

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-04-01

宏观策略

2025 年 04 月 01 日

宏观点评 20250331：经济修复的三个特点——3 月 PMI 数据点评

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。

行业

推荐个股及其他点评

华泰证券 (601688): 2024 年年报点评: 头部券商优势稳固, 出售子公司股权增厚全年业绩

盈利预测与投资评级: 结合公司 2024 年经营情况, 我们上调此前盈利预测, 预计 2025-2026 年公司归母净利润分别为 140.16/151.26 亿元 (前值分别为 134.88/144.00 亿元), 对应增速分别为-8.70%/+7.92%; 预计 2027 年公司归母净利润为 160.75 亿元, 同比+6.28%。当前市值对应 2025-2027 年 PB 估值分别为 0.62/0.59/0.56 倍。看好交投情绪恢复后公司不断巩固头部券商竞争壁垒, 同时依托科技核心竞争力延续增长趋势, 维持“买入”评级。 风险提示: 1) 市场成交活跃度下降; 2) 股市波动冲击自营投资收益。

中国通号 (688009): 2024 年报点评: 利润率水平有所提升, 业务结构加速转型

盈利预测与投资评级: 考虑公司业务结构转型, 我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测为 39.05 (原值 39.92)/43.05 (原值 44.62) 亿元, 预计 2027 年归母净利润为 47.17 亿元。当前市值对应 PE 分别为 15/14/13 倍, 考虑公司海外业务进展顺利, 维持公司“买入”评级。 风险提示: 信号系统改造需求不及预期, 海外市场拓展不及预期, 宏观经济风险。

广汽集团 (601238): 2024 年报点评: 业绩表现符合预期, 持续推动一体化改革

盈利预测与投资评级: 由于行业竞争加剧, 我们下调公司 2025/2026 年归母净利润预期至 35/47 亿元 (原为 41/54 亿元), 我们预测公司 2027 年归母净利润为 56 亿元, 对应公司 2025-2027 年的 PE 为 25/18/16 倍。考虑公司合资逐步触底, 集团改革加速, 我们认为公司应该享受更高估值, 仍维持“买入”评级。 风险提示: 行业竞争加剧风险; 对外合作进展低预期等。

爱柯迪 (600933): 2024 年年报点评: 会计准则调整影响毛利率, 墨西哥新增人形机器人产品布局

公告收购微电机公司卓尔博 71% 股权; 产能端: 1、公司墨西哥一期生产基地在 2023 年 7 月开始量产, 目前墨西哥二期工厂也在建设当中, 计划于 2025 年 Q2 投入生产, 墨西哥工厂未来产品范围涵盖新能源汽车车身部件、三电系统及其他汽车用铝合金产品、人形机器人结构件产品等。

华电国际 (600027): 2024 年报点评: 成本持续优化, 集团资产注入加速
盈利预测与投资评级: 考虑电价与煤价变动, 我们下调 25-26 年归母净利润从 73/83 亿元至 64.5/68.1 亿元, 预计 27 年归母净利润 77.4 亿元, 对应 PE 为 9/8/7 倍 (2025/3/28), 煤价下行火电盈利持续提升, 自建+注入优质火电资产扩张, 维持“买入”评级。 风险提示: 电力价格波动, 煤炭价格波动, 装机进度不及预期。

坚朗五金 (002791): 2024 年报点评: 业绩仍承压, 海外市场开拓效果持续显现

公司坚持围绕建筑构配件集成供应商的战略定位, 整合拓展新品类并不断提升产品力, 积极开拓新场景和新市场, 在行业景气下行期公司升级服务能力并迭代销售和产品模式, 阶段业绩承压但我们认为公司竞争优势依然明显, 期待经营调整效果显现。考虑到市场需求恢复缓慢和刚性费用, 我们调整公司 2025-2026 年、并新增 2027 年归母净利润预测为

2.60/3.45/4.04 亿元（2025-2026 年前值为 2.72/4.15 亿元），对应 PE 分别为 31.6X/23.9X/20.4X，考虑到公司未来业绩恢复弹性及人效提升空间，维持“买入”评级。风险提示：下游需求不及预期的风险；原材料价格大幅波动的风险；并购整合风险；新品类发展不及预期的风险。

比亚迪电子（00285.HK）：2024 年业绩点评：经营情况稳健，三大业务增量可期

投资要点 事件：公司发布 2024 年业绩。2024 年公司实现收入 1773.1 亿元，同比+36.0%；归母净利润 42.7 亿元，同比+5.6%；毛利率同比-1.1pct 至 6.9%，主要系产品结构变化。我们认为公司加速折旧、产品结构变化、计提股权激励费用、大客户处研发费用前置等对毛利率、净利润有所影响。消费电子高增长，收购捷普协同效应或进一步显现。2024 年消费电子业务收入同比+45.0%至 1412.3 亿元，其中零部件/组装业务收入分别同比+161.5%/+26.0%至 356.6/1055.8 亿元，来自大客户 A 的收入 974.7 亿元，同比+55.4%。捷普并表后通过自动化快速提升运营效率，我们认为收购效应后续有望在利润率和产品序列层面进一步显现。汽车电子有望持续受益于母公司智能化。2024 年新能源汽车业务收入同比+45.5%至 205.1 亿元，主要系集团智能座舱、智驾域控、热管理产品出货量持续增长，智能悬架产品导入量产。公司全面布局低、中、高算力智驾平台，通过热管理系统核心零部件自研实现高效热能转换和利用，具备核心技术和大规模量产能力。我们认为公司智驾域控、智能悬架、智能座舱等产品有望持续受益于母公司智驾平权及国内外销量增长，贡献新的业绩增量。AI 及机器人布局持续完善，积蓄增长动能。2024 年新型智能产品收入同比-15.6%至 155.6 亿元，我们认为主要系储能业务影响。2024 年公司加强与各板块行业头部客户战略合作无人机、智能家具及游戏硬件板块稳健发展。公司持续完善 AI 数据中心、机器人赛道布局，AI 服务器产品实现量产，液冷和电源产品完成开发，有望贡献增长新动能；机器人方面，公司已完成 AMR（自主移动物流机器人）开发，并应用于集团内制造场景，同时已针对 AI 机器人传感器、执行器、控制器等多个核心零部件及整机进行全面布局。盈利预测与投资评级：公司汽车电子、消费电子、新型智能三项业务均有可观增长潜力，我们将公司 2025/2026 年预期归母净利润由 61.4/76.3 亿元下调至 52.6/63.2 亿元，并预测 2027 年归母净利润为 73.0 亿元，2025 年 3 月 28 日收盘价对应 PE 为 16.2/13.5/11.7 倍，维持“买入”评级。风险提示：下游需求不及预期；客户集中度较高；收购协同效应不及预期。

青岛啤酒（600600）：2024 年报点评：轻装上阵，量价企稳

青岛啤酒发布 2024 年报，2024 年公司营收/归母净利润为 321.38/43.45 亿元，同比-5.30%/1.81%；2024Q4 营收/归母净利润为 31.79/-6.45 亿元，同比+7.44%/增亏 0.05 亿，扣非净利润为-7.35 亿元，同比减亏。

珠海冠宇（688772）：2024 年年报点评：产品+客户持续升级，AI 浪潮开启发展新周期

盈利预测与投资评级：我们基本维持 25-26 年公司归母净利润预期 8.6/13.3 亿元（此前预期 8.4/12.7 亿元），给予 27 年归母净利润预期 16.1 亿元，同增 100%/55%/21%，对应 PE 为 22/14/12 倍，考虑到公司全球消费锂电巨头地位，启停电池打造第二增长曲线，维持“买入”评级。风险提示：下游需求放缓、新产品不及预期。

中国重汽（03808.HK）：2024 年报点评：龙头韧性彰显，出海行稳致远

盈利预测与投资评级：由于 25 年海外出口部分区域存在下行风险，我们下调公司 25 年盈利预期至 68.4 亿元（原 78），给予 26~27 年盈利预测 81.6/89.3 亿元，25~27 年对应 EPS 为 2.48/2.96/3.23 元，对应 PE 为 9.05/7.58/6.93 倍，由于公司龙头地位稳固且估值处于低位，分红率较高（24 年 55%且有望进一步提升），维持“买入”评级。风险提示：海内外宏观经济波动幅度超预期；上游原材料涨价超预期。

基康仪器（830879）：2024 年报点评：受益政策驱动水利与能源基建，业绩同比稳步增长

公司发布 2024 年度报告，实现营收 3.57 亿元，同比+8.57%；归母净利润 0.77 亿元，同比+5.99%；扣非归母净利润 0.73 亿元，同比+6.86%。业绩同比增长主要系公司积极抢抓国家骨干水网建设、小型水库安全监测能力提升建设、抽水蓄能电站建设、核电站建设以及公路高边坡安全监测系统建设等细分领域市场机遇，在水利与能源领域销售稳步增长。预计公司 2025-2027 年归母净利润 0.91/1.05/1.17 亿元（2025/2026 前值为 0.94/1.15 亿元），当前股价对应动态 PE 分别为 24.65/21.36/19.08x，维持“买入”评级。风险提示：1）技术迭代不及预期；2）宏观经济波动；3）市场竞争加剧。

