 年报点评: 降本控费效果明显, 量价齐增兑现高利润弹性

金力永磁 (300748.SZ) 财报点评: 金力永磁 (300748.SZ) - 业绩阶段性承

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

主要市场指数

04月01日

	收盘指数	涨跌幅%
道琼斯	33597.92	0
纳斯达克	10961.46	-0.48
S&P500	3801.78	-0.44
法国 CAC40	6000.24	-0.72
德国 DAX	14261.19	-0.57
日经 225	27574.43	-0.4
恒生	23119.58	-1.31

基金指数

04月01日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3228.10	-0.01
股票基金指数	10124.00	-0.54
混合基金指数	9427.36	-0.59

汇率

04月01日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.08	-0.12
美元兑人民币	7.22	-0.13
美元兑港币	7.78	0.02
美元兑日元	149.97	0.09

非流通股解禁

04月01日

名称	解禁数量 (万股)	流通股增加%	解禁日期
星华反光	3856.49	100.00	2025-03-31
匠心家居	6000.00	100.00	2025-03-13
长安汽车	2590.64	45.92	2025-03-05
山水比德	2525.00	100.00	2025-02-13
霍普股份	2880.00	100.00	2025-01-28
浙版传媒	180000.02	100.00	2025-01-23
洪兴股份	6497.49	100.00	2025-01-22
云南旅游	6857.37	100.00	2025-01-16

压，磁材产量同比增长 42%

盐湖股份(000792.SZ) 财报点评:成本优势抵御行业下行风险,4万吨项目稳步推进

驰宏锌锗(600497.SH) 财报点评:核心矿山智能化建设影响产量,清查报废资产轻装上阵,24 归母同比-14%

中信特钢(000708.SZ) 财报点评:积极调整产品结构,盈利能力稳健

邮储银行(601658.SH) 公司快评:定增充实资本,助力高质量发展

浙商银行(601916.SH) 财报点评:营收边际回暖,负债成本改善

小米集团-W(01810.HK) 海外公司财报点评:收入利润强劲,持续推动产品高端化和生态协同

金蝶国际(00268.HK) 海外公司财报点评:云订阅 ARR 同比增长 20%,加快 AI 功能迭代与行业落地

深信服(300454.SZ) 财报点评:合同负债增长超 20%,AIGC 和一朵云迎智算增长动能

万达电影(002739.SZ) 深度报告:供给修复带动行业向上,内容渠道有望共同驱动成长

南方航空(600029.SH) 财报点评:全年业绩同比减亏,供需格局持续改善

中国国航(601111.SH) 财报点评:业绩持续改善,中长期盈利弹性可期

顺丰控股(002352.SZ) 财报点评:全年归母净利破百亿,看好盈利能力继续提升的潜力

美的集团(000333.SZ) 财报点评:海外持续拉动增长,大规模回购+分红回报股东

海信家电(000921.SZ) 财报点评:海外各区域驱动增长,四季度内销回暖

海尔智家(600690.SH) 财报点评:下半年国内外收入加速增长,四季度盈利受业务整合等扰动

东方电缆(603606.SH) 财报点评:在手订单创新高,高规格海缆需求迎来拐点

三生制药(01530.HK) 海外公司财报点评:核心产品销售稳健增长,创新管线快速推进

金融工程

金融工程日报:A股震荡收跌,黄金股持续活跃、算力题材午后反弹

【常规内容】

宏观与策略

◆ 固定收益快评:可交换私募债跟踪-私募 EB 每周跟踪 (20250324-20250328)

我们定期梳理从公开渠道可获得的最新的可交换私募债（私募 EB）项目情况，对私募可交换债项目做基本要素跟踪，私募发行条款发行过程可能有更改，请以最终募集说明书为准，发行进度请与相关主承销商咨询。

本周新增项目信息如下：（部分项目因合规原因未予列示）

1. 云天化集团有限责任公司 2024 年面向专业投资者非公开发行可交换公司债券项目获交易所通过，拟发行规模为 8 亿元，正股为云南能投/国际复材（002053.SZ/301526.SZ），主承销商为红塔证券、中金公司，交易所更新日期为 2025 年 3 月 27 日；
2. 万泽集团有限公司 2025 年面向专业投资者非公开发行可交换公司债券项目获交易所受理，拟发行规模为 5 亿元，正股为万泽股份（000534.SZ），主承销商为红塔证券，交易所更新日期为 2025 年 3 月 26 日；

风险提示

项目获批进度不及预期，经济增速下滑。

证券分析师： 王艺熹（S0980522100006）、赵婧（S0980513080004）、董德志（S0980513100001）

联系人： 吴越

◆ 固定收益周报:转债市场周报-资金风险偏好收敛，关注业绩有支撑的品种

上周市场焦点（3 月 24 日-3 月 28 日）

股市方面，上周权益市场震荡调整，市场交投情绪明显降温，创新药企业绩边际改善、集采和医保谈判常态化下，医药生物板块周内表现靠前，此外消费板块走强，市场风险偏好回落下科技板块整体调整幅度较大。

债市方面，在资金面偏松、MLF 放量续作且改变招标方式、大行加大配置力度、权益市场降温等多重因素影响下，上周债市震荡走强，周五 10 年期国债收益率收于 1.81%，较前周下行 3.32bp。

转债市场方面，上周转债个券多数下跌，中证转债指数全周-0.20%，价格中位数-0.31%，我们计算的转债平价指数全周-2.83%，全市场转股溢价率与上周相比+2.39%。个券层面，回盛（生物科技概念）、永贵（连接器&新券）、润禾（有机硅）、京源（水处理&公告不强赎）转债涨幅靠前；洛凯（配电电器附件）、欧通（数据中心电源）、湘泵（已公告强赎）转债跌幅靠前。

观点及策略（3 月 31 日-4 月 3 日）

资金风险偏好收敛，关注业绩有支撑的品种：

随着特朗普关税政策和上市公司财报披露的不断推进，市场资金的风险偏好明显收敛，风格也向有业绩支撑的板块以及防御板块切换。转债方面，上周转债市场整体估值企稳，体现出较好的抗跌性，且高评级转债表现依旧好于低评级转债。

3 月以来转债供给节奏出现较为明显的变化，除发行和上市相较前两个月明显提速之外，本周新增 6 家上市公司发行转债预案，或将对因到期和强赎转债增多而持续缩量的转债市场规模起到一定补充，近期可多关注新券机会。尽管供给有所回暖，但中长期来看转债市场供需矛盾依旧存在，对转债估值形成一定支撑。

择券方面，近期需加强对转债发行人信用资质的甄别，尤其前期涨幅较大的智能驾驶、AI 应用及算力、端侧 AI、机器人等市场主线，短期或受财报披露期的扰动，但中长期看产业趋势较为明确，回调后可逢

低布局产业化落地进度更快、业绩有支撑的标的。

对于绝对收益的投资者，仍建议低价为先，布局 2025 年业绩/估值有反转可能性的低位品种，关注当前位置攻防兼备的红利资产、机构持仓低且行业存在边际变化的医药板块机会。

风险提示：海外市场动荡，存在不确定性。

证券分析师：王艺熹（S0980522100006）、赵婧（S0980513080004）、董德志（S0980513100001）

联系人：吴越

行业与公司

◆ 传媒互联网周报：GPT-4o 原生图像功能火爆出圈，多模态应用持续落地

传媒板块本周表现：行业下跌 1.89%，跑输沪深 300，跑输创业板指。本周（3.22-3.29）传媒行业下跌 1.89%，跑输沪深 300（+0.01%），跑输创业板指（-1.12%）。其中涨幅靠前的分别为读客文化、果麦文化、新华文轩、读者传媒等，跌幅靠前的分别为返利科技、浙文互联等。横向比较来看，本周传媒板块在所有板块中涨跌幅排名第 18 位。

重点关注：GPT-4o 的原生图像功能爆火，国家智慧教育平台 2.0 智能版发布。1）OpenAI GPT-4o 的原生图像功能爆火，标志着 AI 图片生成能力超过了某个阈值；2）xAI 与 X 正式合并，使得 xAI 的估值飙升至 800 亿美元；3）近日，教育部召开了国家教育数字化战略行动 2025 年的部署会，正式发布了国家智慧教育平台 2.0 智能版的上线。国家智慧教育平台 2.0 引入了多项智能化功能，包括 AI 智能学伴、AI 智能搜索、AI 视频总结等功能。

本周重要数据跟踪：《哪吒之魔童闹海》带动观影需求释放，清明档有 7 部影片即将上映。1）本周（3 月 24 日-3 月 30 日）电影票房 1.73 亿元。票房前三名分别为《哪吒之魔童闹海》（0.69 亿元，票房占比 40.2%）、《怒水西流》（0.21 亿元，票房占比 11.9%）、《制暴：无限杀机》（0.17 亿元，票房占比 10.0%）；2）综艺节目方面，《乘风 2025》、《大侦探拾光季》、《种地吧第三季》、《盒子中的猫第二季》和《半熟恋人第四季》排名居前；3）游戏方面，2025 年 2 月中国手游收入前三名分别为点点互动《Whiteout Survival》、腾讯《PUBG Mobile》和动视暴雪&腾讯《使命召唤手游》。

投资建议：持续看好 AI 应用以及高景气的 IP 谷子，从业绩确定性角度把握游戏、出版、广告媒体机会。1）GPT4o 的原生图像功能爆火、xAI 与 X 正式合并、教育部正式发布国家智慧教育平台 2.0 智能版，持续看好 AI 应端机会（具体标的见正文投资建议部分）。国漫崛起，IP 谷子产业景气度持续向上，中办/国办《提振消费专项行动》强调支持原创 IP 品牌及动漫游戏等衍生品消费，看好 IP、运营、渠道等环节，核心推荐泡泡玛特，关注产业链其他个股机会（广博股份、姚记科技等）。同时关注 VR/AR、数据要素、文化出海等泛科技主题方向主题；2）《哪吒 2》带领之下国内影视板块持续复苏，推荐渠道（万达电影等）以及内容（光线传媒、华策影视等）；游戏板块景气度底部持续改善，推荐恺英网络、巨人网络、吉比特等标的；顺周期关注经济底部向上带来的媒体端广告投放增长（分众传媒、芒果超媒等）；同时从高分红、低估值以及 AI 教育角度关注出版板块。

风险提示：监管政策风险；业绩风险；商誉及资产减值风险等。

证券分析师：张衡（S0980517060002）、陈瑶蓉（S0980523100001）

◆ 互联网行业 2025 年 4 月投资策略：海内外科技厂商大模型快速更新，央企持续深化“AI+”行动

3 月行情回顾：

人工智能动态：1）OpenAI：4o、Sora 迎来重大升级更新；2）谷歌：推出 Gemini 2.5 系列 AI 推理模型，更新 Pixel 功能；3）苹果：发布新款 Mac Studio，在 AI 模型方面表现出色；4）微软：与新加坡各部门展开持续合作；5）Meta：Meta AI 进军欧洲市场，推出 LLaMA 4 语音模型；6）腾讯：推出自研深度思考模型混元 T1；7）阿里：开源通义 QwQ-32B，推出 AI 旗舰级应用。

互联网行业动态：1) 游戏：3月国产游戏版号下发，腾讯《雪中悍刀行》等重点游戏获批；2) 金融科技：2月支付机构备付金同比上涨1%；3) 电商：天猫发布2025年经营策略，拼多多上线电话视频功能；4) 本地生活：京东外卖订单突破100万，全职骑手超过1万人；5) 短视频：腾讯QQ调整短视频业务。

4月投资策略：全年维度，我们认为25年产业趋势将成为国内互联网巨头，重要股价驱动因素，核心看AI和消费方向的变化。伴随着Deepseek开源模型推广应用，我们观察到国内互联网与模型厂商也纷纷推出对标全球领先水平的大模型。模型层的能力拉平利好云厂商下游需求增长，降低AI应用研发与落地的成本，加速AI应用发展。同时将显著缩小了云厂AI前期投入与应用兑现之间的时间与资源成本，有望进一步提升国产云厂商盈利能力。因此，我们建议增加港股互联网板块的仓位配置，核心推荐云消费趋势变化弹性明显的阿里巴巴，以及具备最佳社交场景和生态有望受益于人工智能产业趋势的腾讯控股。

风险提示：政策风险，短视频行业竞争格局恶化的风险，宏观经济下行导致广告大盘增速不及预期的风险等。

证券分析师：张伦可（S0980521120004）、陈淑媛（S0980524030003）、张昊晨（S0980525010001）、王颖婕（S0980525020001）

联系人：刘子谭

◆ 机械行业周报:制造成长周报（第7期）-智元机器人召开首次供应商大会，英伟达发布全球首个开源通用机器人基础模型

行业动态：人形机器人-3月26日，智元机器人召开首次供应商大会，龙溪股份、蓝思科技、中大力德、博众精工、鼎智科技等企业获评“优秀供应商”；3月27日，英伟达发布全球首个开源通用机器人基础模型Isaac GR00T N1；3月24日，京东入局具身智能成立多团队研发；3月25日，vivo成立机器人Lab；3月26日，魔法原子量产人形机器人“小麦”；3月26日，特斯拉机器人在研讨会亮相；3月27日，近百台机器人集中亮相中关村论坛年会；3月27日，魔法原子发布四足机器人“麦哥”。

政府新闻：人形机器人-3月23日，工信部表示将在人形机器人等领域布局国家科技重大项目；3月25日，国资委表示持续壮大发展人工智能的长期资本；低空经济-3月24日，广东省提出打造低空交通运输示范城市；3月25日，深圳市大鹏新区发布低空经济产业支持政策。

公司动态：人形机器人-3月23日，美湖股份拟在重庆投资7亿元建设研发基地；3月24日，大丰实业与智元机器人战略合作；AI基建-3月26日，中国移动与阿里巴巴签约战协共同建设运营AI数据中心；3月28日，中国联通与阿里巴巴签约战协将在智算基础设施进行合作。

本周重点关注标的：龙溪股份、博众精工、恒立液压、汇川技术、金帝股份、安徽合力。

行业投资观点

1、人形机器人：海外特斯拉人形机器人进展迅速，2025年量产目标5000台，国内宇树科技、智元机器人、优必选等创新企业人形机器人产品快速迭代、蓬勃发展，优选卡位好的减速器、丝杠、传感器等环节以及价值量占比高的电机及核心关节环节，重点关注：1) 关节模组：【恒立液压】【汇川技术】【震裕科技】；2) 灵巧手：【兆威机电】【雷赛智能】等；3) 减速器环节：【绿的谐波】【国茂股份】【金帝股份】；4) 丝杠环节：【恒立液压】【绿的谐波】【震裕科技】；5) 关节轴承+连杆：【龙溪股份】；6) 电机环节：【兆威机电】【雷赛智能】【伟创电气】【步科股份】【星德胜】等；7) 本体及代工：【中坚科技】【永创智能】【博众精工】；8) 设备：【博众精工】【秦川机床】；9) 其他：【德马科技】【国机精工】【东华测试】【信测标准】等。

2、AI基建：AI需求推动数据中心持续增长，海外AIDC对用电需求带来燃机行业重要增量，冷水机组作为冷源同时受益风冷、液冷，重点关注【汉钟精机】【冰轮环境】【应流股份】【豪迈科技】【联德股份】。

3、AI应用/赋能：安徽合力与华为签署深化合作协议，重点合作领域在数字化转型、智能物流、人工智能，有望推动智能物流/智慧工厂产业化进展加速，重点关注【安徽合力】。

4、低空经济：低空经济产业进展迅速基建先行，全国低空交通“一张网”项目启动，统一标准构建空管网，整机和核心零部件（发动机/电机）会是产业发展核心环节，重点关注【应流股份】【宗申动力】等。

5、光刻机设备：光刻机设备国产化率低，行业处于从 0 到 1 放量过程，高端真空镀膜设备国产化需求迫切，重点关注【汇成真空】。

6、智能焊接机器人：智能焊接在钢结构行业已开始从 0 到 1 放量，长期来看智能焊接机器人市场近千亿，重点关注【柏楚电子】。

7、科学仪器：通用电子测量行业国内市场大、国产厂商份额小，国产替代空间广阔将有望受益于政策催化，重点关注【普源精电】【鼎阳科技】【优利德】。

8、3D 打印：3D 打印作为增材制造技术，在制造领域有实现复杂结构、轻量化、缩短研发周期等优势，随技术成熟将在航空航天、3C 等各领域实现应用打开市场空间，重点关注【铂力特】【华曙高科】。

9、深海科技：《2025 年政府工作报告》首提深海科技，标志着从技术探索向产业化应用的战略转型，聚焦方向涉及深海资源开发、深海智能装备、深海信息化等，重点关注【中国船舶】【中集集团】【杰瑞股份】。

风险提示：行业下游需求不及预期，技术发展不及预期的风险。

证券分析师： 吴双（S0980519120001）、杜松阳（S0980524120002）

◆ 公用环保行业周报：公用环保 202503 第 5 期-新奥股份拟私有化新奥能源，电煤价格持续探底

市场回顾：本周沪深 300 指数上涨 0.01%，公用事业指数下跌 0.73%，环保指数下跌 1.98%，周相对收益率分别为-0.74%和-1.99%。申万 31 个一级行业分类板块中，公用事业及环保涨幅处于第 11 和第 21 名。分板块看，环保板块下跌 1.98%，电力板块子板块中，火电下跌 0.94%；水电上涨 1.35%，新能源发电下跌 1.60%；水务板块上涨 0.12%；燃气板块下跌 1.16%。

重要事件：新奥股份拟以新能香港作为要约人，在先决条件达成后，向计划股东提出私有化新奥能源的方案。协议生效后，每 1 股新奥能源股份可兑换新奥股份新发 2.9427 股 H 股及新能香港 24.50 港元/股现金，按照新百利估计新奥股份 H 股估值中值计算，以股份及现金支付的总对价约为 80 港元/股，较新奥能源当前股价有 34.57%的溢价。预计发行不超过 21.88-22.04 亿股 H 股股权，公司总股本将达到 52.85-53.01 亿股。根据公司测算，交易完成后，新奥股份 2024 年归母净利润（备考）为 81.36 亿元，EPS 为 1.56 元/股，较交易前提高 6.8%。协议生效后，新奥能源将成为新能香港全资子公司，并从联交所退市，新奥股份将通过介绍上市方式在联交所主板上市，计划股东将成为新奥股份 H 股股东。

专题研究：电煤价格持续探底。1—2 月份，规上工业原煤产量 7.7 亿吨，同比增长 7.7%，增速比上年 12 月份加快 3.5 个百分点；进口煤炭 7611.9 万吨，同比增加 2.1%，每吨成本 612.8 元，金额同比下跌 19.3%。CECI 沿海指数中高热值煤种现货成交价格小幅下降，曹妃甸指数小幅下行。进口指数高热值煤种现货成交价继续下行。CECI 采购经理人指数连续十一期处于收缩区间，分项指数中，除航运分指数处于扩张区间外，其他分指数均处于收缩区间，除库存分指数环比上升外，其他分指数均环比下降。

投资策略：公用事业：1. 煤价电价同步下行，火电盈利有望维持合理水平，推荐全国大型火电企业华电国际以及区域电价较为坚挺的上海电力；2. 国家持续出台政策支持新能源发展，新能源发电盈利有望逐步趋于稳健，推荐全国性新能源发电龙头企业龙源电力、三峡能源，区域优质海上风电企业广西能源、福能股份、中闽能源，以及开展新能源与智算中心一体化深化算电协同标的金开新能；3. 装机和发电量增长对冲电价下行压力，预计核电公司盈利仍将维持稳定，推荐核电运营标的中国核电、中国广核；国家电投整合核电资产，打造 A 股第三家核电运营商，推荐重组标的电投产融；4. 全球降息背景下高分红的水电股防御属性凸显，推荐业绩稳健性和成长性兼具的水电龙头长江电力；5. 燃气推荐具有区位优势，量价张力较强的城市燃气龙头华润燃气，以及具有海气贸易能力，特气业务锚定商业航天的九丰能源；环保：水务&垃圾焚烧行业进入成熟期，自由现金流改善明显，再叠加无风险收益率的持续走低，投资者的预期回报率和风险偏好均有所下降，建议关注环保板块中的“类公用事业投资机会”，推荐光大环

境，中山公用；中国科学仪器市场份额超过 90 亿美元，国产替代空间广阔，推荐聚光科技；欧盟 SAF 强制掺混政策生效在即，对原材料需求增加，国内废弃油脂资源化行业有望充分受益，推荐山高环能。

风险提示：环保政策不及预期；用电量增速下滑；电价下调；竞争加剧

证券分析师： 黄秀杰（S0980521060002）、郑汉林（S0980522090003）、刘汉轩（S0980524120001）

联系人： 崔佳诚

◆ 汽车行业快评：低空经济点评-亿航智能运营合格证落地，低空经济从试点迈向商业化运营阶段

近期，广东亿航通用航空有限公司和合肥合翼航空有限公司收到了由中国民航局颁发的民用无人驾驶航空器运营合格证（OC）。其中，亿航通航为亿航智能旗下专注于 UAM 运营的全资子公司，合翼航空则是由合肥市国资平台与亿航智能合资成立的公司。

国信汽车观点：1）运营合格证（OC）的落地，亿航智能成为全球首个具备无人驾驶载人 eVTOL 完整商业运营资质的公司，意味着低空经济将从试点迈向商业化运营阶段。2）投资建议：推荐低空经济整机制造核心企业亿航智能、万丰奥威，建议关注 eVTOL 上游零部件龙头企业：英搏尔、宗申动力（机械、汽车联合覆盖）。

风险提示：政策开放不及预期、城市低空基础设施配套建设不及预期、eVTOL 成本下降不及预期等。

证券分析师： 唐旭霞（S0980519080002）、杨钊（S0980523110001）、曹翰民（S0980524100001）

◆ 房地产行业 2025 年 4 月投资策略：基本面趋稳，布局地产板块

行业：成交量保持平稳。从日频跟踪来看，30 城新建商品房成交量平稳增长。截至目前，30 城新建商品房当年累计成交 1930 万 m^2 ，同比+5%；其中，北京、上海、广州、深圳新建商品房成交面积累计同比分别为-15%、+23%、+33%、+80%；一线城市、二线城市、三线城市新建商品房成交面积累计同比分别为+21%、-5%、+12%。

18 城二手住宅成交量保持平稳。截至目前，18 城二手住宅当年累计成交 19.4 万套，同比+31%；其中，北京、深圳、成都、杭州二手住宅当年成交套数累计同比分别为+32%、+61%、+34%、+54%；一线城市、二线城市、三线城市二手住宅当年成交套数累计同比分别为+39%、+29%、+27%。

从价格方面看，截至目前一线、强二线、弱二线、三线城市的二手房价格月环比分别为-0.6%、-1.3%、-1.1%、-0.7%，保持正常波动区间。从城市活跃度来看，一线、强二线、弱二线、三线活跃度均已到达去年 9 月水平。

板块：本月跑输沪深 300 指数 2.7 个百分点。自上期策略报告发布至今，房地产板块下跌 3.9%，跑输沪深 300 指数 2.7 个百分点，在 31 个行业中排 25 名。根据 Wind 一致预期，按最新收盘日计，板块 2025 年动态 PE 为 30.3 倍。

投资策略：当前新房二手房销售基本面逐渐企稳，量价虽有背离但价格跌幅有收敛迹象，同比优于去年同期。在基本面趋稳的背景下，存量土储回购、城中村改造等去库存政策也在稳步推进，建议关注后续基本面企稳的持续性和去库存的效果。个股端，4 月推荐我爱我家、贝壳-W。

风险提示：政策落地效果不及预期、行业基本面超预期下行、房企信用风险事件超预期冲击。

证券分析师： 任鹤（S0980520040006）、王粤雷（S0980520030001）、王静（S0980522100002）

◆ 光大环境(00257.HK) 财报点评：建造收入、减值拖累业绩，派息比率 41.8%创历史新高

受建造收入下滑和减值因素影响，收入利润均承压。2024 年公司实现营业收入 302.58 亿港元，同比-5.71%，主要原因是新建项目减少，导致建造收入下降。2024 年公司实现净利润 33.77 亿港元，同比-23.75%。净利润下降的主要系建造利润减少和计提减值增加（物业、厂房及设备耗损 6 亿港元，2023 年为 3.8 亿港元；无形资产耗损 6.97 亿港元，2023 年为 2.10 亿港元）所致。公司 2024 年销售毛利率为 38.13%，较 2023 年下降 4.91pct；销售净利率为 13.13%，较 2023 年下降 3.38pct；管理费用率小幅

下滑 0.5pct 至 9.3%；财务费用率下滑 1.1pct 至 9.9%。

环保能源板块：收入 159.16 亿港元，同比-8%。其中运营收入 97 亿港元，同比+5%；建造收入 25 亿，同比-41%；财务收入 37 亿港元，同比-3%。该板块收益和盈利均有所下降，主要受在建项目数量减少影响。

环保水务板块：收入 68.47 亿港元，同比+2%。其中运营收入 28 亿港元，同比-9%；建造收入 29 亿港元，同比+17%；财务收入 11 亿港元，与 2023 几乎持平。运营收入下滑主要系追溯确认过往期间水费上调的一次性运营收入减少所致。

绿色环保板块：收入 69.74 亿港元，同比-6%。其中运营收入 64 亿港元，与去年几乎持平；建造收入 2 亿港元，同比-65%；财务收入 3 亿港元，同比-4%。受国内危废及固废处置市场复苏不及预期影响，盈利大幅下降。

加大投资者回报力度，派息比率提升至 41.8%。随着有现金流流入的运营收入占比不断提升，公司的分红能力亦和意愿均有增强。2024 年全年公司每股派息 23 港仙，派息率由 2023 年的 30.5% 提升至 41.8%，派息的绝对值由 13.5 亿港元提升至 14.1 亿港元。对应 2025.3.26 收盘价股息率约为 6.6%。

风险提示：主业增长无法覆盖建造利润下滑；应收账款回收不及预期、分红提升不及预期。

投资建议：小幅下调盈利预测，维持“优于大市”评级。预计 2025-2027 年归母净利润 38.36/41.29/42.98 亿港元，同比增速 13.6%/7.6%/4.1%，当前股价对应 PE=5.6/5.2/5x。公司运营收入占比不断提升，现金流好转，同时通过提高分红加大投资者回报力度，有望带动公司的估值修复，综合可比公司估值水平，我们给予公司 2025 年 6.5-7x PE，目标价 4.03-4.34 元/股，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 黄秀杰（S0980521060002）、刘汉轩（S0980524120001）、郑汉林（S0980522090003）

联系人： 崔佳诚

◆ 华电国际(600027.SH) 财报点评:盈利持续改善，项目建设、资产注入有序推进

电价、电量下降使得营业收入同比下降，归母净利润实现增长。2024 年，公司实现营收 1129.94 亿元（-3.57%），归母净利润 57.03 亿元（+26.11%），扣非归母净利润 53.52 亿元（+40.74%）。公司营业收入同比下降主要系发电量和煤炭贸易量减少、上网电价下降的影响，2024 年公司量 2226.26 亿千瓦时（-0.52%）上网电量 2084.53 亿千瓦时（-0.52%），平均上网电价为 511.74 元/兆瓦时（-0.98%）；公司归母净利润增长主要由于煤价下降使得燃料成本下降，2024 年公司入炉标煤单价为 965.16 元/吨（-7.07%），燃料成本 705.67 亿元（-6.49%）。

投资收益有所下降。2024 年，公司投资收益为 34.78 亿元，同比下降 7.89%；公司主要投资公司中，华电新能源公司投资收益 26.45 亿元（-10.34%），华电煤业公司投资收益 5.74 亿元（-0.98%），银星煤业公司投资收益 2.02 亿元（-42.91%），华电集团财务公司投资收益 0.92 亿元（-53.23%）。

装机规模有所增长，在建项目规模较大，资产注入工作有序推进。2024 年，公司新增装机容量 150.88 万千瓦，均为燃气发电机组，截至 2024 年，公司控股装机容量为 5981.86 万千瓦，其中煤电 4675 万千瓦，气电 1060.34 万千瓦，水电 245.9 万千瓦。目前公司在建机组合计装机容量为 932.14 万千瓦，其中煤电 266 万千瓦，气电 216.34 万千瓦，抽水蓄能 449.8 万千瓦。公司计划 2025 年投入 120 亿元用于电源项目建设、环保和节能技术改造及参股投资等，未来公司在建项目逐步投运，有望驱动公司业绩进一步增长。2025 年 3 月 27 日，上海证券交易所并购重组审核委员会已审核通过公司发行股份购买华电集团资产交易的申请，后续有待中国证监会同意注册后方可实施。