达势股份（01405.HK）：2024 年业绩公告点评：新增长市场势能强劲，经营效率持续提升

达势股份发布 2024 年业绩公告，2024 年公司实现收入 43.14 亿元，同比增长 41.41%；归母净利润 0.55 亿元，同比扭亏为盈。

长城汽车（601633）：2024 年报点评：全年营收创新高，出海+智能化助力高质量发展

盈利预测与投资评级：公司智能化+全球化战略明确，研发持续加大。我们调整公司 2025/2026 年营业收入预期分别为 2250/2491 亿元（原值为 2126/2338 亿元），同比+11%/+11%，归母净利润预期分别为 129/143 亿元（原值为 149/174 亿元），同比+1%/+11%。新增 2027 年营收预期 2656 亿元，同比+7%；新增 2027 年归母净利润预期 148 亿元，同比+4%。2025~2027 对应 EPS 分别为 1.50/1.68/1.73 元，对应 PE 估值分别为 18/16/15 倍，维持“买入”评级。

赣锋锂业（002460）：2024 年年报点评：资源布局步入收获期，后续盈利有望好转

盈利预测与投资评级：锂价底部震荡，我们下调 2025-2026 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润 11.8/15.9/24.6 亿元（原预期 25-26 年为 13.2/18.5 亿元），同比+157%/+34%/+55%，对应 PE 为 58x/43x/28x，公司全球布局众多优质资源，矿端自供率持续提升，维持“买入”评级。风险提示：产能释放不及预期，需求不及预期。

珍酒李渡（06979.HK）：珍酒良性调整，李渡稳扎稳打

盈利预测与投资评级：公司产品矩阵清晰，品牌升级布局长远，组织效能与团购培育势能有望逐步显现。经过 25H1 盘整巩固，期待后续轻装上阵，更好迎接下一轮需求弹性释放。考虑酱酒次高端竞争加剧，我们微调 2025~2026 年公司 non-IFRS 归母净利润预测分别为 16.8、19.3 亿元人民币（前值为 17.4、20.4 亿元人民币），新增 2027 年预测为 22.9 亿元人民币，同比+0.3%、+14.7%、+18.6%，对应 PE 为 13.3、11.6、9.7x，维持“买入”评级。风险提示：宏观修复不及预期，次高端价格及费用竞争加剧，渠道库存消化不及预期等。

潍柴动力 (000338): 2024 年年报点评: Q4 业绩超预期, 盈利性持续改善

盈利预测与投资评级: 考虑凯傲增效计划将于 25 年计提裁员费用, 且新能源业务处于爬坡期, 我们下调 2025~2026 年归母净利润预测至 129/153 亿元(原 133/157), 给予公司 2027 年归母净利润预测 162 亿元, 2025~2027 年对应 EPS 分别为 1.47/1.75/1.85 元, 对应 PE 分别为 11.06/9.29/8.80 倍, 考虑公司当前估值较低且龙头地位稳固, 维持“买入”评级。风险提示: 经济复苏不及预期, 地缘政治风险等。

藏格矿业 (000408): 2024 年年报点评: Q4 钾锂销量双升, 铜矿盈利维持高位

盈利预测与投资评级: 锂价底部震荡, 我们下调公司 2025-2026 年盈利预测, 预计 2025-2027 年归母净利润 27.3/35.0/54.3 亿元(25-26 年原预期为 27.3/42.6 亿元), 同比+6%/+28%/+55%, 对应 PE 为 21x/16x/10x, 公司碳酸锂成本优势显著, 钾锂铜扩产同步推进, 维持“买入”评级。风险提示: 产能释放不及预期, 需求不及预期。

南网科技 (688248): 2024 年年报点评: 业绩符合市场预期, 智能设备业务增长亮眼

事件: 公司发布 24 年年报, 24 年营收 30.1 亿元, 同+19%, 归母净利润 3.7 亿元, 同+30%; 其中 24Q4 营收 9 亿元, 同+0.1%, 归母净利润 0.9 亿元, 同-29.7%。24 年实现毛利率 30.8%, 同+1.8pct, 归母净利率 12.1%, 同+1pct, 其中 24Q4 毛利率 30.1%, 同-2.8pct, 归母净利率 9.4%, 同-4pct。业绩符合市场预期。1) 储能业务方面, 24 年实现营收 5.93 亿元, 同比-18%, 毛利率 14.11%, 同比-0.43pct。收入下滑主要系部分大型储能 EPC 项目未确收所致。公司在手订单充沛, 国研院备案项目+深南电等非关联独立储能项目+构网型 PCS、移动储能以及台区储能等新产品推广, 25 年储能业务有望实现高速增长。2) 调试业务方面, 24 年实现营收 7.8 亿元, 同比+34%, 毛利率 41.83%, 同比-0.5pct。收购贵州创星、广西桂能后, 省外市场拓展顺利, 24 年贵州创星/广西桂能营收同比+34%/48%, 净利润同比+104%/65%。公司中标多个省外大型火电调试项目, 首次承担核电常规岛调试项目, 智慧煤场项目在国网区域电厂实现突破。公司不断扩大市场, 看好调试业务维持快速增长。1) 智能配用电业务, 24 年实现营收 7.6 亿元, 同比+72%, 毛利率 35.76%, 同比+2.19pct。“丝路”核心模组+通讯模块是核心驱动力, 随着“丝路”系统的广泛应用, 配用电业务有望实现长期稳健增长; 2) 智能检测设备业务, 24 年实现营收 3.96 亿元, 同比+54%, 毛利率 32.93%, 同比-1.89pct。线路在线监测 3 个品类设备在南网集采市占率第一, 电网智能化趋势下, 监测终端成为刚需, 长期来看若公司能够常态化在国网中标, 则未来增长可期; 3) 机器人及无人机业务, 24 年实现营收 2.49 亿元, 同比-9%, 毛利率 27.15%, 同比-0.04pct。“慧眼”无人机已实现在贵州、深圳电网的规模化应用, 并在湖北、江苏等地区大范围推广, 24 年受广东采购下降收入略有影响, 长期看新市场突破+渗透率提升, 无人机业务有望成为重要的增长驱动力。盈利预测与投资评级: 我们预计公司 25-27 年归母净利润分别为 4.59/6.29/8.61 亿元, 同比+26%/37%/37%, 维持“买入”评级。风险提示: 电网投资不及预期, 储能业务进展不及预期, 竞争加剧等。

绿色动力 (601330): 2024 年年报点评: 自由现金流大增, 分红比例提至 71.45%

项目布局核心区域 B 端拓展潜力大，激励锁定持续成长+提分红共振。随着固废产能爬坡、经营提效及供汽拓展，公司盈利水平有望持续提升。公司项目广泛布局于京津冀、长三角、珠三角等经济发达区域，B 端供汽及 IDC 合作潜力大。公司股权激励考核目标为 2026-2028 年扣非归母净利润不低于 7.11/7.42/7.73 亿，对应 2024-2026 年扣非复增 10.9%，2027 年/2028 年扣非同增 4.4%/4.2%。公司资本开支大幅下降，自由现金流转正并持续增厚，进入现金流收获期。公司承诺 2024-2026 年以现金方式分配的利润应分别不低于当年实现的可分配利润的 40%、45%、50%。2024 分红比例提至 71.45% 大超预期，现金流价值突出。盈利预测与投资评级：公司运营稳健增长，发布股票激励计划彰显发展信心，自由现金流增厚可保障长期高分红。考虑潜在减值风险，我们将 2025-2026 年归母净利润由 6.64/7.39 亿元下调至 6.50/7.18 亿元，预计 2027 年归母净利润 7.60 亿元，对应 14/13/12 倍 PE，维持“买入”评级。风险提示：应收风险，危废项目减值风险，资本开支超预期上行等。

中国重汽（000951）：2024 年年报点评：Q4 业绩超预期，利润率大幅提升

盈利预测与投资评级：公司重卡龙头地位稳固，降本增效成果显著，我们上调公司 2025~2026 年盈利预测，归母净利润从 17.78/23.21 亿元上调至 19.77/23.87 亿元，给予 2027 年归母净利润预测 25.17 亿元，2025~2027 年对应 EPS 分别为 1.68/2.03/2.14 元，对应 PE 估值分别为 12.3/10.1/9.6 倍，维持“买入”评级。风险提示：国内物流行业复苏不及预期；海外经济波动超预期等。