风险提示：电量下降；电价下滑；煤价上涨；项目投运不及预期。

投资建议：由于电价、电量下降影响，下调盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 63.9/66.1/69.4 亿元（2025-2026 年原预测值为 67.5/74.2 亿元），分别同比增长 12.1%/3.5%/4.9%；EPS 分别为 0.62/0.65/0.68 元，当前股价对应 PE 为 8.8/8.5/8.1x。给予公司 2025 年 10-11xPE，公司合理市值为 639-703 亿元，对应 6.25-6.87 元/股合理价值，较目前股价有 14%-25%的溢价空间，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 黄秀杰（S0980521060002）、郑汉林（S0980522090003）、刘汉轩（S0980524120001）

联系人： 崔佳诚

◆ 龙源电力(001289.SZ) 财报点评:新能源持续发展，分红比例进一步提升

营业收入同比下降，归母净利润微增。2024 年，公司实现营业收入 370.70 亿元（-2.58%），归母净利润 63.45 亿元（+0.66%），扣非归母净利润 57.11 亿元（-8.51%）。公司营业收入同比下降主要原因在于公司处置火电资产，江阴苏龙热电有限公司和南通天生港发电有限公司不再纳入公司合并报表范围；公司归母净利润增长主要系发电量增长及投资收益增加影响；公司扣非归母净利润同比下降主要系少数股东权益增加影响，2024 年公司少数股东权益为 19.35 亿元，较 2023 年的 4.89 亿元同比增长 295.71%。

新能源装机规模不断增加，保障未来业绩增长。2024 年，公司新增新能源控股装机容量 748.01 万千瓦，其中风电控股装机容量 265.44 万千瓦（含收购项目 111.85 万千瓦），光伏控股装机容量 482.63 万千瓦（含收购项目 45.08 万千瓦）。截至 2024 年，公司控股装机容量达到 4114.32 万千瓦，其中风电控股装机容量 3040.88 万千瓦，光伏控股装机容量 1069.83 万千瓦，其他可再生能源控股装机容量 3.61 万千瓦。2024 年，公司取得开发指标 1472 万千瓦，其中风电 637 万千瓦，光伏 835 万千瓦。未来公司将全力推动“沙戈荒”风光大基地项目，加快推进海上项目规模化发展，2025 年公司计划新开工新能源项目 550 万千瓦，投产 500 万千瓦，实现装机规模进一步增长。“发改价格〔2025〕136 号文”发布后，推动新能源上网电量全面进入电力市场，有助于新能源发电项目维持合理收益率水平，新能源发电项目盈利有望逐步趋于稳健。

分红派息比例增加，提升投资者回报。公司发布 2025-2027 年度现金分红规划，在符合公司章程规定的情形下，2025-2027 年度期间，每年以现金方式分配的利润不少于当年公司实现的归属于本公司股东的净利润的 30%。2024 年，公司拟派发股息每股 0.2278 元（税前），预计现金分红总额 19.04 亿元，分红比例达到 30%。

风险提示：电量下降；电价下滑；新能源项目投运不及预期。

投资建议：考虑 136 号文执行后电价下降，下调盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 71.4/74.7/78.5 亿元（2025-2026 年原预测值为 75.6/83.9 亿元），同比增长 12.5%/4.7%/5.1%；EPS 分别为 0.85/0.89/0.94 元，当前股价对应 PE 为 18.4/17.6/16.7X。维持“优于大市”评级。

证券分析师： 黄秀杰（S0980521060002）、郑汉林（S0980522090003）、刘汉轩（S0980524120001）

联系人： 崔佳诚

◆ 南网能源(003035.SZ) 财报点评:生物质业务减值拖累业绩增长，业务结构转型推进

营业收入同比增长，归母净利润大幅下降。2024 年，公司实现营业收入 31.55 亿元（+5.58%），归母净利润-0.58 亿元（-118.71%），扣非归母净利润-1.05 亿元（-134.40%）。公司营业收入增长主要系工业节能和建筑节能业务收入增长，2024 年公司工业节能和建筑节能业务分别实现营业收入 16.42、9.49 亿元，分别同比增长 11.70%、4.89%。公司归母净利润大幅下降主要受生物质综合资源利用业务等低效资产相关影响，因生物质发电项目可再生能源电价附加补助核查、对应收可再生能源补贴款计提减值准备，相应减少公司 2024 年归母净利润约 2.10 亿元；同时由于对生物质项目资产组确认资产减值损失并计提相应减值准备，相应减少公司 2024 年归母净利润约 2.88 亿元。

业务结构转型推进，做大综合能源服务业绩规模。推动业务结构向“投资持有+高端服务”并重转变，重点投资新型业态的能源综合利用（如源网荷储一体化、交通能源系统、微电网）、多能协同高效利用的综合能源站项目（如冷热电联供、清洁供暖制冷系统等）以及节能降碳项目；拓展虚拟电厂、车网互动（V2G）、绿电绿证交易等综合能源增值服务，稳健提升优质资产项目保有量，做大综合能源服务业务营收和利润。

节能降碳核心板块持续强化，开展有利于提高公司价值的并购重组。聚焦公共机构节能降碳改造、综合交通枢纽绿色能源系统、既有建筑节能绿色化改造、重点用能单位节能降碳管理等重点方向，深耕珠三角、长三角、京津冀等重点优势区域，开展标杆示范和框架性合作，推动节能业务规模化、集聚化、高端化、优势化发展。同时，围绕现有优势业务，基于新质生产力、战新产业和未来产业，寻求第二增长

曲线、补链强链、提升关键技术水平等需求或目标实施内部整合和对外并购，发挥战略协同和创造长期价值。

风险提示：分布式光伏项目装机不及预期；电价下降；生物质业务经营亏损风险；市场竞争加剧。

投资建议：考虑到分布式光伏项目参与市场化交易将导致电价下降，下调盈利预测。预计 2025-2027 年归母净利润分别为 5.72/6.50/7.44 亿元（2025-2026 年原预测值为 5.87/6.54 亿元），EPS 分别为 0.15/0.17/0.20 元，当前股价对应 PE 分别为 28.0/24.6/21.5x。维持“优于大市”评级。

证券分析师：黄秀杰（S0980521060002）、郑汉林（S0980522090003）、刘汉轩（S0980524120001）

联系人：崔佳诚

◆ 海南机场(600515.SH) 公司快评:2024 年业绩预计承压，大股东增持显示中线信心

公司公告：海南机场发布公告，控股股东海南机场集团有限公司以大宗交易方式受让儋州临空等 4 家子公司重整受偿的海南机场股票合计 41,792,448 股，股票交易价格为 3.69 元/股，交易总价款为人民币 154,214,133.12 元。

国信社服观点：

1、解除历史遗留交叉持股问题，显示控股股东中线信心。本次交易后海南机场集团持有公司股份从 24.51%提升至 24.87%，有助于消除历史遗留的交叉持股情形，同时彰显控股股东对公司未来发展前景的信心。

2、短期受地产去化节奏及海南免税贡献回落等影响业绩承压。公司业绩预告 2024 年归母净利润 3.2-4.8 亿元，同比下滑 49.62%-66.41%；预计扣非净亏损 2-4 亿元，同比下滑 142.80%-185.59%；非经常收益主要是资产处置与债务重组收益。机场主业平稳、地产项目结转节奏差异（2023 高基数）和免税收益下滑，导致全年业绩承压。

3、继续聚焦主业发展，三亚机场三期扩容改造推进，中线有望受益海南自贸港建设。1、公司推进聚焦主业战略，2024 年预计机场管理业务收入占比超过 40%；2025 年 1-2 月公司核心运营的三亚凤凰机场旅客吞吐量同比增长 9.95%，旺季趋势良好；其三期扩容工程预计有望 2025 年底完成，届时客流承载力将提升 30%达到 3000 万人次。2、海南正有序推进封关建设前期工作，公司拥有海南自贸港关键机场卡位和海口日月广场免税标杆商业资源等核心优势，中长线有望直接受益。3、此前公司修改公司章程，旨在解除上市公司因历史遗留问题导致的分红受限条款（分红条件从此前“公司未分配利润为正、当期可供分配利润为正”修改为“母公司未分配利润为正、最近一年净利润为正”），进一步完善公司分红机制。

4、投资建议：考虑地产项目去化和结转节奏影响导致地产业务波动较大、海南免税短期承压表现、三亚机场 2024-2025 扩建中客流表现平稳等因素，我们核心调整 2024-2026 年公司地产收入假设为 10.52/20.03/23.12 亿元（较此前下修 53%/23%/21%），免税及商业收入假设为 2.01/2.25/2.52 亿元（较此前下修 28%/25%/24%），2024-2026 年净利润至 4.66/7.29/8.95 亿元（此前 2024-2026 年为 8.81/10.12/12.13 亿元），对应动态 PE 为 89/57/47x。作为海南自贸港建设的核心受益标的，伴随海南 2025 年底封关节奏逐步临近，公司在海南的机场、市区内核心物业等稀缺卡位未来中线有望享有一定确定性溢价，维持中线“优于大市”评级。

4、风险提示：政策、自贸港建设不及预期，偿债风险，消费复苏不及预期，地产去化不及预期等。

证券分析师：曾光（S0980511040003）、张鲁（S0980521120002）、杨玉莹（S0980524070006）

◆ 九毛九(09922.HK) 海外公司财报点评:2024 年经营承压，期待关店固本后的业绩回升

24H2 归母业绩同比由盈转亏。2024 年，公司收入 60.7 亿元/+1.5%，核心经营利润 2.5 亿元/-60.1%，归母净利润 5581 万元/-87.7%，成本负杠杆效应扰动利润表现。2024H2，公司收入 30.1 亿元/-3.1%；归母净利润亏损 1648 万元，同比由盈转亏（2024H2 盈利 2.3 亿元），系关店减值拖累。

核心品牌同店销售承压，出售粤菜/烤鱼品牌明确经营重心。2024 年，核心品牌太二酸菜鱼收入 44.13

亿元/-1.4%，期内门店新增 95 家（包含 11 家加盟）/关店 39 家，翻座率 2.5 次/-0.5 次，客单价 71 元/-4 元，同店下滑 18.8%；总火锅收入 8.95 亿元/+11.0%，期内新开 28 家/关店 10 家。翻座率 2.0/-0.8 次，客单价 103 元/-10 元，同店销售同降 31.6%；九毛九收入 5.46 亿元/-13.2%，期内新增门店 9 家/关店 15 家。翻座率 1.7 次/-0.1 次，客单价 55 元/-3 元，同店销售同比-13%；新品牌方面山外面收入 2943 万元，新开 20 家餐厅（16 家合作模式），期内向第三方出售了那未大叔是大厨、赖美丽烤鱼品牌，聚焦核心品牌发展。

人工&折旧摊销成本刚性，盈利能力下行明显。2024 年，原材料成本占比为 35.6%/-0.2pct；员工成本为 28.8%/+3.0pct；使用权折旧&租金占比为 11.7%/+1.3pct，收入增速放缓下员工与租金成本偏刚性，成本占比走高拖累利润率。2024H2，原材料、员工、使用权折旧&租金占比分别同比+0.0/+1.7/1.3pct。2024 年，归母净利率为 0.9%/-6.7pct，净利率走低除上述三项成本费率上升外，其他资产折旧成本占比提升（+0.9pct）、部分关店减值亏损边际也拖累净利率表现。

太二积极求变推出新店型适配需求变化，重申分红率不低于 40%承诺。2024 年度，公司累计在资本市场回购 1.39 亿元股份，同时末期与特别股息派息率合计达到 92.5%（2023 年为 43.1%），对应最新收盘价股息率为 1.3%。公司同时表现维持派息率不低于 40%的承诺。此外，据财经网报道，近期太二酸菜鱼推出新店型，除装修风格焕新外，主打活鱼每日到店，菜品新增铜锅涮鲜牛肉、洪湖粉藕排骨汤等细分赛道走红单品。

风险提示：宏观承压、行业竞争加剧、商誉减值风险、扩张速度不及预期等。

投资建议：考虑阶段同店销售表现仍会扰动利润表现，兼顾门店扩张节奏更为审慎，我们下调 2025-26 归母净利润至 2.16/2.95 亿元（调整幅度-26%/-23%），新增 2027 年预测 3.55 亿元，对应 PE 17/13/11x。我们观测到 2024 年公司已优化部分低效能门店轻装上阵，目前积极求变推出新太二店型以适应消费市场变化，此外公司以低风险轻资产模式继续新品牌孵化拓展新曲线，维持中线“优于大市”评级。

证券分析师： 曾光（S0980511040003）、张鲁（S0980521120002）

◆ 三花智控(002050.SZ) 财报点评:2024 年净利润小幅提升,机器人零部件性能持续优化

2024 年营业收入及净利润小幅增长。公司 2024 年实现营业收入 279.5 亿元，同比增长 13.8%，实现归母净利润 31.0 亿元，同比增长 6.1%。2024Q4 公司实现营业收入 73.8 亿元，同比增长 32.3%，环比增长 7.2%，实现归母净利润 8.0 亿元，同比增长 4.7%，环比增长 1.2%。公司业绩增长得益于：1）公司新能源汽车业务订单持续放量，公司汽零业务中新能源车相关占比较高，订单持续放量。2）制冷空调电器业务公司主导产品市场份额稳步提升。

2024 年毛利率同比小幅下滑。公司 2024 年实现销售毛利率 27.47%，同比-0.42pct，销售净利率 11.13%，同比-0.82pct；2024Q4 实现毛利率 26.84%，同比-2.4pct，环比-1.32pct，实现净利率 10.73%，同比-2.45pct，环比-0.86pct。2024 年制冷业务毛利率 27.35%，同比-0.62pct，汽零业务毛利率 27.64%，同比+0.53pct。公司借助精益制造等手段，有效实施成本控制和流程优化，有望促进盈利改善。

多项热管理产品市占率全球第一，推进全球化布局。公司空调电子膨胀阀、四通换向阀、电磁阀、微通道换热器、Omega 泵、车用电子膨胀阀、新能源车热管理集成组件产品市占率全球第一。2024 年全球化布局方面，1）制冷业务：利用越南、墨西哥、泰国等多点基地布局，积极应对关税挑战。2）汽零业务：持续进行墨西哥、波兰工厂和国内中山、沈阳、天津、杭州、绍兴滨海工厂建设和新产能布局。

机器人零部件性能持续优化，开拓新增长点。仿生机器人方面，公司紧密配合客户，满足客户需求；产品关键性能指标持续自主优化，并围绕自研产品方案构筑工艺和专利技术护城河。2024 年 1 月公司签订《三花智控未来产业中心项目投资协议书》，计划总投资不低于 50 亿元，项目包括 1）公司控股子公司先途电子智能变频控制器项目，2）三花智控机器人伺服机电执行器项目、热管理域控制器项目。公司持续加强仿生机器人领域的业务布局，有望成为潜在增长点。

风险提示：新能源汽车销量不及预期、原材料价格上涨、技术风险、政策风险、客户拓展风险、汇率风险等。

投资建议：小幅下调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑下游客户放量节奏及进展，小幅下调盈利

预测，预期 25/26/27 年归母净利润为 37.36/43.69/53.4 亿元（原 40.71/48/55.88 亿元），每股收益分别为 1.00/1.17/1.43 元（原 1.09/1.29/1.50 元），对应 PE 分别为 30/25/21 倍，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 唐旭霞（S0980519080002）、唐英韬（S0980524080002）

◆ 南钢股份(600282.SH) 财报点评:盈利能力稳健，延续高比例分红

2024 年公司归母净利润同比增长 6%。2024 年实现营收 618.1 亿元（同比-14.8%），归母净利润 22.6 亿元（+6.4%），扣非归母净利润 21.8 亿元（+15.4%），经营性净现金流 32.2 亿元（+20.4%）。2024 年，实现钢材产量 933.7 万吨，销量 932.9 万吨；公司钢铁产品出口接单量 150.9 万吨，同比增长 20%，出口量 150.5 万吨，同比增长 25%，均创历史最好记录。公司先进钢铁材料销量为 261.5 万吨，占钢材产品总销量 28%，占比同比增加 3 个百分点，占钢材产品毛利润 46.7%，占比同比增加 4.6 个百分点。

延续高分红比例回报股东：公司 2024 年度拟合计派发现金红利 11.4 亿元（含税），占 2024 年归属于上市公司普通股股东净利润的 50.5%。公司已经连续 3 年分红比例在 50%以上，最近 7 年累计现金分红比例也在 50%以上。

产业链向上延伸，海外 650 万吨焦炭项目投运：印尼金瑞新能源年产 260 万吨焦炭项目，四座焦炉已全部投运；印尼金祥新能源 390 万吨焦炭项目，1#-3#焦炉已投产，4#、5#焦炉已转入试生产，6#焦炉已点火烘炉。2024 年，印尼金瑞新能源焦炭销量 243 万吨，印尼金祥新能源焦炭销售 44 万吨。

风险提示：需求端出现超预期下滑风险；行业产能调控力度偏弱风险；原材料价格波动风险；项目建设进度不及预期风险。

投资建议：维持“优于大市”评级

预计 2025-2025 年营业收入 657/704/711 亿元，归母净利润 23.8/26.1/28.4 亿元，同比增速 8.5/14.1/9.7%；摊薄 EPS 分别为 0.37/0.43/0.47 元，当前股价对应 PE 分别为 5.2/9.5/8.8x。公司是老牌中厚板龙头企业，特钢长材稳步发展，焦炭项目有序推进，在行业整体承压的情况下，公司业绩稳健，分红比例高，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 刘孟峦（S0980520040001）、焦方冉（S0980522080003）

◆ 赤峰黄金(600988.SH) 财报点评:降本控费效果明显，量价齐增兑现高利润弹性

公司发布 2024 年报：全年实现营收 90.26 亿元，同比+24.99%；实现归母净利润 17.64 亿元，同比+119.46%；实现扣非净利润 17.00 亿元，同比+96.28%；实现经营活动产生现金流量净额 32.68 亿元，同比+48.36%。

产销量数据方面：2024 年，公司黄金产量达到 15.16 吨，同比+5.60%，完成年初计划的 94.63%，销量达到 15.22 吨，同比+4.88%。其中 24Q1/Q2/Q3/Q4 产量分别为 3.59/3.97/3.20/4.41 吨，Q4 环比+37.81%，销量分别为 3.58/4.01/3.36/4.27 吨，Q4 环比+27.08%。2025 年产量计划：黄金产销量 16.70 吨，电解铜 10010 吨，铜铅锌精粉 33350 吨，钼精粉 660 吨。

降本控费效果明显：2024 年，公司矿产金实现全维持成本 281.19 元/克，同比+5.25%，实现销售成本 278.08 元/克，同比-0.76%，面对全行业成本快速上升的趋势，公司降本控费卓有成效。分区域来看，2024 年，国内矿山销售成本 157.09 元/克，同比+2.88%，虽有所提升，但成本优势仍然突出；万象矿业销售成本 1497.05 美元/盎司，同比+0.48%，全维持成本 1323.75 美元/盎司，同比-0.47%，成本保持相对稳定；金星瓦萨销售成本 1303.89 美元/盎司，同比-0.88%，全维持成本 1304.46 美元/盎司，同比+8.97%。公司两座海外矿山的成本预计还有进一步优化的空间。

公司成功于港股上市：公司于 2024 年 8 月 29 日向香港联交所递交公司发行 H 股股票并在香港联交所主板挂牌上市的申请，且于 2025 年 3 月 10 日成功挂牌上市，募集资金净额约 26.76 亿港元。

利润分配方案：拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1.60 元（含税），总计拟派发现金红利约 2.99 亿元，占 2024 年归母净利润的 16.95%。

风险提示：项目建设进度不及预期；黄金价格大幅回调；生产成本大幅上涨；资产减值超预期。

投资建议：维持“优于大市”评级。

预计公司 2025-2027 年营收分别为 120.31/135.76/151.20 (原预测 109.50/128.59/-) 亿元，同比增速 33.3%/12.8%/11.4%；归母净利润分别为 29.43/32.71/36.00 (原预测 22.01/25.05/-) 亿元，同比增速 66.8%/11.2%/10.1%；摊薄 EPS 分别为 1.57/1.75/1.93 元，当前股价对应 PE 为 14/12/11X。考虑到公司坚定国际化发展步伐，黄金产量有望持续增长，生产成本存在下降空间，对金价享有较高的利润弹性，维持“优于大市”评级。

证券分析师：刘孟峦（S0980520040001）、杨耀洪（S0980520040005）

◆ 金力永磁(300748.SZ) 财报点评:业绩阶段性承压，磁材产量同比增长 42%

公司 2024 年归母净利润同比下降 48.37%。公司 2024 年实现营收 67.63 亿元，同比+1.13%；实现归母净利润 2.91 亿元，同比-48.37%；实现扣非归母净利润 1.70 亿元，同比-65.49%；其他收益的主要来源为 1.31 亿元的政府补助。其中单四季度实现营收 17.49 亿元，同比+6.82%，环比+5.85%，实现归母净利润 0.94 亿元，同比+35.62%，环比+21.96%；实现扣非归母净利润 0.81 亿元，同比+46.30%，环比+46.64%。此外，公司计划按每 10 股 1.2 元（含税）向股东派发现金红利，预计分红金额为 1.64 亿元，叠加半年度现金分红 1.07 亿元，合计占公司 2024 年归母净利润的 93.00%。

盈利能力随行业下降，研发费用率提升。2024 年，公司毛利率为 11.13%，同比下降 4.94pct；净利率为 4.35%，同比下降 4.13pct。分业务板块来看，钕铁硼磁钢毛利率为 11.08%，较 2023 年同比下降 4.26pct，公司主营业务盈利能力下降主要由于稀土磁材行业整体需求增速不及预期，2024 年金属镨钕均价为 48.50 万元/吨，较 2023 年同比下降 24.97%；加之行业高点磁材产能扩张较为严重，导致加工费下滑，公司 2022-2024 年钕铁硼磁钢加工费分别为 13.53/11.38/8.55 万元/吨。与此同时，公司注重研发，2024 年公司研发费用率为 4.74%，较 2023 年同比提升 3.09pct。截至 2024 年末，公司的资产负债率为 42.12%，较 2023 年末提升 1.63pct。

公司产能和产量稳步提升。2024 年，公司实现钕铁硼磁钢毛坯产量 2.93 万吨（+39.48%），成品产量 2.16 万吨（+42.40%），成品销量 2.09 万吨（+37.88%），产销量创公司历史最高水平。2024 年公司在建项目按规划建设并陆续投产，全年磁材坯料实际产能已达 3.2 万吨，产能利用率达 90%以上。至 2024 年底，公司已具备 3.8 万吨/年的磁材坯料产能。预计在 2025 年公司将建成 4 万吨高性能稀土永磁材料产能及人形机器人磁组件生产线。

风险提示：稀土原材料价格大幅波动风险；行业竞争加剧风险。

投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。预计公司 2025-2027 年营业收入 97.67/106.96/120.08 亿元，同比增速 44.42%/9.50%/12.27%；归母净利润 5.38/6.91/8.87 亿元，同比增速 84.85%/28.41%/28.36%；摊薄 EPS 为 0.39/0.50/0.65 元，当前股价对应 PE 为 51.4/40.0/31.2x。公司作为高性能钕铁硼永磁材料头部企业，凭借管理、技术、客户等方面优势，盈利能力强、成长确定性高，具备全球竞争力，正向全球高性能钕铁硼永磁材料龙头迈进，维持“优于大市”评级。

证券分析师：刘孟峦（S0980520040001）、马可远（S0980524070004）

◆ 盐湖股份(000792.SZ) 财报点评:成本优势抵御行业下行风险，4 万吨项目稳步推进

公司发布年报：全年实现营收 151.34 亿元，同比-29.86%；实现归母净利润 46.63 亿元，同比-41.07%；实现扣非归母净利润 44.01 亿元，同比-49.56%；实现经营活动产生的现金流量净额 78.19 亿元，同比-35.40%。

氯化钾：2024 年，公司氯化钾产量为 496 万吨，销量为 467.28 万吨，其中 24Q1/Q2/Q3/Q4 产量分别为 112.35/113.16/124.49/146.00 万吨，Q4 环比+17.28%，24Q1/Q2/Q3/Q4 销量分别为 76.43/147.24/92.89/150.72 万吨，Q4 环比+62.26%。2024 年，公司氯化钾销售均价为 2732.16 元/吨（含税），同比-3.97%，销售成本为 1169.57 元/吨，同比-7.95%。

碳酸锂：2024 年，公司碳酸锂产量为 4 万吨，同比+10.92%，销量为 4.16 万吨，同比+10.51%，其中 24Q1/Q2/Q3/Q4 产量分别为 0.87/1.02/1.20/0.91 万吨，Q4 环比-24.17%，24Q1/Q2/Q3/Q4 销量分别为

0.99/1.03/0.81/1.33 万吨，Q4 环比+64.20%。2024 年，公司碳酸锂销售均价为 8.36 万元/吨(含税)，同比-56.26%，销售成本为 3.65 万元/吨，同比-21.69%。公司在产 4 万吨产能计划 2025 年生产碳酸锂 4.3 万吨。

4 万吨锂盐项目稳步推进：公司于 2022 年新规划 4 万吨/年基础锂盐产能，初步投资概算为 70.98 亿元。公司秉持着高效利用资源、精细管理项目的原则，通过一系列创新举措实现了项目总投资的显著优化，总投资优化率约 14.58%。项目建设顺利推进，全场 38 个单体建筑中，37 个已完成基础分部工程，36 个已完成主体结构封顶，目前正进入围护结构(彩板)、砌体施工以及地坪施工阶段，土建施工形象进度已达 78%；安装工程已陆续展开，现阶段主要是进行设备就位和管道安装工作，其中吸附提锂装置已开始电仪安装工作，安装施工形象进度已达 32%。整体项目形象进度完成 55%。

风险提示：钾肥和锂盐价格上涨不达预期；碳酸锂扩产进度低于预期。

投资建议：维持“优于大市”评级。

预计公司 2025-2027 年营收分别为 157.82/169.33/181.90(原预测 154.03/171.51/-) 亿元，同比增速 4.3%/7.3%/7.4%；归母净利润分别为 53.52/58.00/63.25(原预测 56.02/62.52/-) 亿元，同比增速 14.8%/8.4%/9.1%；摊薄 EPS 为 1.01/1.10/1.20 元，当前股价对应 PE 为 16/15/14X。考虑到公司依托于察尔汗盐湖得天独厚的资源优势，在国内钾肥和盐湖提锂领域均处于绝对领先的地位，尤其是公司未来在盐湖提锂领域的产能将有望实现快速扩张，有望保持较强的成本优势，对于加强国内锂资源自主可控有重要意义，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 刘孟峦(S0980520040001)、杨耀洪(S0980520040005)

◆ 驰宏锌锗(600497.SH) 财报点评：核心矿山智能化建设影响产量，清查报废资产轻装上阵，24 归母同比-14%

公司 2024 全年归母净利润同比下降 14%。2024 全年实现营收 188 亿元(-14.80%)，归母净利润 12.9 亿元(-14.24%)，扣非归母净利润 14.0 亿元(-9.57%)，经营活动产生的现金流量净额 23.7 亿元(-34.40%)。2024Q4 归母净利润-1.8 亿元，同比亏损缩小，环比转负；2024Q4 扣非归母净利润 0.3 亿元，同比转正，环比-94.2%。2024Q4 归母为负主要系：①会泽矿业 Q4 实施深部安全系统优化工程项目，影响产量；②2024 年对部分已达到报废条件的固定资产进行了报废处置 2.19 亿元；③2024 年度部分月度绩效工资预留至年末发放。

产销情况：2024 全年矿山铅产量 7.50 万吨同比减 1.33 万吨，矿山锌产量 21.48 万吨同比减 3.75 万吨，全年铅精矿产量 28.98 万吨，同比减少 5.08 万吨，主要系会泽铅锌矿提质增效项目以及荣达矿业因安全生产许可证办理问题部分生产系统停产改造。铅产品产量 16.62 万吨环比减 1.32 万吨，锌产品产量 48.52 万吨环比减 3.29 万吨。