龙湖集团（00960.HK）：2024 年业绩公告点评：经营性业务稳健增长，债务结构持续优化

盈利预测与投资评级：公司开发业务聚焦高能级城市；经营类业务收入稳中有升，助力穿越周期。由于近年来房地产市场波动及行业竞争加剧，我们下调公司 2025/2026 年归母净利润为 67.6/71.2 亿元（原值为 131.4/133.9 亿元），预测 2027 年归母净利润为 75.6 亿元，对应的 EPS 为 0.98 元/1.03 元/1.10 元，对应的 PE 分别为 9.7X/9.2X/8.7X。考虑到公司财务状况稳定，经营性业务呈现稳定增长态势，业务结构持续优化，我们坚定看好公司穿越行业周期的能力，维持“买入”评级。风险提示：行业下行压力超预期；调控政策放松不及预期、收紧超预期。

百奥赛图-B（02315.HK）：2024 年年度业绩公告点评：全面进入盈利新阶段，双成长曲线迎接高速增长

事件：公司发布 2024 年年度业绩公告，公司实现总营收 9.80 亿元（人民币，+36.76%，括号内为同比增速，下同），归母净利润 33.54 百万元（扭亏为盈），经营活动现金流 211.2 百万元。公司实现全面盈利，运营优化显著，2024 年销售毛利率同比提升 7.08pct，主要系毛利率较高抗体发现和动物销售业务占比提高以及海外收入占比提升。各项费用有所控制，其中研发费用 3.2 亿元（-31.7%），主要系临床阶段创新药项目收尾，聚焦核心主业；一般及行政开支费用率降低 23.7%，精益管理。风险提示：科创板上市失败，新药进展不及预期，行业竞争加剧等风险

宏发股份（600885）：2024 年年报点评：Q4 利润略超预期，今年需求旺盛增长有望提速

24Q4 营收同比+6%、归母净利润同比+25%、利润略超市场预期。公司 24 年营收 141.0 亿元，同比+9.1%，归母净利润 16.3 亿元，同比+17.1%，其

中 24Q4 实现营收 32.3 亿元，同比+6.1%，归母净利润 3.6 亿元，同比+24.8%，净利润略超市场预期。24 年/24Q4 毛利率为 36.21%/39.69%，同比-0.68pct/-1.50pct，系大宗材料价格同比上升，但产品结构优化部分抵消。24 年/24Q4 归母净利率 11.6%/11.2%，同比+0.8pct/+0.4pct。展望 25 年，经营情况进一步向好，收入利润增速有望提升。 高压直流持续高增、汽车复苏超预期。1) 高压直流继电器：我们预计 24 年同比+30%，PDU/BDU 产品从客户单一项目扩展到多客户多项目，同时核心零部件进一步自产，我们预计 25 年维持同增 30%+。2) 汽车继电器：我们预计 24 年同比+15%，24 年汽车行业温和复苏，但国内&自主品牌增速较快带动公司份额显著提升，我们预计 25 年同增 15%。 新能源&信号恢复增长、家电整体平稳。1) 新能源继电器：我们预计 24 年同比+15%，24 年新能源逐季复苏，工商业+大电站带动显著，超预期恢复，我们预计 25 年同增 20%+。2) 家电&电力&信号&工业继电器：我们预计 24 年同比+10%/+15%/+15%/持平。家电方面，行业于 24H1 充分去库后，国补等政策带动 24H2 需求持续改善，公司紧抓市场份额实现稳增。电力方面，全球需求 24 年前高后低，公司维持国网份额并拓展新兴市场，遥遥领先。信号方面，24 年安防&医疗恢复增长，新能源车逐步批量，智能家居快速增长。工业方面，行业库存低位，需求逐步企稳。 “75+”战略坚决实施、“5+”产品快速发展。公司全面启动实施“75+”战略，推动企业顺利完成新老交汇，迈入发展新阶段。“5+”产品为实施“扩大门类”战略，1) 低压电器：我们预计 24 年同比持平，国内&欧洲市场需求下降明显，但公司持续推动解决方案并打造标杆客户，有望逐步恢复增长。2) 其他新品：电流传感器首款海外量产，新能源车、储能高端应用破冰；薄膜电容器新能源&电力&电子领域客户拓展，车载领域拓展乘用；连接器&熔断器快速发展；展望未来，公司将进一步整合资源，重点培育，打造公司第二增长极，业务规模有望达 5 亿元。

北新建材 (000786)：2024 年报点评：稳健经营、高质量发展，期待两翼和海外业务发力

公司在“一体两翼、全球布局”的战略引领之下，石膏板主业在全球的市占率有望继续提升，防水和涂料业务通过内生外延也将贡献持续的快速增量，股权激励计划的推出体现发展信心的同时，也有望进一步激活成长动力。我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测并新增 2027 年归母净利润预测为 45.61/49.86/53.68 亿元（此前为 46.77/55.72 亿元），对应 PE 分别为 10.8X/9.8X/9.1X，考虑到公司新业务拓展潜力及公司主业稳健运营能力，维持“买入”评级。 风险提示：房地产行业波动风险、宏观经济波动风险、原材料及能源价格上涨风险、新业务开拓不及预期的风险。

中国中免 (601888)：2024 年报点评：业绩符合预告值，海南免税降幅收窄

盈利预测与投资评级：中免市场地位稳固，中长期看好中免作为旅游零售龙头受益市内免税店政策和出境游的逐步恢复，在消费景气状态下受益于相对较高的行业增速。考虑免税消费需求承压，下调公司 2025/2026 和新增 2027 年盈利预测，2025-2027 年归母净利润分别为 49.8/57.6/66.9 亿元（2025/2026 前值为 60.2/69.7 亿元），对应 PE 为 26/22/19 倍。当前估值为历史估值中枢 25-40 倍的偏下沿位置，等待消费刺激政策及市内店政策落地放量带动预期好转，维持“买入”评级。 风险提示：政策推进不及预期、居民消费意愿恢复不及预期等。

亚太股份 (002284): 2024 年业绩点评: 毛利率逐季度修复, 获取线控制动大单

盈利预测与投资评级: 由于公司毛利率持续提升, 我们维持公司 2025-2026 年营收预测为 55/64 亿元, 预计 2027 年营收为 74 亿元, 同比分别 +30%/+16%/+16%; 上调 2025-2026 年归母净利润 3.4/4.2 亿元(原为 2.4/2.8 亿元), 预计 2027 年归母净利润 5.0 亿元, 同比分别 +60%/+23%/+19%, 对应 PE 分别为 21/17/14 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 汽车行业销量不及预期; 新产品开发不及预期; 新客户开拓不及预期。

中国中车 (601766): 2024 年报点评: 业绩稳步增长, 铁路装备业务乘势而上

盈利预测与投资评级: 考虑到老旧内燃机车更新政策落地放缓, 我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测为 138.08 (原值 153.21)/148.80 (原值 162.33) 亿元, 预计 2027 年归母净利润为 160.34 亿元, 当前股价对应动态 PE 分别为 15/14/13 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 铁路投资不及预期, 动车组维修招标不及预期, 宏观经济风险。

舍得酒业 (600702): 再推激励, 目标进取

事件: 公司发布 2025 限制性股票激励计划草案, 拟授予限制性股票不超过 203.66 万股, 约占总股本的 0.61%, 授予对象不超过 168 人, 授予价格为 28.78 元/股。激励规划分 3 期解锁, 解锁时点为登记完成日满 12/24/36 个月, 每期分别解锁 40%/30%/30%。2025~2027 年自我高要求, 不松懈不躺平, 激励解锁核心关注高价位产品能否销售修复。本次股权激励解锁要求显著超出市场预期, 体现公司内部对于经营业绩修复的强进取心。在次高端需求承压环境下, 公司已逐渐探索形成巩固销售基本盘、提升经营稳定性的策略框架, 期待未来能够成功拉动业绩走出低谷。我们测算 2025 年利润解锁目标难度或小于收入, 剔除 2024 年的成本、费用、税金的一次性冲击影响, 若 2025 年次高端主品品味舍得止跌回升拉动产品结构及毛利率修复, 且公司吨成本回落至接近 2023 年水平, 则净利率有望修复至 15~17%。聚焦基地培育, 持续打磨差异化产品策略。2024 年公司去库力度及节奏均领先行业, 坚持通过提升 B 端推力及 C 端拉力提高动销, 避免“以价换量”。1) 渠道及区域布局方面, 围绕“底价做稳、政策做减、费用做严”方针, 公司 2024 年对低价市场进行坚决去库, 并进行销售团队换血, 以强化渠道及终端监管, 更好实现费用及动作落地, 从而推动品味动销及价盘逐渐回温。2025 年, 公司继续聚焦 7 个有 2-3 亿规模基础的城市 (成都、绵阳、遂宁、廊坊、德州、唐山等), 以及 200 个重点区县, 完善渠道网格化覆盖及产品多价位布局, 旨在不利环境下优先打造业绩护城河, 夯实未来发展基石。2) 产品方面, 公司坚定推行老酒战略, 将以更 C 端化的语言宣传突出舍得老酒优势; 同时也在探索打造创新产品以挖掘销售增量, 如面向华东市场推出藏品·舍得 10 年低度产品以更好覆盖低度用户, 面向线上渠道推出多款 IP 文创产品以更好链接年轻用户, 帮助更好夯实不同类型客群的销售基础。 盈利预测与投资评级: 行业需求筑底阶段, 次高端需求修复仍面临较大挑战, 期待公司以更拼搏进取的经营姿态, 取得好于行业的业绩表现。考虑公司控费降本规划坚决, 我们上调 2025~27 年归母净利润预测为 5.8、8.1、10.7 亿元 (前值为 5.2、7.3、9.3 亿元), 当前市值对应 2025~27 年 PE 为 33、24、18X, 维持“增持”评级。 风险提示: 经济向好不确定性, 成本及费用支出超预期, 低档酒增长不及预期。