同比 2023 年，增利因素：① 2024 铅价 17141 元/吨，同比增 1529 元/吨，锌价 23419 元/吨，同比增 1791 元/吨，涨价增利约 5 亿元；②2024 锗价 1351 万元/吨同比增 416 万元/吨，全年产锗产品含锗 65.12 吨，增利约 2.7 亿元。减利因素：①矿山铅锌产量同比减 5.08 万吨减利约 5 亿元；②锌冶炼加工费环比下降 2645 元/吨，减利约 7.7 亿元。

2024 年 6 月份以来锗价暴涨，截至年末锗锭价格涨至 17650 元/千克。驰宏锌锗是全球最大锗生产商，会泽矿、彝良矿伴生锗，年产能 60 吨，占全球 1/4，占国内 1/3，如果锗价能维持在高位，公司将明显受益。

风险提示：铅锌价格下跌风险，精矿加工费下跌风险，老旧资产减值超预期。

投资建议：维持“优于大市”评级。参照今年年初至今各个商品的均价，假设 2025/2026/2027 年锗锭现货均价 23000 元/吨，锌精矿加工费均为 3000 元/吨，铅锭现货价格均价 17000 元/吨，铅精矿加工费为 700 元/吨，锗价 15000 元/千克。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 15.45/17.02/17.77 亿元(前值 20.43/22.40/-亿元)，同比增长 19.5%/10.1%/4.4%，摊薄 EPS 分别为 0.30/0.33/0.35 元，当前股价对应 PE 为 18.4/16.7/16.0X。考虑到公司是国内铅锌龙头企业，拥有全球顶级高品位铅锌矿山，配套冶炼产能布局合理，未来 2-3 年依托股东加速扩张且路径明确，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 刘孟峦（S0980520040001）、焦方冉（S0980522080003）、谷瑜（S0980524110001）

◆ 中信特钢(000708.SZ) 财报点评:积极调整产品结构,盈利能力稳健

2024 年公司归母净利润同比下降 10%。2024 年实现营收 1092 亿元（同比-4.2%），归母净利润 51.3 亿元（-10.4%），扣非归母净利润 49.7 亿元（-5.5%），经营性净现金流 107.4 亿元（+0.8%）。2024 年公司钢材销量 1889 万吨，同比持平，其中出口 220 万吨，同比减少 18 万吨。公司年度利润分配预案：向全体股东派发现金股利 25.6 亿元（含税），占 2024 年归母净利润的 49.95%。自 2018 年以来，公司已连续 7 年分红比例接近或超过 50%，最近 7 年累计现金分红比例达到 52.5%。

分板块来看，重点品牌产品轴承钢销量同比增长 6%，能源用钢销量创历史新高。下游行业分布，汽车行业营收占比同比增加 0.2 个百分点，轴承行业营收占比同比增加 0.3 个百分点。各子公司情况，2024 年兴澄特钢净利润 37.6 亿元，同比下降 4.8%，净利率 8.7%，同比下降 0.4 个百分点；2024 年大冶特钢净利润 7.6 亿元，同比下降 21%，净利率 2.7%，同比下降 0.6 个百分点；青岛特钢净利润 7.8 亿元，同比增长 121%，净利率 3.3%，同比增加 1.8 个百分点；天津钢管净利润 6.8 亿元，净利率 3.2%。

顶住行业周期波动，现金流强劲。近年来钢铁全行业面临下游需求恢复不振、钢材价格下跌、原料成本高企等挑战，行业整体效益处于近年来低位；行业总体过剩格局下，部分普钢企业向特钢转型，加剧特钢行业竞争，尤其是一般用途产品的同质化竞争。面对严峻局面，公司降本增效，根据下游需求变动灵活调整产品结构；另外保持较高比例研发开支，以保持产品升级迭代节奏，持续增强产品竞争力。从 2024 年经营情况来看公司顶住了行业周期波动，维持了强劲的现金流。同时公司积极谋划海外布局，明确了“资源+主业+分销”全产业链布局的国际化战略，遴选出重点项目进行推进并取得了积极进展。

风险提示：钢材需求下滑，市场竞争加剧，原辅料价格抬升。

投资建议：维持“优于大市”评级

预计 2025-2027 年收入 1106/1120/1234 亿元，归母净利润 57.2/61.2/66.0 亿元，同比增速 11.5/7.0/7.9%；摊薄 EPS 分别为 1.13/1.21/1.31 元，当前股价对应 PE 分别为 11.0/10.3/9.5x。公司作为特钢龙头企业，成长路径清晰，市场地位突出，经营业绩稳健，属于特钢行业稀缺标的，在行业整体承压的背景下，公司稳健经营体现弱周期属性。维持“优于大市”评级。

证券分析师： 刘孟峦（S0980520040001）、焦方冉（S0980522080003）

◆ 邮储银行(601658.SH) 公司快评:定增充实资本,助力高质量发展

公司公告：邮储银行发布《向特定对象发行 A 股股票预案》，拟向财政部、中国移动集团和中国船舶集团发行 A 股股票 205.70 亿股，发行价格为 6.32 元/股，募集资金总额为人民币 1300 亿元，扣除相关发行费用后将全部用于补充核心一级资本。

总体观点：我们认为邮储银行定增将充实公司资本，增强其服务实体经济的能力，并有助于保持其长期成长能力。考虑到定增尚未完成，我们不调整股本总数，但是根据年报以及最新的代理费率下调公告等调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润 870/989/1114 亿元（上次预测的 2025-2026 年值为 910/946 亿元），同比增速 1.0/1.7/1.7%；全面摊薄 EPS 为 0.82/0.83/0.85 元；当前股价对应 PE 为 6.4/6.2/6.1x，PB 为 0.58/0.55/0.52x，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 陈俊良（S0980519010001）、王剑（S0980518070002）

◆ 浙商银行(601916.SH) 财报点评:营收边际回暖,负债成本改善

营收边际回暖，业绩实现正增。公司 2024 年实现营收 676.50 亿元（YoY, +6.19%），归母净利润 151.86 亿元（YoY, +0.92%）。结合公司前三季度营收同比增长 5.64%，利润同比增长 1.19%，四季度营收增速提升，业绩略有下滑。公司 2024 年加权平均 ROE 为 8.49%，同比下降 0.96 个百分点。

规模稳健增长。公司 2024 年总资产同比增长 5.78%至 3.33 万亿元，增速较为稳健。其中，存款、贷款分别同比增长 2.57%、8.20%。2024 年新增信贷投放 1401 亿元，分项来看，对公/个人/票据贷款分别投

放 1214/19/170 亿元，分别增长 10.76%/0.41%/16.64%，对公端起到主要拉动作用。结合公司 2022 年、2023 年分别新增信贷投放 1764 亿元、1885 亿元，2024 年新增信贷有所放缓，我们推测主要受个贷增速放缓等影响。公司 2024 年年末核心一级资本充足率 8.38%，较 2023 年年末提升 0.16 个百分点。

净息差收窄，负债成本改善。公司 2024 年净息差 1.71%，同比下降 30bps，较前三季度下降 9bps，主要受资产端收益率下降影响。负债端来看，2024 年计息负债成本率同比下降 10bps，较上半年下降 8bps，公司负债端持续优化，缓解息差下行压力。2024 年受净息差收窄和有效信贷需求不足等因素影响，净利息收入同比下降 4.99%，前三季度该项同比下降 1.01%，四季度净利息收入增速有所下滑。

投资收益增速亮眼，非息收入占比提升。2024 年公司非利息净收入同比增长 39.05%，占营业收入的 33.25%，较上年占比提升 7.86pcts。其中，手续费及佣金净收入同比下降 10.97%，中收持续承压；其他非息收入同比增长 61.69%，其中投资收益及公允价值变动收益增速亮眼。

资产质量稳健，关注率有所波动。公司 2024 年末不良贷款率 1.38%，较前三季度下降 5bps；关注率 2.40%，较上半年上升 19bps，略有波动；拨备覆盖率 178.67%，较前三季度上升 3.34pct，风险抵补能力有所提升。公司资产质量保持稳健。

投资建议：公司基本面整体表现较为稳定，但考虑到行业经营压力较大，我们略微下调盈利预测并往前推一年，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 156/163/173 亿元（2025-2026 原预测值 165/179 亿元），对应同比增速为 3.0%/4.0%/6.7%；摊薄 EPS 为 0.55/0.58/0.62 元；当前股价对应的 PE 为 5.1/4.9/4.6x，PB 为 0.42/0.40/0.37x，维持“中性”评级。

风险提示：宏观经济形势走弱可能对银行资产质量产生不利影响。

证券分析师：王剑（S0980518070002）

联系人：刘睿玲

◆ 小米集团-W(01810.HK) 海外公司财报点评:收入利润强劲，持续推动产品高端化和生态协同

总览：收入利润增长强劲，经营利润率与净利率持续提升。2024Q4 收入 1090 亿元，同比+49%。毛利率 20.6%，同比-0.7pct、环比+0.2pct。2024Q4 经营利润为 88.90 亿元，同比+76%，经营利润率为 8.2%，同比+4.4pct，除了汽车业务利润提升，非经常性收入和税率也有正面影响。净利润为 89.95 亿元，净利率为 8.3%，同比+1.9pct。

智能电动汽车：明星业务继续表现亮眼，上调 2025 年交付目标，指引利润率趋势积极。2024Q4 收入 167 亿元，交付量稳步提升、新车型市场认可度较高。2024 年交付 13.7 万辆，2025 年将交付量目标从 30 万上调到 35 万（同增 250%+）。2024Q4 毛利率 20.4%，持续优化，继续推动小米之家融合汽车。

智能手机：整体份额提升，高端化推进。2024 全年出货量 1.68 亿台，ASP 为 1138 元、同比+5.2%，4-5000 元机国内份额提升至 24%，公司 2025 年目标实现 1.8 亿出货量。2024Q4 收入同比+16%，全球智能手机市占率 13.8%。随着国补政策、产品迭代带动出货量上升。毛利率 12.0%，同比-4pcts、环比+0.3pct，去年元器件成本上涨、年末企稳，预计今年对毛利影响有限。

IoT：24 年出货量高增长，2025 年大家电增长目标超 50%，持续海外市场布局。2024Q4 收入 309 亿元，同比+52%，得益于国补政策以及产品生态不断完善，2024 年出货量增速空调超 50%、冰箱超 30%、洗衣机超 45%。毛利 63 亿元，毛利率 20.5%，同比+5.5pct，利润提升包括规模效应和高附加值产品占比增加。未来一是将扩大中国销售网络，二是将继续推动海外市场布局，特别是东南亚、欧洲、日韩区域布局。

互联网服务：活跃用户增长与高端化，驱动服务收入盈利创新高。24Q4 收入 93 亿元，同比+19%，得益于用户规模扩大、广告收入占比与高端机占比提升、用户活跃度增加。24Q4 月活超过 7 亿、APRU 同比提升 8%，生态持续壮大。互联网业务本质是流量的变现，流量的本质是用户价值（黏性以及生态嵌入深度）的体现，生态越完整未来业务加速越快、壁垒越高、利润越易释放。同时，其高频、高粘性生态入口为未来 AI Agent 落地提供了极好的土壤。

AI 相关：2024 年资本开支超过 100 亿，公司预计今年 300 亿的研发费用中 AI 投入占比约 1/4。

投资建议：小米集团（电子、汽车联合覆盖）持续推进高端化和生态协同，看好长期潜力，预计 25-27 年净利润 316/424/608 亿元，维持优于大市评级。

风险提示：行业竞争超预期；下游需求风险；新品和高端化进展低于预期；地缘与监管风险；海外业务汇率风险。

证券分析师：张伦可（S0980521120004）、胡剑（S0980521080001）、唐旭霞（S0980519080002）

联系人：刘子谭、连欣然

◆ 金蝶国际(00268.HK) 海外公司财报点评:云订阅 ARR 同比增长 20%，加快 AI 功能迭代与行业落地

公司 2024 年收入增长 10.2%，订阅 ARR 同比增长约 20.0%。公司 2024 年年度实现收入 62.56 亿元，同比增长 10.2%，全年增速保持平稳，其中云服务收入 51.07 亿元（占比 81.6%），同比增长 13.4%。云订阅服务年经常性收入（ARR）为 34.4 亿元，同比增长 20.0%；ERP 收入 11.49 亿元，同比下降 2.1%。来自经营活动产生的现金流净额 9.34 亿元（同比增长 43.0%）。归属母公司股东净亏损 1.42 亿元，同比收窄 32%。

大企业云订阅 ARR 增长 30%，续费率达 108%。2024 年，公司企业云服务、小微财务云服务、行业云服务分别实现收入 36.58 亿元、12.29 亿元、2.20 亿元，同比增速分别为 17.0%、13.8%、-26%。其中苍穹和星瀚云服务合计实现收入约 13.04 亿元，同比增长约 32.9%；云订阅 ARR 同比增长约 30.0%，净金额续费率 108%。

公司 2024 年亏损率同比缩窄 32pct，毛利率与经营费率优化较为明显。2024 年，公司实现归母净亏损 1.42 亿元，较去年显著缩窄。净亏损率 2.3%，同比降低 1.4pct；其中云服务经营亏损率约 4.7%，同比降低 3.3pct。亏损缩窄得益于毛利率提升 0.9pct 和经营费率合计降低 2.0pct，销售费率/管理费用/研发费率分别同比降低 0.8pct/0pct/1.2pct。

经营质量持续提升，人均单产今年达到 51 万，盈利与现金流质量持续改善。2024 亏损 1.42 亿元，2024 经营性现金流 9.34 亿元，同比增长 43.0%；尽管受宏观等因素影响增长有所放缓，但经营质量提升，盈利与现金流趋势改善，长期云与 SaaS 渗透增长逻辑依旧稳固。

风险提示：宏观经济不及预期，企业信息化投资下滑，竞争格局恶化的风险。

投资建议：此前公司指引 2024-2026 年收入三年 CAGR 为 15-20%，订阅 ARR 三年 CAGR 为 30%。近期宏观压力下，2024 年收入同比增长 10.2%、云 ARR 同比+20%，弱于平均指引预期。但业绩会表示公司仍处于快速增长周期、增长逻辑依旧稳固，我们预计 2025-2027 年收入 73.14/84.68/96.89 亿元，同比增速 16.9%/15.8%/14.4%。盈利预测，伴随产品云转型将持续释放利润，公司将持续降本增效、优化硬件设施成本。2024 年亏损 1.4 亿元，亏损率同比收窄 32%，减亏明显。预计 2025-2027 年归母净利润为 1.3/3.19/5.62 亿。公司利润端趋势向好，经营现金流持续提升，云服务的经营亏损率显著缩窄，维持“优于大市”评级。

证券分析师：张伦可（S0980521120004）

联系人：刘子谭

◆ 深信服(300454.SZ) 财报点评:合同负债增长超 20%，AICP 和一朵云迎智算增长动能

24 年国内承压，海外保持较高增长。2024 年公司营收 75.20 亿元（-1.86%）；归母净利润 1.97 亿元（-0.49%），扣非归母净利润 0.77 亿元（-30.45%）。单 Q4 来看，公司收入 28.86 亿元（+1.13%），归母净利润 7.77 亿元（+4.46%），扣非归母净利润 7.28 亿元（+2.19%）。24 年国内各行业客户各类 IT 需求恢复较慢，国内市场收入下滑；但海外市场收入 4.81 亿元（+39.09%）。

毛利率有所下降，费用率开始下降，合同负债增长超 20%。24 年公司整体毛利率为 61.47%，相比 2023 年下降 3.66 个百分点，主要是市场竞争激烈，且云计算业务占比进一步提升。公司 24 年人员下降约 11.86%，降本增效明显，三费（研发、销售、管理费用）整体同比减少 6.25%。公司 4 季度现金流修复明显，全年净现金流达到 8.12 亿元。合同付费达到 16.21 亿元（+20.34%），显示回暖积极信号。

企业客户保持增长韧性，云业务稳健增长。企业客户收入 34.87 亿元（+1.82%），政府及事业单位收入 32.97 亿元（-3.85%）；金融及其他客户的收入 7.36 亿元（-8.99%）。分业务看，安全业务收入 36.29 亿元（-6.75%），主要系防火墙、行为管理等成熟产品收入减少；云业务收入 33.84 亿元（+9.51%），主要系超融合、托管云、EDS 产品线收入增长；基础网络及物联网业务收入为 5.06 亿元（-25.53%）。安全大模型持续进步，AICP 和一朵云迎来智算新增长动能。公司 2024 年相继发布了安全 GPT 3.0 钓鱼攻击检测大模型以及 4.0 数据安全大模型两个升级版本，检测率均达到了较高水平。随着 Deepseek 等大模型本地化部署成为趋势，公司推出 AICP 算力平台，支持主流开源大模型，提供异构算力管理调度、模型和数据管理等，降低用户的大模型开发和应用门槛，实现一半推理成本五倍推理性能。同时，公司线上线下“一朵云”战略进一步落地，推进 XaaS 订阅收入、续费率、续约率的持续增长。

风险提示：宏观经济影响 IT 支出；行业竞争加剧；新业务拓展不及预期。

投资建议：维持“优于大市”评级。略微调整盈利预测，预计 2024-2026 年营业收入为 83.21/93.46/107.40 亿元，增速分别为 10.7%/12.3%/14.9%；归母净利润为 4.75/7.64/10.09 亿元（原预测 24-25 年为 4.73/7.60 亿元）。随着公司针对市场风险较早进行调整，公司在多项产品仍保持较高竞争优势的同时，AICP 和一朵云有望带动公司重回成长轨道，净利率有望逐步修复，维持“优于大市”评级。

证券分析师：熊莉（S0980519030002）、库宏垚（S0980520010001）

◆ 万达电影(002739.SZ) 深度报告：供给修复带动行业向上，内容渠道有望共同驱动成长

公司概况：影视全产业链布局，新团队赋能新起点。1）从发展历程上看，万达电影成立于 2005 年，现已形成院线、影投全球化布局，受新冠疫情及收并购影响，公司在 2020~2022 年进入低谷，2023 年随着影视行业恢复，公司营收复苏、利润回正，2023 年 12 月儒意影视通过 2 次转让获得万达电影 100% 股权，2024 年 1 月柯利明、陈曦等新管理层正式入主万达开启业务新阶段。2）从财务表现来看，公司业绩受票房市场周期影响明显：2011~2019 年增长较快，2020~2022 年波动较大表现不佳，2023 年票房回暖公司收入和利润率大幅恢复；2024 年受行业票房下行影响，公司业绩下滑明显。

行业分析：供给端压制需求释放，新科技落地与 IP 商业化变现打开新空间。1）2024 年电影票房同比下滑 22%，高经营杠杆的影视上市公司特别是院线行业业绩均表现较差，主要是由于 24 年影片供给较少；2）2023 年以来电影备案数量重新上行、2025 年开始有望进入国产电影大年，带动票房市场向上；3）短期看 2025 年春节档票房创新高、《哪吒 2》带动观影需求持续释放。中长期看，国产内容质量提升、IP 衍生品、出海以及 AI 技术加持有望推动电影行业向上。

业务介绍：院线为公司主要的收入来源，内容业务波动较大。1）院线为公司的主要收入来源，2024 年市占率 17.5% 保持全国第一；院线业务的经营杠杆较高，收入和业绩随行业票房波动，近年观影收入规模在 50~90 亿之间。2）内容制作业务年收入规模在 4~8 亿，收入规模和毛利率波动较大。3）游戏发行业务收入规模在 3~4.5 亿元之间，毛利率在 50%~60% 之间，游戏出海具有较大的潜力。4）公司商品餐饮业务的收入规模接近 20 亿元，毛利率在 50%~65% 之间。5）广告业务近年受到大环境影响，21~23 年逐步复苏，2024 年受票房大盘影响。

成长分析：院线、内容业务均有向上可能，看好行业复苏带来业绩弹性。1）股权层面，中国儒意控股股东柯利明取代万达集团成为公司实际控制人，在摆脱万达集团地产业务负面影响之后，业务有望重新进入扩张通道。2）行业层面，2025 年初《哪吒 2》票房和观影人次均创新高，国产优质影片的推出有望持续推动行业复苏。3）中国儒意在电影内容制作及 IP 运营方面优势显著，入主万达后影视内容及游戏业务值得期待，AI 也为内容业务带来降本提效的可能。4）电影市场在新内容周期带动下将持续复苏，高经营杠杆属性以及卖品、广告市场滞后复苏带来更大业绩弹性。

投资建议：看好行业复苏下公司的院线端稳健成长和内容端的利润空间，维持“优于大市”评级。从行业层面来看，中国电影行业内容供给有望恢复，观影需求将复苏。从公司层面来看，公司院线市占率维持中国第一，货币资金充足有望持续提升市占率；新股东及管理团队过往制片成绩优秀、为内容端带来向上可能。我们看好行业景气度及公司基本面改善，维持盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 -8.9/15.8/17.6 亿元，对应 2024-2026 年 PE 为 -28/16/14x，目标价 15.2-15.9 元，隐含 30%~40% 的成长空间，维持“优于大市”评级。

风险提示：观影需求波动的风险、优质影片供应不足的风险、监管风险、商誉减值风险、大股东减持风险、经营风险。

证券分析师： 张衡（S0980517060002）、陈瑶蓉（S0980523100001）

◆ 南方航空(600029.SH) 财报点评:全年业绩同比减亏，供需格局持续改善

南方航空 2024 年四季度业绩同比减亏。2024 年公司营业收入 1742.24 亿元，同比增长 8.9%，实现归母净利润-16.96 亿元，同比大幅减亏，其中单四季度公司营业收入 395.63 亿元，同比下降 2.2%，实现归母净利润-36.61 亿元，同比减亏。

国内需求修复，客座率同比提升明显，但收益水平承压显著。2024 年四季度，公司旅客运输量、旅客周转量（RPK）、可用座公里（ASK）分别同比上升 9.1%、上升 13.8%以及上升 6.4%，且分别恢复至 2019 年同期的 106.1%、106.2%以及 102.3%；客座率恢复至 85.40%，同比提升了 5.6 pct，相较 2019 年提升了 3.2 pct。其中，国内航线的 RPK 和 ASK 分别恢复至 2019 年的 112.6%和 108.9%，国内客座率恢复至 85.7%，同比提升了 5.0 pct；国际航线的 RPK 和 ASK 分别恢复至 2019 年的 91.7%和 87.6%。2024 年行业供给仍然过剩，导致公司收益水平表现承压，全年国内航线客公里收益同比下降 11.1%，四季度单位 RPK 营业收入同比下降 14.0%，相较 2019 年下降 1.0%。

得益于经营效率提升以及油价下跌，公司单位成本同比下降。因供需持续修复，四季度公司营业成本实现 388.3 亿元，同比下降 5.8%。得益于经营效率提升以及航油价格下降，单位 ASK 营业成本为 0.44 元，同比下降 11.5%，相较 2019 年提升 5.1%，从而导致公司毛利率同比增加 3.8 pct 至 1.85%。2024 年全年公司净引进 9 架飞机，机队规模达到 917 架，2025 年公司计划净引进 53 架飞机，考虑到飞机制造商产能受限，预计 2025 年飞机引进速度仍将维持低位。

风险提示：宏观经济下行，油价汇率剧烈波动，安全事故。

投资建议：维持“优于大市”评级。

考虑到 2025 年宏观经济仍然压力较大以及国际航线恢复较慢，我们下调了公司盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 32.2 亿元、66.7 亿元、84.4 亿元（2025-2026 年调整幅度分别为 -31%/-18%），建议关注国内航空出行需求和票价表现的边际变化，中长期看好民航复苏趋势，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 罗丹（S0980520060003）、高晟（S0980522070001）

◆ 中国国航(601111.SH) 财报点评:业绩持续改善，中长期盈利弹性可期

中国国航 2024 年四季度归母净利润同比减亏。2024 年公司营业收入 1666.99 亿元，同比增长 18.1%，实现归母净利润-2.37 亿元，同比减亏，其中单四季度公司营业收入 385.5 亿元，同比增长 8.21%，实现归母净利润-15.99 亿元，同比减亏。

国内需求修复，客座率同比提升明显，但收益水平承压显著。2024 年四季度，公司旅客运输量、旅客周转量（RPK）、可用座公里（ASK）分别同比增长 15.6%、19.4%以及 12.6%，且分别为 2019 年同期的 132.8%、121.7%以及 122.2%；客座率恢复至 79.68%，同比提升了 4.5 pct，相较 2019 年减少了 0.4pct。其中，国内航线的 RPK 和 ASK 分别恢复至 2019 年的 140.4%和 139.2%，国内客座率恢复至 82.3%，同比提升了 4.7 pct；国际航线的 RPK 和 ASK 分别恢复至 2019 年的 91.4%和 96.0%。2024 年行业供给仍然过剩，导致公司收益水平表现承压，全年国内航线的客公里收益同比下降 9.7%，四季度单位 RPK 营业收入为 0.55 元，同比下降 9.4%，相较 2019 年下降 4.3%。

得益于经营效率提升以及油价下跌，公司单位成本同比下降。因供需持续修复，四季度公司营业成本实现 384.4 亿元，同比上升 4.9%。得益于经营效率提升以及航油价格下降，单位 ASK 营业成本为 0.44 元，同比下降 6.9%，相较 2019 年提升 4.8%，从而促使公司毛利率同比提高 3.2 pct 至 0.28%。2024 年全年公司净引进 25 架飞机，机队规模达到 930 架，2025 年公司计划净引进 30 架飞机，考虑到飞机制造商产能受限，预计 2025 年飞机引进速度仍将维持低位。

风险提示：宏观经济下行，油价汇率剧烈波动，安全事故。

投资建议：维持“优于大市”评级。

考虑到 2025 年宏观经济仍然压力较大以及国际航线恢复较慢，我们下调了公司盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别 41.4 亿元、72.9 亿元、90.3 亿元（2025-2026 年调整幅度分别为 -11%/-10%），建议关注国内航空出行需求和票价表现的边际变化，中长期看好民航复苏趋势，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 罗丹（S0980520060003）、高晟（S0980522070001）

◆ 顺丰控股(002352.SZ) 财报点评:全年归母净利破百亿，看好盈利能力继续提升的潜力

2024 年四季度公司业绩表现亮眼。2024 年全年营收 2844.2 亿元（同比+10.1%），归母净利润 101.7 亿元（同比+23.5%），扣非归母净利润 91.5 亿元（同比+28.2%）；2024 年四季度单季营收 775.6 亿元（同比+11.8%），归母净利润 25.5 亿元（同比+29.6%），扣非归母净利润 24.0 亿元（同比+51.3%）。

时效快递收入增长稳健，公司盈利能力同比改善。1）收入方面，受宏观经济增长承压影响，2024 年公司时效快递业务实现营业收入 1222.1 亿元，同比增长 5.8%（2023 年同比增速为 9.2%）；经济快递、快运和供应链及国际三大业务的收入增速分别为 8.8%（剔除丰网影响，同比增速为 11.8%）、13.8%以及 17.5%。2）盈利能力方面，公司 23 年二季度剥离了短期无法盈利的丰网业务，回归且聚焦盈利能力强的中高端快递；同时，公司坚持精益化资源规划和成本管控，实施多网融通（2021-2024 年多网融通降本分别超过 6 亿元、8 亿元、11 亿元和 13 亿元）、营运模式变革以及革新组织架构和激励机制等降本增效措施；此外，快运业务和同城业务的经营也逐步成熟并进入盈利阶段，24 年快运业务仍然实现正毛利率、同城业务净利实现大幅提升。因此，我们看到公司 24 年全年和四季度的归母净利率分别为 3.58% 和 3.29%，同比分别提升了 0.45 pct 和 0.39 pct。

资本开支快速缩减，公司经营韧性强，有望平稳穿越周期。24 年全年公司资本开支为 99 亿元，同比下降 27%，资本开支的收入占比下降有利于盈利能力提升，预计 2024 年资本开支的收入占比将继续下降。公司经营韧性强，主要体现在产品矩阵丰富、网络基础设施完善、顺应下游企业降本需求、顺应企业出海大势以及资源精益化管理等各个方面，我们认为公司有望平稳穿越经济周期。

公司重视投资者回报，实施回购，且提高分红比例。2022-2024 年公司累计回购金额约 47.6 亿元，其中 43.4 亿元回购金额对应的股份用途为注销。2024 年公司分红比例为 40%，同比提升 5 个百分点，且根据公司董事会制定的《未来五年（2024 年-2028 年）股东回报规划》，公司 2024 年度-2028 年度现金分红比例将在 2023 年度基础上稳步提高。