毛戈平 (01318.HK): 2024 年业绩点评: 业绩高质量增长, 高端国货成长空间广阔

盈利预测与投资评级: 毛戈平品牌是我国稀缺的高端美妆品牌, 独特美妆学院模式和专业化化妆师团队打造优质线下体验感, 品牌知名度破圈有望带动业绩持续高增。考虑到毛戈平稀缺高端定位和独特化妆师品牌调性, 我们给予 2025-2027 年归母净利润预测 11.4/14.6/18.6 亿元, 分别同比 +29%/+28%/+27%。2025/3/28 收盘价对应 2025-27 年 PE 为 41/32/25X, 首次覆盖给予“买入”评级。风险提示: 国内消费市场复苏不及预期、行业竞争加剧、渠道扩张不及预期、品牌形象风险等。

威高骨科 (688161): 2024 年年报点评: 主业逐步恢复, 股权激励彰显长期增长信心

投资要点 事件: 公司发布 2024 年年报, 2024FY 实现营收 14.53 亿元 (+13.18%, 括号内为同比增速, 下同), 归母净利润 2.24 亿元 (+99.22%)。2024Q4 单季度实现营收 3.69 亿元 (+83.78%), 归母净利润 0.59 亿元 (+713.40%), 业绩符合我们预期。经营能力持续改善, 24Q4 同比来看, 销售毛利率+10.9pct 达 68.85%, 归母净利率同比转正, 达 16.20%。骨科植入物耗材带量采购已全面落地, 各产线均取得较好的增长: 公司充分发挥产品结构及物流配送优势, 加强核心客户管理, 在快速完成集采协议手术量的基础上, 带动标外手术的增长, 市场覆盖率提升明显。2024 年脊柱产线收入 42,110.26 万元, 剔除集采降价影响, 销量同比增长 21.37%; 创伤产线收入 24,172.49 万元, 同比上升 24.00%, 销量同比增长 10.46%。2024 年 5 月, 人工关节国采接续采购开标, 并于 2024 年 9 月正式执行, 公司关节产品中标价格提升明显。2024 年关节产线收入 42,149.66 万元, 同比上升 46.06%, 销量同比增长 51.71%。运动医学全国集采在 2024 年上半年开始陆续执行, 公司抓住集采机遇, 覆盖客户由 734 家增长到 1,786 家, 市场份额大幅提升, 2024 年收入 4,425.15 万元, 同比增长近 4 倍。发布股权激励计划, 彰显未来业绩稳健增长信心: 根据股权激励计划, 公司 2025-2028 年归母净利润 (剔除股份支付费用口径) 分别不低于 2.90、3.43、4.05、4.78 亿元, 经计算, 对应的同比增速分别为 29.6%、18.3%、18.1%、18.0%。费用摊销合计 9693 万元, 2025-2029 年分别摊销 3308、3417、1851、906、211 万元。盈利预测与投资评级: 考虑行业整体增速情况, 我们将公司 2025-2026 年归母净利润从 3.51/4.15 亿元下调至 3.14/3.64 亿元, 并预测 2027 年归母净利润为 4.20 亿元; 2025-2027 年对应当前股价 PE 分别为 35/30/26x。我们长期看好公司主业稳健增长, 老龄化趋势势不可挡, 维持“买入”评级。风险提示: 集采政策风险、市场竞争加剧等风险。

泡泡玛特 (09992.HK): 2024 年年报点评: 业绩超预期, 看好 2025 年海外成长

我们继续看好优质 IP 驱动公司国内外收入快速增长, 将 2025-2026 年经调整净利润预测从 38.18/47.07 亿元上调至 59.49/89.73 亿元, 新增 2027 年利润预测为 117.57 亿元, 对应 PE 约 32/21/16 倍, 维持“买入”评级。(人民币兑港元汇率取 2025/3/28 1 港币=0.92 人民币)。

首旅酒店 (600258): 2024 年报点评: 结构优化效果初显, 25 年开店继续提速

盈利预测与投资评级: 首旅酒店作为中国第三大酒店连锁集团, 背靠首旅集团协同整合资源, 25 年公司继续优化开发经营, 开店提速叠加结构升

级。调整 2025/2026 和新增 2027 年盈利预期，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 9.1/9.9/10.7 亿元（2025/2026 年前值为 9.1/9.7 亿元），对应 2025-2027 年 PE 估值为 17/15/14 倍，维持“买入”评级。风险提示：门店扩张不及预期、市场竞争加剧带来的单房均价下滑等。

巴比食品（605338）：巴比食品 2024 年报点评：单店营收企稳，加快拓店步伐

我们略上调此前盈利预测，我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 2.7/3.0/3.3 亿元（此前 2025-2026 年分别为 2.5/2.7 亿元），同比-2.6%/+12.6%/+8.8%，对应 PE 为 17/15/14X。维持“买入”评级。

申洲国际（02313.HK）：2024 年业绩点评：业绩超预期恢复，预计 25 年稳健增长

盈利预测与投资评级：公司 2024 年在越南收购一个面料工厂，目前处于建设期，预计成熟投产后产能为 200 吨/天，主要面向越南和柬埔寨成衣工厂提供面料。我们预计 2025 年员工人数相对平稳，伴随 24 年新增员工成熟度提升，整体产出有望实现 10%左右增幅，ASP 和毛利率保持平稳。考虑 24 年业绩恢复超预期，我们将 25-26 归母净利润预测值从 64.8/71.9 亿元上调至 66.2/73.8 亿元，增加 27 年预测值 81.6 亿元，对应 25-27 年 PE 分别为 13/11/10X，维持“买入”评级。风险提示：订单波动，关税政策变化，原材料价格波动影响毛利率。

天味食品（603317）：2024 年报点评：24 年顺利收官，内延外拓势能延续

24 年业绩符合预期，我们调整 25-26 年收入预期为 38.5/42.3 亿元（此前 25-26 年预期为 37.7/41.9 亿元），并新增 27 年收入预期为 46.7 亿元，25-27 年收入同比+11%/+10%/+11%；调整 25-26 年归母净利润预期为 7.1/7.8 亿元（此前 25-26 年预期为 6.6/7.5 亿元），并新增 27 年归母净利润预期为 8.6 亿元，25-27 年归母净利润同比+13%/+10%/+11%，对应 PE 分别为 21/19/17x，维持“买入”评级。

蒙牛乳业（02319.HK）：2024 年报点评：OPM 大超预期，25 年轻装上阵弹性可期

行业需求疲软，下调公司 25-26 年营收预期为 889/918 亿元（此前 25-26 年预期为 937/967 亿元），并新增 27 年收入预期为 953 亿元，25-27 年收入同比+0.3%/+3.3%/+3.8%；考虑到 24 年 OPM 提升超预期，调整 25-26 年归母净利润预期为 53/61 亿元（此前 25-26 年预期为 48/54 亿元），并新增 27 年归母净利润预期为 68 亿元，25-27 年归母净利润同比+4972%/+15%/+12%，对应 PE 分别为 13/12/10 倍，维持“买入”评级。

三只松鼠（300783）：三只松鼠 2024 年报点评：重回百亿营收，分销业务积极推进

考虑到线下分销推广阶段仍需一定费用投入，我们下调此前盈利预测，我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 4.9/7.1/11.1 亿元（此前 2025-2026 年分别为 5.5/8.5 亿元），同比+21%/+44%/+55%，对应 PE 为 22/15/10X。维持“买入”评级。

新奥能源（02688.HK）：2024 年年报点评：利润结构改善，私有化定价彰显价值重估空间

盈利预测与投资评级：考虑到公司大力进行用户开拓，接驳户数下降幅度小于预期（接驳单价略有下降），将带来后续更多气量增长；我们上调公司 2025-2026 年盈利预测至 73.72/79.20 亿元（原值 70.84/73.17 亿元），