风险提示：宏观经济不及预期；市场拓展低于预期。

投资建议：微幅调整盈利预测，维持“优于大市”评级。

微幅调整盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 117.7/137.3/156.0 亿元（25-26 年调整幅度分别为+1.2%/+0.7%），分别同比增长 16%/17%/14%。公司中长期投资价值显著，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 罗丹（S0980520060003）、高晟（S0980522070001）

◆ 美的集团(000333.SZ) 财报点评:海外持续拉动增长，大规模回购+分红回报股东

营收业绩增长良好，大规模回购+分红回报股东。公司 2024 年实现营收 4090.8 亿/+9.5%，归母净利润 385.4 亿/+14.3%，扣非归母净利润 357.4 亿/+8.4%。其中 Q4 收入 887.3 亿/+9.1%，归母净利润 68.4 亿/+13.9%，扣非归母净利润 53.6 亿/-12.5%。公司拟每 10 股分红 35 元，现金分红率达到 69.3%，折合 3 月 28 日 A 股收盘价的股息率为 4.6%。同时公司宣布 50-100 亿元的 A 股回购计划，其中 70%及以上回购股份将用于注销并减少注册资本。公司公布未来三年股东回报规划，明确公司在符合相关条件下每年实施两次现金分红，以现金方式分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的 30%，其中现金分红在该次利润分配中所占比例最低应达到 60%。

家电主业稳健增长，B 端业务 Q4 增长向好。公司 2024 年智能家居收入 2695.3 亿/+9.4%，预计 Q4 增长

8%；B端收入1045.0亿/+6.9%，预计Q4增长18%。其中新能源与工业技术收入336.1亿/+20.6%，预计Q4增长24%；智能建筑科技收入284.7亿/+9.9%，预计Q4增长29%；机器人与自动化收入287.0亿/-7.6%，Q4下滑4%；B端其他业务收入137.2亿/+6.0%，预计Q4增长41%。

海外增长动能强劲，OBM占比持续提升。公司2024年国内收入2381.2亿/+7.7%，其中H1/H2分别+8.4%/+6.9%；海外收入1690.3亿/+12.0%，其中H1/H2分别+13.1%/+10.8%。公司持续深化海外业务布局，OBM收入占海外家电收入的比重升至43%，展现出强大的全球竞争力，有望持续贡献增长动能。

毛利率提升、费用投放加大，盈利稳步改善。同口径下，公司2024年毛利率同比+0.7pct至26.8%，其中家电毛利率+1.3pct，B端毛利率-0.7pct。公司加大海外费用投入，全年销售费用率+0.9pct至9.5%；管理/研发/财务费用率分别-0.1/+0.1/+0.1pct至3.5%/4.0%/-0.8%。公司2024年投资收益及公允价值变动收益同比增加25.1亿，带动全年归母净利率+0.4pct至9.4%。

合同负债、其他流动负债持续增长，蓄力后续发展。公司2024Q4合同负债492.5亿，同比/环比增长17.9%/31.3%；其他流动负债（主要为预提销售返利）904.3亿，同比/环比增长26.8%/3.2%，为公司后续增长提供坚实基础。

风险提示：行业竞争加剧；原材料价格大幅上涨；国内外家电需求不及预期。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级

公司家电主业增长稳健，B端业务有序推进，持续股权激励下团队作战力强。考虑到内销国补政策延续，外销OBM业务增长较快，上调盈利预测，预计公司2025-2027年归母净利润为431/470/508亿（前值为424/466/-亿），同比+12%/+9%/+8%，对应PE为13.7/12.5/11.6倍，维持“优于大市”评级。

证券分析师：陈伟奇（S0980520110004）、王兆康（S0980520120004）、邹会阳（S0980523020001）

联系人：李晶

◆ 海信家电(000921.SZ) 财报点评:海外各区域驱动增长，四季度内销回暖

四季度经营回暖，盈利有所改善。公司2024年实现营收927.5亿/+8.3%，归母净利润33.5亿/+18.0%，扣非归母净利润26.1亿/+10.7%。其中Q4收入221.7亿/+7.1%，归母净利润5.5亿/+34.9%，扣非归母净利润3.2亿/+8.2%。公司拟每10股派发现金红利12.3元，对应3月28日收盘价股息率为4.1%，现金分红率为50.9%。公司外销持续高景气，内销在国补政策带动下有所回暖，Q4经营业绩环比Q3明显好转，盈利能力有所优化。

家空增长较快，中央空调盈利提升。2024年公司暖通空调收入增长4.2%至402.8亿，其中H1/H2分别+7.6%/+0.1%。其中海信日立收入下滑6.4%至207.4亿，其中H1/H2分别+0.3%/-13.4%；海信日立之外的空调收入同比增长18.5%至195.4亿，其中H1/H2分别+15.9%/+22.4%。海信日立净利率同比提升2.2pct至16.8%，公司暖通空调分部经营利润率同比-0.5pct至12.2%。

冰洗收入快速增长，盈利保持稳定。2024年公司冰洗收入同比增长18.3%至308.4亿，其中H1/H2分别+26.8%/+11.5%；冰洗经营利润率同比-0.1pct至3.6%，预计主要系外销占比提升的结构性因素所致。

三电收入表现平稳，盈利持续修复。根据三电控股公告，2024年三电收入同比增长2.5%至1838亿日元（约合人民币85亿元，考虑到日元贬值，预计人民币口径下三电收入小幅下降）；EBITDA为71亿日元（约合人民币3亿元）；归母利润为-8亿日元（约合人民币-0.4亿元），同比减亏26亿日元。

海外驱动增长。公司2024年外销收入同比增长27.6%至356.3亿，其中海外白电收入同比增长36%，欧洲/美洲/中东非/亚太/东盟区家电收入分别增长35%/47%/27%/15%/32%。公司海外各区域收入快速增长，贡献主要增长动能。

净利率稳步提升。同口径下，公司2024年毛利率-0.4pct至20.8%，预计主要系内外销结构变动所致，其中内销毛利率同比-0.1pct至30.7%，外销毛利率同比+1.9pct至11.4%。公司研发投入加大，销售/管理/研发/财务费用率同比-0.3/+0.0/+0.5/+0.2pct至9.7%/2.7%/3.7%/-0.0%。公司投资收益、公允价值变动收益等同比增加约6亿，全年归母净利率同比+0.3pct至3.6%。

风险提示：行业竞争加剧；汇率大幅波动；原材料价格大幅上涨；海外业务发展不及预期；三电整合及扭亏进度不及预期。

投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级

公司外销延续高景气，内销国补政策带动需求回暖，维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润 37.8/41.9/46.3 亿元，同比+12.8%/+11.0%/+10.4%，对应 PE=11.1/10.0/9.0x，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 陈伟奇（S0980520110004）、王兆康（S0980520120004）、邹会阳（S0980523020001）

联系人： 李晶

◆ 海尔智家(600690.SH) 财报点评:下半年国内外收入加速增长，四季度盈利受业务整合等扰动

四季度收入加速增长，盈利有所波动。公司 2024 年收入 2859.8 亿/+4.3%，归母净利润 187.4 亿/+12.9%，扣非 178 亿/+12.5%。其中 Q4 收入 732.4 亿/+9.9%，归母 35.9 亿/+4.0%，扣非 31.2 亿/+0.5%。公司拟每 10 股派发现金股利 9.65 元，对应 3 月 27 日收盘价股息率为 3.4%；现金股利分配率为 48%，考虑到回购，则合计分红率为 51%。Q4 在以旧换新政策的拉动下，公司内销收入增长超双位数，海外营收同样有所回暖，带动 Q4 营收加速增长；盈利则受到汇兑损失、收购开利商用制冷、利息支出增加等影响而小幅波动。

下半年内外销收入均实现加速增长，新兴区域表现亮眼。公司 2024 年国内收入 1422 亿/+3.2%，H1/H2 分别+2.3%/+3.9%；海外收入增长 5.4%至 1438 亿，H1/H2 分别+3.7%/+7.2%。海外新兴市场增长较快，美洲收入 795 亿/-0.3%，欧洲收入 321 亿/+12.4%，南亚收入 115 亿/+21.1%，澳洲收入 66 亿/+8.1%，东南亚收入 66 亿/+14.8%，中东非收入 27 亿/+38.2%，日本收入 34 亿/-6.5%。开利商用制冷从 Q4 开始并表，预计对欧洲收入增长有所拉动。

各产品增长稳健，空调表现较好。2024 年公司空调收入 491 亿/+7.4%，冰箱收入 832 亿/+2.0%，洗衣机收入 630 亿/+2.9%，厨电收入 411 亿/-1.2%，水家电收入 158 亿/+4.9%，渠道部品及渠道综合服务收入 324 亿/+16.1%。

持续优化成本及费率，盈利进一步提升。同口径下，公司 2024 年毛利率提升 0.3pct 至 27.8%，国内通过数字化产销变革及产品升级、海外通过高端战略及全球供应链协同，内外销毛利率均有提升。公司管理/研发/销售费用率分别-0.1/-0.0/-0.2pct 至 4.2%/3.8%/11.7%，受海外加息影响，公司利息支出增加，财务费用率+0.2pct 至 0.3%。公司全年经营利润 202.3 亿，同比增长 15.8%；归母净利率同比+0.5pct 至 6.6%。Q4 公司将保证类质保费用从“销售费用”计入“营业成本”，以毛利率-销售&研发&管理费用率作为营业利润率计算，Q4 同比仅有 0.2pct 的下降，预计与开利商用制冷并表有关。

Q4 合同负债大幅增长，以旧换新政策成效可期。Q4 国补政策带动内销快速回暖，公司 Q4 内销收入增长超 10%、卡萨帝增长超 30%；合同负债余额达 108.5 亿，同/环比分别+40.4%/+207.8%。统计局数据显示，1-2 月我国家电限额以上零售额同比增长 10.9%，以旧换新政策有望带动公司内销延续较快增长。

风险提示：行业竞争加剧；原材料价格大幅上涨；行业需求恢复不及预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级

考虑到开利商用制冷前期整合对盈利的影响，下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润 212/234/257 亿（前值 214/240/-亿），同比+13%/10%/10%；EPS=2.26/2.49/2.74 元，对应 PE=12/11/10x，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 陈伟奇（S0980520110004）、王兆康（S0980520120004）、邹会阳（S0980523020001）

联系人： 李晶

◆ 东方电缆(603606.SH) 财报点评:在手订单创新高，高规格海缆需求迎来拐点

全年业绩保持稳健，盈利能力受交付结构影响。2024 年公司实现营收 90.93 亿元，同比+24.38%；归母净利润 10.08 亿元，同比+0.81%；扣非净利润 9.09 亿元，同比-6.07%。2024 年公司销售毛利率为 18.83%，同比-6.38pct.；销售净利率为 11.09%，同比-2.59pct.

四季度业绩短期承压，交付结构影响盈利能力。第四季度公司实现营收 23.94 亿元，同比+22.10%，环比-9.00%；归母净利润 0.76 亿元，同比-57.32%，环比-73.60%。四季度公司毛利率 9.53%，同比-12.92pct，环比-12.21pct，净利率 3.18%，同比-5.91pct，环比-7.77pct。

四季度陆缆收入创新高，海洋业务收入环比大幅下降。四季度公司实现海缆+海工收入 6.7 亿元，环比-46%，主要系重大项目开工节奏放缓引起；陆缆系统收入 17.3 亿元，环比+24%，收入结构变化造成整体盈利能力大幅波动。下半年公司海缆系统毛利率 39.8%，环比上半年+0.4pct；海洋工程毛利率 16.4%，环比上半年-17.4pct；陆缆系统毛利率 5.9%，环比-4.0pct。

在手订单创历史新高，高规格海缆产品占比持续提升。2024 年三季度以来公司陆续中标中广核帆石一 500kV 主缆产品与敷设（17.7 亿元）、三峡青洲五、七±500kV 直流海缆 EPC（15.1 亿元）、中广核帆石二 500kV 主缆 EPC（9 亿元）等重大高规格项目。截至 2025 年 3 月 21 日，公司在手订单 179.8 亿元，其中海缆系统 88.3 亿元，陆缆系统 63.5 亿元，海洋工程 28.0 亿元。

海外收入大幅增长，欧洲布局稳步推进。受海洋输电和海上风电需求共同驱动，欧洲头部海缆企业订单饱和，包括公司在内的国内头部海缆企业已陆续向欧洲供货。2024 年公司实现海外收入 7.33 亿元，同比+480.54%，交付首个欧洲海风超高压海缆项目。公司分别于 2022、2024 年在荷兰和英国设立全资子公司、孙公司，海外布局稳步推进。

风险提示：国内海风招标开工节奏不及预期；原材料价格大幅上涨；行业竞争加剧。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑到海风项目开工节奏，下调 25 年盈利预测，上调 26 年盈利预测。我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 17.07/22.23/25.21 亿元（25-26 年原预测值为 18.20/21.41 亿元），当前股价对应 PE 分别为 20/16/14 倍，维持“优于大市”评级。

证券分析师：王蔚祺（S0980520080003）、王晓声（S0980523050002）

◆ 三生制药(01530.HK) 海外公司财报点评:核心产品销售稳健增长，创新管线快速推进

公司业绩较快增长。三生制药 2024 年实现营收 91.1 亿元（+16.5%），毛利 78.3 亿元（+17.9%），毛利率提升至 86%（+1pct）；公司实现归母净利润 20.9 亿元（+34.9%），经调整的经营性归母净利润 23.2 亿元（+18.8%）。生物制药、毛发健康等业务板块均实现较快增长。2024 年公司的研发费用为 13.27 亿元（+66.9%），研发费用率 14.6%（+4.4pct）；销售费用为 33.51 亿元（+11.5%），销售费用率 36.8%（-1.7pct）；管理费用为 5.02 亿元（+4.4%），管理费用率 5.5%（-0.7pct）。公司加大内部管线与外部合作的投入，研发费用有所上升。