引入 2027 年盈利预测 84.80 亿元，2025-2027 年同比 +23.1%/+7.4%/+7.1%，对应当前 PE9.1/8.4/7.9 倍（估值日期 2025/3/28）。私有化定价彰显价值重估空间，维持“买入”评级。

丽珠集团（000513）：2024 年年报点评：业绩符合预期，自研+BD 双轮驱动创新管线布局

事件：公司发布 2024 年年度业绩公告，2024FY 实现营收 118.1 亿元（-5.0%，括号内为同比增速，下同），归母净利润 20.6 亿元（+5.5%）。2024Q4 单季度实现营收 27.3 亿元（-1.6%），归母净利润 3.9 亿元（+3.9%）。经营能力持续改善，24FY 同比来看，销售毛利率+2.4pct，归母净利率+1.7pct，销售费用-9.6%（-1.4pct），管理费用-6.3%（-0.1pct），研发费用-22.6%（-1.99pct）。风险提示：产品集采、新药研发失败、原材料价格波动、医药政策不确定性等风险。

新奥股份（600803）：2024 年年报点评：私有化新奥能源并赴港上市，整合产业链 EPS 增厚

盈利预测与投资评级：顺价持续推进，零售气价差有望修复；直销气气量持续增长。考虑部分海外长协交付进展偏慢，略微下调 2025-2026 年盈利预测至 51.47/58.96 亿元（前值 52.92/60.92 亿元），引入 2027 年盈利预测 68.44 亿元，25-27 年归母净利润同比+14.56%/+14.54%/+16.08%，EPS 1.66/1.90/2.21 元，对应 PE 12.0/10.5/9.0 倍（估值日期 2025/3/28），维持“买入”评级。

广发证券（000776）：2024 年年报点评：整体业绩稳健增长，投资收益表现亮眼

盈利预测与投资评级：资本市场改革持续优化，宏观经济逐渐复苏，带动市场投资热情回升；长期来看，证券行业未来发展的政策环境良好，公司抓住机遇有望进一步突破。我们上调对公司的盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 121/145/170 亿元（2025-2026 年前值为 98/118 亿元），当前市值对应 PB 分别为 0.95/0.88/0.81 倍，维持“买入”评级。风险提示：监管趋严抑制行业创新，行业竞争加剧，经营管理风险。

国泰君安（601211）：2024 年年报点评：经纪及自营表现亮眼，合并后资本实力位居行业第一

盈利预测与投资评级：资本市场改革持续优化，宏观经济逐渐复苏，头部券商控制风险能力更强，能更大程度的享受政策红利；且按照国泰君安和海通证券 2024 年末财务数据，合并后，公司总资产 1.73 万亿元、归母净资产 3,283 亿元，资本实力已位居行业第一，国泰君安作为头部券商有望抓住市场机遇强者恒强。我们上调盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 182/271/335 亿元（2025-2026 年前值为 137/163 亿元），对应 PB 为 0.73/0.69/0.63 倍，维持“买入”评级。风险提示：行业市场竞争加剧风险，证券市场恢复不及预期。

云铝股份（000807）：2024 年年报点评：原铝板块量价齐升，成本端拖累 Q4 业绩

事件：公司披露 2024 年年报，全年业绩同比增长，Q4 业绩承压。2024 年公司实现营收 544.5 亿元，同比+27.6%；归母净利润 44.1 亿元，同比+11.5%；公司第四季度实现营收 152.7 亿元，同比+18.3%，归母净利润 5.8 亿元，同比-60.5%，环比-55.5%。原铝板块“量价齐升”，预计 25 年电解铝产能利用率维持高位：1）量：由于 2024 年云南省内整体电力供应情况较往年有所改善，公司 Q4 枯水期电解铝并未减产，全年产能利

用率大幅提升, 2024 年公司生产原铝 293.8 万吨 (yoy+22.5%)、生产氧化铝 140.9 万吨 (yoy-1.4%), 生产炭素制品 80.58 万吨 (yoy+2.9%), 生产铝合金及铝加工产品 125.41 万吨 (yoy+1.8%); 2) 价: 受益于新能源用铝需求持续增长, 2024 年中国电解铝表观消费量同比增长 5.5%至 4511 万吨, 全年电解铝长江有色均价录得 19922 元/吨 (yoy+6.5%)。24 年 Q4 氧化铝价格快速上行致成本端承压, 25 年电解铝单吨利润有望回升: 2024 年受到全球铝土矿供应维持紧缺、以及国内氧化铝产能错配影响, 海内外氧化铝价格全线攀升, 并于 Q4 上涨至均价 5004 元/吨 (yoy+67.5%), 对公司业绩产生负面影响。随着几内亚铝土矿有效增产, 叠加国内氧化铝产能的持续投放, 截至 2025 年 3 月 28 日, 氧化铝价格已下跌至 3136 元/吨, 我们预计公司电解铝单吨利润有望大幅回升。

看好供改背景下的公司盈利能力: 供给端, 刚性约束带来长期稀缺价值, 在电解铝供给侧改革的背景下, 电解铝产能已逼近 4500 万吨红线, 未来合规可投放新增产能极为有限; 需求端, 随着新能源用铝的不断增长, 我们预计有望维持年化 1.5%的增长, 电解铝行业的产能稀缺性日益凸显。

盈利预测与投资评级: 我们继续看好公司从上游铝土矿、氧化铝、电解铝, 到下游铝加工产品的绿色铝全产业链布局, 由于氧化铝价格下行速度超预期、以及云南省内电力供需结构好于预期, 我们上调公司 2025-26 年归母净利润为 75.58/86.84 亿元 (前值为 57.63/66.20), 新增 2027 年归母净利润预测值为 93.28 亿元, 对应 2025-27 年的 PE 分别为 7.97/6.94/6.46 倍, 维持“买入”评级。

中集集团 (000039): 2024 年报点评: 业绩符合市场预期, 集装箱、海工与物流服务板块增速亮眼

盈利预测与投资评级: 考虑地缘政治冲突等带来的不确定性, 出于谨慎性, 我们调整公司 2025-2026 年归母净利润为 30 (38) /38 (原值 48) 亿元, 预计 2027 年归母净利润 46 亿元, 当前市值对应 PE 分别为 16/13/11X, 维持“买入”评级。风险提示: 宏观经济波动、地缘政治风险、原油价格波动等

恒生电子 (600570): 2024 年年报点评: 市场波动影响金融机构科技投入, 致公司整体业绩下滑

盈利预测与投资评级: 资本市场整体回暖, 但金融机构的科技投入仍未出现明显正增长拐点, 我们下调业绩预测, 预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 12/14/17 亿元 (2025-2026 年前值为 17/20 亿元), 对应 PE 为 46/40/33 倍。资本市场整体表现持续向好, 金融机构整体业绩表现趋于增长, 我们仍看好公司金融 IT 的业务模式, 维持“买入”评级。风险提示: AI 等技术发展不及预期, 金融机构 IT 投入不及预期, 权益市场波动, 市场竞争加剧。

柳工 (000528): 2024 年报点评: 业绩符合市场预期, 看好公司国际化 & 拓品类逻辑持续兑现

风险提示: 国内行业需求不及预期, 政策不及预期, 出海不及预期

中国银河 (601881): 2024 年年报点评: 费类业务同比增长, 自营带动公司净利润高增

事件: 中国银河发布 2024 年业绩: 实现营业收入 354.7 亿元, 同比+5.4%; 归母净利润 100.3 亿元, 同比+27.3%; 对应 EPS 0.81 元, ROE 8.3%, 同比+0.8pct。第四季度实现营业收入 83.9 亿元, 同比+2.8%, 环比-16.1%; 归母净利润 30.7 亿元, 同比+140.5%, 环比+19.1%。盈利预测与投资评

级：我们预计公司 2025-2027 年的归母净利润为 126/135/142 亿元，分别同比+26%/+7%/+5%，对应 2025-2027 年 PB 为 1.22/1.16/1.12 倍。资本市场改革持续优化，宏观经济逐渐复苏，大型券商控制风险能力更强，能更大程度的享受政策红利，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。

湘财股份（600095）：并购大智慧预案公布，看好财富管理及金融科技竞争力提升

事件：3 月 28 日，湘财股份和大智慧同时公告披露换股吸收合并预案，湘财股份拟通过向大智慧全体换股股东发行 A 股股票的方式换股吸收合并大智慧。具体来看：1）换股比例为 1:1.27，即每 1 股大智慧股票可换得 1.27 股湘财股份新增发行的 A 股对价股票；2）拟向不超过 35 名特定投资者发行股份募集配套资金，募资总额不超过 80 亿元，拟用于存续公司业务发展、金融科技研发、补充流动资金及支付本次交易相关并购整合费用等；3）不考虑配套融资的情况下，换股后新湖控股及其一致行动人合计持股 22.4%，仍为公司控股股东；4）将于 3 月 31 日复牌。盈利预测与投资评级：考虑到收购事项的不确定性，我们维持此前盈利预测，预计湘财股份 2024-2026 年归母净利润分别为 2.13/2.93/3.70 亿元，对应同比增速分别为 78%/38%/26%。公司当前市值对应 2024-2026 年 PE 分别为 92/67/53 倍。我们看好公司在财富管理、金融科技方向的展业潜力，维持“增持”评级。风险提示：1）收购事项推进不及预期；2）权益市场大幅震荡。

中金公司（03908.HK）：2024 年年报点评：四季度各业务线同比显著好转，单季度净利润同比增长超过 80%

事件：中金公司 2024 年实现营业收入 213.3 亿元，同比-7.2%；归母净利润 56.9 亿元，同比-7.5%；对应 EPS 1.04 元，ROE 5.5%，同比-0.9pct。第四季度实现营业收入 78.8 亿元，同比+42.7%，环比+73.7%；归母净利润 28.4 亿元，同比+83.2%，环比+350.1%。盈利预测与投资评级：我们上调此前盈利预测，预计 2025-2026 年公司归母净利润分别为 65.77/69.71 亿元（前值分别为 55.48/59.34 亿元），对应增速分别为+16%/+6%，预计 2027 年归母净利润为 73.78 亿元，同比+6%。当前市值对应 2025-2027 年 PB（H）估值分别为 0.73/0.70/0.67 倍。看好公司长期在投行及财富管理业务方面的竞争壁垒，市场交投活跃度及市场行情充分恢复情况下，公司有望进一步发挥龙头优势，维持“买入”评级。

建发物业（02156.HK）：2024 年业绩公告点评：硬装业务拖累业绩表现，持续型业务增速稳健

盈利预测与投资评级：公司大股东项目供给稳定，在管面积稳步增长，商管规模有序扩张，持续型业务稳步增长。考虑到近年来房地产市场下行以及行业竞争加剧，我们下调公司 2025/2026 年归母净利润为 3.7/4.2 亿元（原值为 7.2/8.7 亿元），预测 2027 年归母净利润为 4.7 亿元，对应的 EPS 为 0.26 元/0.30 元/0.33 元，对应的 PE 分别为 9.2X/8.2X/7.3X，维持“买入”评级。风险提示：房地产行业景气度持续下行风险；调控政策放松不及预期、收紧超预期。

2024 年报点评：增储上产，提高股东回报

盈利预测与投资评级：根据公司增储上产&新项目推进情况&油价情况，我们调整 2025-2026 年归母净利润分别至 1384、1418 亿元（此前预测值为 1635、1729 亿元），新增 2027 年归母净利润 1467 亿元，按 2025 年 3

月 27 日收盘价，对应 A 股 PE 分别 9.1、8.9、8.6 倍，对应 H 股 PE 分别 5.9、5.7、5.55 倍。公司盈利能力显著，成本管控优异，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济波动；油价波动；公司增储上产速度不及预期
海南矿业（601969）：2024 年报点评：油气产量创历史新高，新能源赛道建设加速

盈利预测与投资评级：我们预计公司长期受益于油气产量增长以及新能源布局公司业绩有望持续提升，但 2025 年公司阿曼油气项目仍需一定前期投入，叠加年初铁矿原油价格较为低迷，业绩或有一定影响，我们调整公司 2025-2026 年归母净利润为 7.7/10.2 亿元（前值为 8.6/9.4 亿元），新增 2027 年归母净利润为 14.2 亿元，对应 PE 分别为 19/14/10 倍，基于公司战略资源丰富，维持“增持”评级。风险提示：商品价格不及预期。新项目投产节奏不及预期。

快手-W（01024.HK）：2024Q4 业绩点评：业绩符合预期，AI 打开新成长曲线

公司业绩符合我们预期，但考虑到 AI 投入增加对短期利润端的影响，我们将公司 2025-2026 年经调整净利润从 220/262 亿元调整至 200/245 亿元，新增 2027 年利润预测 296 亿元，对应 PE 为 11/9/8x，维持“买入”评级。

中国人保（601319）：2024 年年报点评：每股分红稳健提升，人身险 NBV/EV 高增长

盈利预测与投资评级：我们看好公司作为财险行业龙头具有的品牌效应和费用管控优势，在精细化管理下有望持续优化业务结构、推动降本增效。结合公司 2024 年经营情况，我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 461/511/574 亿元，当前市值对应 2025E PB 1.1x。首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：1）行业保费增速低于预期；2）自然灾害等不确定因素。

富士达（835640）：2024 年年报点评：军品订单疲软至业绩下滑，加速布局高附加值领域

盈利预测与投资评级：考虑到公司防务类产品订单不稳定，我们下调公司盈利预测，预计 2025-2026 年归母净利润预测至 0.89(-0.54)/1.03(-0.62)亿元，新增 2027 年预测为 1.25 亿元，对应 PE 分别 58.65/50.61/41.82 倍，维持“增持”评级。

中直股份（600038）：2024 年报点评：有望落地更多订单，成长轨道重启在即

盈利预测与投资评级：公司业绩略微承压，考虑到下游需求调整，出于谨慎原则，我们下调先前的盈利预测，预计公司 2025-2026 年归母净利润为 7.26/8.15 亿元，前值 8.80/10.76 亿元，新增 2027 年预期 9.90 亿元，对应 PE 分别为 41/36/30 倍，但考虑到公司在我国军用直升机行业的优势卡位，因此维持“买入”评级。风险提示：1）产品质量与安全生产风险；2）原材料短缺及价格波动风险；3）订单及产品结构性调整风险。

中航光电（002179）：2024 年报点评：整体稳健增长，产能持续爬升

盈利预测与投资评级：公司业绩符合市场预期，考虑到公司在业务上的持续调整，我们下调先前的预测，预计公司 2025-2026 年归母净利润预测分别为 37.04/42.62 亿元，前值 45.68/52.63 亿元，新增 2027 年预测 46.37 亿元，对应 PE 分别 24/21/19 倍。但考虑到公司在我国军工光电领域的领先卡位，因此维持“买入”评级。风险提示：1）市场风险；2）营运资金

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，可适当提高央企国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，可进一步提升央企国企分红力度，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)

行业

推荐个股及其他点评

华泰证券 (601688)：2024 年年报点评：头部券商优势稳固，出售子公司股权增厚全年业绩

投资要点 事件：华泰证券发布 2024 年业绩。公司 2024 年实现营业收入 414.7 亿元，同比+13.4%；归母净利润 153.5 亿元，同比+20.4%；对应 EPS 1.62 元，ROE 9.2%，同比+1.1pct。第四季度实现营业收入 100.4 亿元，同比+7.4%，环比-28.2%；归母净利润 28.30 亿元，同比-10.6%，环比-60.8%。经纪业务保持领先优势，科技赋能持续深化：2024 年华泰证券经纪业务收入 64.5 亿元，同比+8.2%，占营业收入比重 19.3%。全市场日均股基交易额 11853 亿元，同比+23.1%。公司充分发挥金融专业能力和金融科技优势，不断优化平台化运营策略与服务体系。“涨乐财富通”持续深化 AI 技术应用，不断丰富客户服务核心场景，着力完善 ETF 专项、资产配置、“领投官”等特色服务。公司两融余额 1325 亿元，较年初+18%，市场份额 7.1%，较年初+0.3pct，全市场两融余额 18646 亿元，较年初+12.9%。投行业务收入同比下滑，承销规模排名仍居前列：2024 年公司投行业务收入 21.0 亿元，同比-31.0%。公司 2024 年股权主承销规模 549 亿元，同比-40.4%，排名第 2；其中 IPO 9 家，募资规模 85 亿元；再融资 14 家，承销规模 464 亿元。债券主承销规模 12535 亿元，同比+4.3%，排名第 3；其中地方政府债、金融债、公司债承销规模分别为 6650 亿元、2175 亿元、2026 亿元。IPO 储备项目 8 家，排名第 8，其中两市主板 7 家，北交所 1 家。资管业务收入同比微降，资产管理规模强势增长：2024 年公司资管业务收入 41.5 亿元，同比-2.6%。资产管理规模 5563 亿元，同比+17.0%。截至 2024 年末，南方基金合计管理规模 24705 亿元，较上年末+31%，其中公募业务管理资产规模 13194 亿元，较上年末+24%。华泰柏瑞前瞻性布局被动投资领域，不断优化产品设计和投资策略，年末旗下宽基指数基金沪深 300ETF 规模为 3596.27 亿元，位居沪深两市非货币 ETF 规模市场第一。三季度出售 AssetMark 股权大幅增厚投资收益：2024 年公司投资收益（含公允价值）145.0 亿元，同比+24.3%；第四季度投资收益（含公允价值）24.6 亿元，同比-38.4%。24Q3 公司出售所持 AssetMark 全部股权完成交割，计入当期损益 62.29 亿元，大幅增厚全年投资收益。盈利预测与投资评级：结合公司 2024 年经营情况，我们上调此前盈利预测，预计 2025-2026 年公司归母净利润分别为 140.16/151.26 亿元（前值分别为 134.88/144.00 亿元），对应增速分别为-8.70%/+7.92%；预计 2027 年公司归母净利润为 160.75 亿元，同比+6.28%。当前市值对应 2025-2027 年 PB 估值分别为 0.62 /0.59 /0.56 倍。看好交投情绪恢复后公司不断巩固头部券商竞争壁垒，同时依托科技核心竞争力延续增长趋势，维持“买入”评级。风险提示：1) 市场成交活跃度下降；2) 股市波动冲击自营投资收益。