特比澳完成医保续约，生物板块销售表现良好。公司的核心产品特比澳全年销售 50.62 亿元（+20.4%），占据中国血小板减少症治疗市场份额的 66.6%，新增儿童 ITP 适应症获批上市，慢性肝病相关血小板减少症的临床 3 期研究达到终点并提交上市申请，同时成功完成医保续约。益比奥和赛博尔全年销售 10.18 亿元（+8.3%），在中国 rhEPO 中占有 42% 的市场份额。赛普汀完成医保续约，并被纳入多项临床指南和专家共识。生发药物蔓迪销售稳健增长，得益于持续的市场教育、专业的数字化营销体系和特有的泡沫剂型，2024 年销售额 13.37 亿元（+18.9%）。

707 展示出良好的治疗效果，肿瘤板块临床顺利推进。707 为 VEGF 和 PD-1 双抗产品，在肺癌、结直肠癌等适应症中开展四项临床研究，同时与百利天恒的 BL-B01D1（EGFRxHER3 ADC）达成合作，探索“双抗+ADC”联用治疗潜力。公司在 JPM 会议上公布 707 的临床数据，单药治疗 1 线 PD-L1 阳性 NSCLC 的临床 2 期 ORR 达到 70.8%，DCR 为 100%；联合化疗在 1 线 NSCLC 的临床 2 期数据显示，sqNSCLC 的 ORR 为 81.3%，nsqNSCLC 的 ORR 达到 58.3%，DCR 均为 100%，在单药和联用治疗中展示出良好的潜力。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。

由于核心产品的销售增长超出预期，我们上调公司 2025-26 年的盈利预测，并新增 2027 年的盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润 23.9/27.1/30.7 亿元（2025-26 年前值 23.0/25.7 亿元），同比增长 14.1%/13.7%/13.1%，对应当前股价 PE=11.5/10.1/8.9。公司拥有稳健的增长和良好的盈利水平，创新药管线进度较快，自研和引进的管线即将进入收获期，维持“优于大市”评级。

风险提示：核心产品降价幅度超预期，创新药研发进度不及预期。

证券分析师： 陈曦炳（S0980521120001）、彭思宇（S0980521060003）、陈益凌（S0980519010002）

金融工程

◆ 金融工程日报:A 股震荡收跌，黄金股持续活跃、算力题材午后反弹

市场表现：今日(20250331)大部分指数处于下跌状态，规模指数中上证 50 指数表现较好，板块指数中科创 100 指数表现较好，风格指数中沪深 300 价值指数表现较好。家电、通信、银行、电力公用事业、计算机行业表现较好，综合金融、综合、消费者服务、国防军工、房地产行业表现较差。近端次新股、高速公路精选、黄金精选、IDC(算力租赁)、东数西算等概念表现较好，BC 电池、动物保健精选、环氧丙烷、呼吸机、稀土等概念表现较差。

市场情绪：今日收盘时有 42 只股票涨停，有 48 只股票跌停。昨日涨停股票今日高开高走，收盘收益为 1.94%，昨日跌停股票今日收盘收益为-5.57%。今日封板率 67%，较前日提升 17%，连板率 24%，较前日提升 12%。

市场资金流向：截至 20250328 两融余额为 19225 亿元，其中融资余额 19113 亿元，融券余额 111 亿元。两融余额占流通市值比重为 2.4%，两融交易占市场成交额比重为 8.8%。

折溢价：20250328 当日 ETF 溢价较多的是生物疫苗 ETF，ETF 折价较多的是 2000ETF。近半年以来大宗交易日均成交金额达到 16 亿元，20250328 当日大宗交易成交金额为 11 亿元，近半年以来平均折价率 5.40%，当日折价率为 6.53%。近一年以来上证 50 股指期货主力合约年化升水率中位数为 0.14%，近一年以来沪深 300 股指期货主力合约年化贴水率中位数为 1.35%，近一年以来中证 500 股指期货主力合约年化贴水率中位数为 6.49%，近一年以来中证 1000 股指期货主力合约年化贴水率中位数为 10.85%，当日上证 50 股指期货主力合约年化升水率为 0.06%，处于近一年来 49%分位点，当日沪深 300 股指期货主力合约年化贴水率为 3.42%，处于近一年来 36%分位点；当日中证 500 股指期货主力合约年化贴水率为 12.53%，处于近一年来 15%分位点；当日中证 1000 股指期货主力合约年化贴水率为 13.21%，处于近一年来 37%分位点。

机构关注与龙虎榜：近一周内调研机构较多的股票是三花智控、环旭电子、华曙高科、日月股份、聚辰股份、奥迪威、广东宏大、澜起科技等，三花智控被 409 家机构调研。20250331 披露龙虎榜数据中，机构专用席位净流入较多的股票是矽电股份、赛意信息、宏景科技、新铝时代、多瑞医药、仁智股份、潍柴重机、河化股份、万达轴承、创意信息等，机构专用席位净流出较多的股票是美力科技、至纯科技、圣诺生物、利和兴、合锻智能、钧达股份、果麦文化、东港股份、唯特偶、大连重工等。陆股通净流入较多的股票是钧达股份、浙大网新、百傲化学、赛意信息、信雅达、韶能股份、特力 A、创意信息等，陆股通净流出较多的股票是大连重工、雪人股份、杭钢股份、富岭股份、大位科技、石化机械、江苏新能、兰石重装、至纯科技等。

风险提示：市场环境变动风险；本报告基于历史客观数据统计，不构成投资建议。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）

联系人： 李子靖

【市场数据】

商品期货

商品	收盘价	涨跌幅	商品	收盘价	涨跌幅
黄金	723.08	1.00	ICE 布伦特原油	73.63	-0.54
白银	8452.00	0.15	铜	80190.00	-0.59
铝	20545.00	-0.26	铅	17375.00	-0.48
豆一	3909.00	0.79	锌	23530.00	-1.21
豆粕	2830.00	0.14	镍	130390.00	-0.27
玉米	2250.00	-0.66	锡	285920.00	1.84
螺纹钢	3112.00	-0.32	SR505	6090.00	0.47

本月国内重要信息披露

公布日期	项目	本期数据	上期数据	上年同期数据	发布主体
2024/11/30	11月PPI (%)	-2.9	-3.3	-3.4	PPI
2024/11/30	11月CPI (%)	99.4	100.7	100.2	国家统计局
2024/11/30	11月狭义货币(M1)同比 (%)	-0.0	-0.02	0.01	中国人民银行
2024/11/30	11月狭义货币(M2)同比 (%)	0.07	0.07	0.1	中国人民银行
2024/11/30	11月新增人民币贷款(亿元)	5216.0	2965.0	11120.0	中国人民银行
2024/11/30	11月贸易顺差总额(亿美元)	97443.13	95715.17	69334.24	国家商务部
2024/11/30	11月固定资产投资累计同比 (%)	0.03	0.01	0.02	国家统计局
2024/11/30	11月工业增加值 (%)	0.05	0.05	0.06	国家信息中心
2024/11/30	11月社会消费品零售总额_同比 (%)	0.03	0.03	0.02	国家统计局

近期非流通股解禁明细

代码	简称	本次解禁数量(万股)	流通股股本(万股)	流通股增加%	上市日期
301077.SZ	星华反光	3856.49	6000.00	100.00	2025-03-31
301061.SZ	匠心家居	6000.00	8000.00	100.00	2025-03-13
000625.SZ	长安汽车	2590.64	632214.29	45.92	2025-03-05
300844.SZ	山水比德	2525.00	4040.00	100.00	2025-02-13
301024.SZ	霍普股份	2880.00	4239.00	100.00	2025-01-28
601921.SH	浙版传媒	180000.02	222222.22	100.00	2025-01-23
001209.SZ	洪兴股份	6497.49	9394.48	100.00	2025-01-22
002059.SZ	云南旅游	6857.37	101243.48	100.00	2025-01-16
002187.SZ	广百股份	18692.79	61761.91	100.00	2025-01-06
605287.SH	德才股份	2865.13	10000.00	100.00	2025-01-06
600679.SH	上海凤凰	550.77	34369.42	100.00	2024-12-23
000546.SZ	金圆股份	6613.75	78048.26	99.54	2024-12-20
301096.SZ	不适用	3960.00	10816.66	100.00	2024-12-20
688032.SH	不适用	1985.72	4000.00	100.00	2024-12-20
600859.SH	王府井	4147.65	113273.80	99.75	2024-12-17
301100.SZ	不适用	15000.00	20000.00	100.00	2024-12-17
000401.SZ	冀东水泥	106598.80	247935.72	99.97	2024-12-16

301177.SZ	不适用	36000.00	40001.00	100.00	2024-12-16
000737.SZ	南风化工	104599.31	169128.73	100.00	2024-12-16
603216.SH	梦天家居	16600.00	22136.00	100.00	2024-12-16
688246.SH	不适用	3663.35	13787.75	100.00	2024-12-16
301138.SZ	不适用	9000.00	12000.00	100.00	2024-12-16
301101.SZ	不适用	8456.60	13434.14	100.00	2024-12-16
603071.SH	不适用	32026.96	55795.44	100.00	2024-12-16
002074.SZ	国轩高科	38416.33	156267.38	79.01	2024-12-16
301168.SZ	通灵股份	7034.70	12000.00	100.00	2024-12-10
300678.SZ	中科信息	381.96	12858.48	5.95	2024-12-10
688192.SH	迪哲医药	21784.60	40000.01	100.00	2024-12-10
600886.SH	国投电力	48830.64	745417.97	100.00	2024-12-10
688110.SH	东芯股份	16571.30	44224.97	100.00	2024-12-10
301126.SZ	达嘉维康	8187.02	20650.57	100.00	2024-12-09
301193.SZ	家联科技	5985.00	12000.00	100.00	2024-12-09
301111.SZ	粤万年青	8986.15	16000.00	100.00	2024-12-09
301199.SZ	迈赫股份	7650.00	13334.00	100.00	2024-12-09
301179.SZ	泽宇智能	9900.00	13200.00	100.00	2024-12-09
688151.SH	华强科技	24234.68	34450.00	100.00	2024-12-06
301213.SZ	观想科技	4804.56	7999.99	100.00	2024-12-06
301167.SZ	建研设计	2400.00	8000.00	100.00	2024-12-06
301108.SZ	洁雅股份	4571.77	8120.98	100.00	2024-12-03
000155.SZ	川能动力	17899.55	144899.55	100.00	2024-12-03

全球证券市场统计

股票市场指数

简称	最新收盘价	1日 涨跌幅(%)	1周 涨跌幅(%)	1个月 涨跌幅(%)	3个月 涨跌幅(%)	12个月 涨跌幅(%)	30天 波动率(%)
道琼斯工业平均指数	42001.76	1.004872	48.37	48.37	48.37	48.37	44.07
德国 DAX 指数	22163.49	-1.326847	74.00	-1.72	11.32	19.85	50.93
法 CAC40 指数	7790.71	-1.583738	-2.88	-3.95	5.55	-5.05	47.11
恒生指数	23119.58	-1.310562	-3.28	0.77	15.25	39.76	70.92
沪深 300 指数	3887.30	-0.711600	-1.20	-0.07	-1.20	9.88	68.13
美国 SP500 指数	5611.85	0.553849	-2.69	-5.75	-4.58	6.80	51.21
纳斯达克综合指数	17299.29	-0.136812	-4.88	-8.21	-10.41	5.61	57.57
日经 225 指数	35617.56	-4.048375	-5.29	-4.13	-10.72	-11.77	不适用

沪深港通资金流入流出 Top10

A 股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流入资金 (RMB, 万元)	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流出资金 (RMB, 万元)
1	688111.SH	金山办公	299.1200	-1.5405	无数据	688111.SH	金山办公	299.1200	-1.5405	无数据
2	601318.SH	中国平安	51.6300	-0.6351	无数据	601318.SH	中国平安	51.6300	-0.6351	无数据
3	002371.SZ	北方华创	416.0000	0.0240	无数据	002371.SZ	北方华创	416.0000	0.0240	无数据
4	300750.SZ	宁德时代	252.9400	-1.5031	无数据	300750.SZ	宁德时代	252.9400	-1.5031	无数据
5	601398.SH	工商银行	6.8900	0.1453	无数据	601398.SH	工商银行	6.8900	0.1453	无数据
6	600276.SH	恒瑞医药	49.2000	1.2137	无数据	600276.SH	恒瑞医药	49.2000	1.2137	无数据
7	000858.SZ	五粮液	131.3500	-1.4111	无数据	000858.SZ	五粮液	131.3500	-1.4111	无数据

8	688256.SH	寒武纪-U	623.0000	-0.6380	无数据	688256.SH	寒武纪-U	623.0000	-0.6380	无数据
9	600519.SH	贵州茅台	1561.0000	-1.5272	无数据	600036.SH	招商银行	43.2900	0.1620	无数据
10	300476.SZ	胜宏科技	81.0100	-2.3505	无数据	600519.SH	贵州茅台	1561.0000	-1.5272	无数据

港股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流入资金 (HKD, 万元)	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流出资金 (HKD, 万元)
1	9926.HK	康方生物	76.2000	0.02144772	40256.39	1810.HK	小米集团-W	49.2000	-0.03623898	484422.12
2	9992.HK	泡泡玛特	156.5000	0.02154047	67358.07	2800.HK	盈富基金	无数据	无数据	476869.88
3	0941.HK	中国移动	83.8000	0.01268882	92454.58	0700.HK	腾讯控股	497.0000	-0.02453386	327287.09
4	1193.HK	华润燃气	23.2000	-0.17730496	99493.20	9988.HK	阿里巴巴-W	128.0000	-0.02290076	290302.32
5	3988.HK	中国银行	4.6900	0.02178649	104460.74	0981.HK	中芯国际	46.1000	-0.03958333	281184.95
6	3690.HK	美团-W	155.8000	-0.02685821	119303.33	2828.HK	恒生中国企业	无数据	无数据	140757.19
7	9988.HK	阿里巴巴-W	128.0000	-0.02290076	285160.93	3690.HK	美团-W	155.8000	-0.02685821	68434.57
8	0981.HK	中芯国际	46.1000	-0.03958333	291583.59	9992.HK	泡泡玛特	156.5000	0.02154047	51038.19
9	0700.HK	腾讯控股	497.0000	-0.02453386	339023.84	1211.HK	比亚迪股份	392.8000	-0.03441495	45984.97
10	1810.HK	小米集团-W	49.2000	-0.03623898	518574.09	1024.HK	快手-W	54.3500	-0.03119430	43454.09

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032