(证券分析师: 孙婷 研究助理: 罗宇康)

中国通号 (688009): 2024 年报点评: 利润率水平有所提升, 业务结构加速转型

投资要点 2024 年归母净利润同比略增, 海外业务增速可观 2024 年公司实现营收 326.44 亿元, 同比-11.98%; 实现归母净利润 34.95 亿元, 同比+0.50%; 实现扣非归母净利润 32.68 亿元, 同比+0.07%。2024 年公司营收水平有所下滑, 主要系公司业务结构优化, 加速清理退出市政工程总承包业务, 综合营收水平有所承压。分业务看: 2024 年铁路领域实现营收 188.90 亿元, 同比-1.86%, 城轨领域实现营收 82.20 亿元, 同比-3.58%, 海外业务实现营收 24.41 亿元, 同比+64.20%, 工程总承包实现营收 26.89 亿元, 同比-64.96%。公司营收结构调整明显, 海外业务加速拓展布局, 工程总承包业务加速清理退出。分海内外收入看: 海外区域实现营收 24.41 亿元, 同比+64.20%, 成为营收新增长点。国内实现营收 300.32 亿元, 同比-15.44%。2024Q4 单季度公司实现营收 116.59 亿元, 同比-5.79%; 归母净利润 11.36 亿元, 同比+24.68%; 扣非归母净利润 9.95 亿元, 同比+22.84%。毛利率增势向好, 研发投入持续加码 2024 年公司毛利率为 29.22%, 同比+3.46pct, 2024Q4 单季度毛利率为 27.70%, 同比+1.11pct, 环比-3.90pct。毛利率有所上升, 主要系低毛利工程业务加速清退, 叠加公司持续推动降本增效。分业务看, 铁路领域/城轨领域/海外业务/工程总承包业务毛利率分别为 29.95%/33.47%/24.61%/11.98%, 同比分别-1.72pct/+6.64pct/+6.10pct/+1.87pct; 分海内外看, 海外/国内毛利率分别为 24.61%/29.59%, 同比+6.10pct/+3.67pct, 均有所提升。2024 年公司销售净利率 12.53%, 同比+1.68pct, 2024Q4 单季度销售净利率为 11.55%, 同比+2.95pct, 环比-1.60pct。2024 年公司期间费用率为 15.06%, 同比+2.14pct, 销售/管理/财务/研发费用率为 2.61%/7.32%/-0.72%/5.86%, 同比+0.20pct/+1.02pct/+0.09pct/+0.84pct。公司管理费用率有所提高, 主要系人工费有所增加。另外公司持续强化科技创新力度, 加大研发投入, 研发费用率有所提升。合同负债高增, 经营活动净现金流有所改善 截至 2024 年末公司合同负债 102.61 亿元, 同比+31.12%, 表明在手订单充沛。2024 年公司经营活动净现金流为 52.36 亿元, 同比+154.42%, 公司回款加速, 现金流有所改善。加速退出工程业务聚焦主业, 海外业务打造新增长曲线 (1) 加速退出工程总承包业务: 2024 年公司工程总承包业务营收同比-65%, 累计新签订单同比-73%。公司加速退出低毛利的工程承包业务, 有望进一步聚焦主业, 轻装上阵; (2) 海外业务打造新增长极: 2024 年公司海外业务营收同比+64%, 毛利率同比+6pct, 实现量利齐升。2025 年 1-2 月公司中标了阿尔及尔与澳洲城轨信号系统项目, 海外市场加速拓展, 带来新增长动力。盈利预测与投资评级: 考虑公司业务结构转型, 我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测为 39.05 (原值 39.92) /43.05 (原值 44.62) 亿元, 预计 2027 年归母净利润为 47.17 亿元。当前市值对应 PE 分别为 15/14/13 倍, 考虑公司海外业务进展顺利, 维持公司“买入”评级。风险提示: 信号系统改造需求不及预期, 海外市场拓展不及预期, 宏观经济风险。

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 钱尧天)

广汽集团 (601238): 2024 年报点评: 业绩表现符合预期, 持续推动一体化改革

投资要点 公司公告: 广汽集团发布 2024 年业绩, 2024Q4 公司营收为 330.4 亿元, 同环比分别+5%/+16%, 归母净利润为 7.0 亿元(2023Q4 为-0.82 亿元, 2024Q3 为-13.96 亿元), 扣非后归母净利润为-24.8 亿

元（2023Q4 为-4.51 亿元，2024Q3 为-15.32 亿元）。业绩表现符合预期。1）营收层面：销量环比大幅改善下公司 Q4 营收改善明显。公司 Q4 自主品牌销量同环比均改善，其中广汽乘用车/广汽埃安 Q4 批发销量分别为 13.76/14.81 万辆，同比分别 +24.4%/+14.8%，环比分别 +56.2%/+47.5%，其中埃安 RT 贡献较多销量增量；广汽自主 Q4 ASP 为 11.6 万元，同环比分别-12%/-23%。2）毛利率：公司 Q4 销售毛利率为 5.1%，同环比为-2%/-0.1%。3）投资收益：合资品牌 Q4 销量同比仍下滑，其中广汽本田/广汽丰田 Q4 销量分别为 16.15/22.01 万辆，同比分别-21.1%/-16.7%，环比分别+59.5%/+21.0%。广本/广丰 24H2 及利润分别为-4.6/19.2 亿元，单车盈利分别为-0.2/0.5 万元。由于公司 12 月转让参股公司巨湾部分股权，增加部分投资收益，因此公司 Q4 投资收益总额为 36.7 亿元，同环比分别+167%/+854%。4）最终公司 Q4 实现归母净利润为 7.0 亿元（2023Q4 为-0.82 亿元，2024Q3 为-13.96 亿元）。设立 GH 项目公司，与华为合作加速落地。2025 年 1 月 10 日广汽集团发布公告，公司将投资设立 GH 项目公司，注册资本为 15 亿元。计划以此项目公司为载体，与华为深度融合各自优势，通过联合定义和设计，在产品开发、营销策略以及生态服务等多个领域展开全面合作，打造基于全新架构、技术领先的全新的汽车品牌，首款产品定位于 30 万级豪华智能新能源车。双方合作加速落地。盈利预测与投资评级：由于行业竞争加剧，我们下调公司 2025/2026 年归母净利润预期至 35/47 亿元（原为 41/54 亿元），我们预测公司 2027 年归母净利润为 56 亿元，对应公司 2025-2027 年的 PE 为 25/18/16 倍。考虑公司合资逐步触底，集团改革加速，我们认为公司应该享受更高估值，仍维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧风险；对外合作进展低预期等。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：孟璐）

爱柯迪（600933）：2024 年年报点评：会计准则调整影响毛利率，墨西哥新增人形机器人产品布局

投资要点 事件：公司发布 2024 年年报，2024 年公司实现营收 67.46 亿元，同比+13.24%；归母净利润 9.4 亿元，同比+2.86%，略低于我们此前预期。从盈利能力看，公司 24 年毛利率达 27.65%，同比-1.44pct；24 年净利率达 14.41%，同比-1.13pct。其中 24Q4 公司营收达 17.72 亿元，同比+2.86%/环比+2.72%；24Q4 公司归母净利润达 1.98 亿元，同比-37.39%/环比-32.29%。从盈利能力看，公司 24Q4 毛利率达 23.72%，同比-5.69pct/环比-6.03pct；24Q4 净利率达 11.38%，同比-6.76pct/环比-5.96pct。2024Q4 业绩超预期，毛利率环比改善明显。收入端，公司 2024Q4 单季度实现营业收入 17.72 亿元，同比增长 2.86%，环比增长 2.72%。毛利率方面，公司 2024Q4 单季度毛利率为 23.72%，环比降低 6.03 个百分点，预计主要系四季度铝价有所上涨+会计准则调整所致。期间费用方面，公司 2024Q4 销售/管理/研发/财务费用率分别为-0.3%/4.1%/4.5%/1.2%，环比分别 -1.5%/-2.7%/-1.0%/3.0%个百分点。净利润方面，2024Q4 单季度公司实现归母净利润 1.98 亿元，环比降低 32.29%；对应归母净利率 16.93%，环比提升 3.37 个百分点。公司拓展镁合金+机器人+电机业务，产能扩张助力全球化布局。产品端：公司新增布局：1、设立全资子公司瞬动机器人技术（宁波）有限公司；2、公司着力拓展镁合金压铸工艺技术研发，作为未来技术储备的重要方向；3、公告收购微电机公司卓尔博 71%股权；产能端：1、公司墨西哥一期生产基地在 2023 年 7 月开始量产，目前墨西哥二期工厂也在建设当中，计划于 2025 年 Q2 投入生产，墨西哥工厂未来产品范围涵盖新能源汽车车身部件、三电系统及其他汽车用铝合金产

品、人形机器人结构件产品等；2、马来西亚工厂如期竣工并投入使用。公司切入汽车轻量化与机器人领域的前沿赛道，为公司长期可持续发展添加新动能。盈利预测与投资评级：考虑到公司大件占比提升以及收购情况，我们将公司 2025 年归母净利润的预测下调为 11.34 亿元，2026 年上调为 12.61 亿元，新增 2027 年为 14.91 亿元（2025-2026 年前值为 12.35 亿元、14.54 亿元），对应 2025-2027 年 EPS 分别为 1.15 元、1.28 元、1.51 元（2025-2026 年前值为 1.26 元、1.49 元），市盈率分别为 15 倍、14 倍、12 倍，维持“买入”评级。风险提示：下游乘用车行业销量不及预期；铝压铸行业竞争加剧超预期；铝合金原材料价格上涨超预期。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：郭雨蒙）

华电国际（600027）：2024 年报点评：成本持续优化，集团资产注入加速

投资要点 事件：公司公告 2024 年年报，实现营业收入 1129.94 亿元，同减 3.57%；归母净利润 57.03 亿元，同增 26.11%；扣非归母净利润 53.52 亿元，同增 40.74%；加权平均 ROE 同比提高 2.32pct，至 11.66%。上网电量略降 0.52%，新投产机组均为优质气电。截至 2024/12/31，公司控股装机容量 59818.62MW，燃煤发电约占控股装机容量的 78.15%，燃气发电、水力发电等约占 21.85%。2024 年公司投产 1508.84MW，增量均为燃气机组。2024 年公司完成上网电量 2084.53 亿千瓦时，同比下降约 0.52%，煤电 1823 亿千瓦时，同比-0.7%，占比为 87%；气电 177 亿千瓦时，同比+5.9%，占比 9%；水电 84 亿千瓦时，同比-9.5%，占比 4%。利用小时数来看，公司发电机组平均利用小时为 3,746 小时，同比下降 210 小时；其中燃煤发电机 4,086 小时，同比下降 215 小时；燃气发电机组 2,152 小时，同比下降 35 小时；水力发电机组 3,363 小时，同比下降 431 小时。整体利用小时数下降，新机组投产驱动电量增长。区域优质电价较好，燃料成本下降明显。电价端来看，2024 年公司平均上网电价为 511.74 元/兆瓦时（2023 年为 516.78 元/兆瓦时）。公司火电机组主要集中在山东、湖北、安徽等地区，区域电力供需相对较好，支持公司发电机组电价表现，我们预计有支撑的电价有望在 2025 年继续体现。成本端来看，2024 年公司供电煤耗为 287.53 克/千瓦时，同比下降 1.81 克/千瓦时，入炉标煤单价为 965.16 元/吨，煤耗与入炉煤价双双下降，2024 年公司剔除煤炭销售成本后的营业成本为 957 亿元，同比变动-3.9%，同比下降 39 亿元，其中燃料成本 706 亿元，同比变动-6.5%，同比下降 49 亿元，燃料成本下降尤其明显。公司 600 兆瓦及以上火电机组约占 51%，远高于全国平均水平。2025 年以来煤价维持低位，燃料成本持续下降，我们预计 25 年公司点火价差有望进一步提升。现金流表现良好，分红比例 45.72%。2024 年公司经营活动现金流净额 163.36 亿元，同增 23.28%，2024 年资本开支 91.39 亿元（50.79 亿元用于基建工程投资，38.51 亿元用于一般技改环保技改和小型基建投资，2.09 亿元用于参股股权投资）。公司预计 2025 年资本开支提升至 120 亿元，现金流依然充沛。2024 年现金分红（包括中期已分配的现金红利）总额 21.5 亿元（含税），分红比例 45.72%，现金流红利属性彰显。集团资产注入加速，装机增长 26%。公司公告发行股份及支付现金购买华电集团电力资产已通过上交所重组委审核通过，此次拟注入标的资产合计在运装机规模约为 1584 万千瓦，均为优质火电资产。按照公司 2024 年底的装机规模，带来规模增长 26%。提升公司的长期竞争力。盈利预测与投资评级：考虑电价与煤价变动，我们下调 25-26 年归母净利润从 73/83 亿元至 64.5/68.1 亿元，预计 27 年归母净利润 77.4 亿

元，对应 PE 为 9/8/7 倍（2025/3/28），煤价下行火电盈利持续提升，自建+注入优质火电资产扩张，维持“买入”评级。风险提示：电力价格波动，煤炭价格波动，装机进度不及预期。

（证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩）

坚朗五金（002791）：2024 年报点评：业绩仍承压，海外市场开拓效果持续显现

投资要点 事件：公司发布 2024 年年报。2024 年公司实现营收 66.38 亿元，同比-14.92%；归母净利 0.90 亿元，同比-72.23%。其中，Q4 公司实现营收 17.27 亿元，同比-23.33%；归母净利 0.57 亿元，同比-68.22%。整体收入承压明显，海外市场先发布局效果显现。2024Q4 公司收入同比下滑超过 20%，环比来看下滑压力依然较大，地产竣工端需求压力的增加是主要原因，分品类看门窗五金、家居类及门控五金等与地产强相关品类收入同比下滑超两位数，建筑工程相关的点支撑幕墙构配件保持较好增长，在国内市场需求疲弱之下，公司积极开发新场景、开拓新市场，部分新产品如家居卫浴类、淋浴房、新风系统等品类经过培育收入实现较快增长，渠道和产品集成优势逐步体现。公司海外市场扩张保持较好增长态势，公司 24 年海外收入同比增长约 15%，收入占比 13.32%，海外销售网点不断扩张同时，公司海外云采平台也在不断迭代升级，未来复制推广至海外市场，助力海外市场快速开拓和效率提升。毛利率略有下降，销售费用相对刚性，期待销售人效改善。2024 年公司毛利率 31.65%，同比变动-0.61pct，Q4 毛利率 32.63%，同比下降了 1.32pct，预计受到行业竞争加剧和产品结构变化的影响，门窗五金等优势品类毛利率保持相对平稳；期间费用率方面，由于收入下滑且费用相对刚性，导致费用率提高较为明显，销售和管理费用率同比均有增加，截止到 2024 年末公司销售人员较年初下降约 12.3%，销售人均效能有所下降，随着人员优化调整，预计 2025 年费用端压力将有所缓解。另外公司 2024 年计提信用减值损失 1.5 亿元（上年同期为 1.02 亿元）。经营性现金流保持良好，资产负债率有所下降。2024 年公司经营活动产生的现金流量净额+3.94 亿元，上年同期为净流入 4.99 亿元，收现比同比有所下降，公司在主动控制订单执行的资金风险，同时通过多种结算方式加快清理应收账款，但地产项目相关回款预计仍有压力；期末公司资产负债率 39.67%，较年初下降了约 6pct，保持了下降趋势。盈利预测与投资评级：公司坚持围绕建筑构配件集成供应商的战略定位，整合拓展新品类并不断提升产品力，积极开拓新场景和新市场，在行业景气下行期公司升级服务能力并迭代销售和产品模式，阶段业绩承压但我们认为公司竞争优势依然明显，期待经营调整效果显现。考虑到市场需求恢复缓慢和刚性费用，我们调整公司 2025-2026 年、并新增 2027 年归母净利润预测为 2.60/3.45/4.04 亿元（2025-2026 年前值为 2.72/4.15 亿元），对应 PE 分别为 31.6X/23.9X/20.4X，考虑到公司未来业绩恢复弹性及人效提升空间，维持“买入”评级。风险提示：下游需求不及预期的风险；原材料价格大幅波动的风险；并购整合风险；新品类发展不及预期的风险。

（证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊）

比亚迪电子（00285.HK）：2024 年业绩点评：经营情况稳健，三大业务增量可期

投资要点 事件：公司发布 2024 年业绩。2024 年公司实现收入 1773.1 亿元，同比+36.0%；归母净利润 42.7 亿元，同比+5.6%；毛利率同比-1.1pct 至 6.9%，主要系产品结构变化。我们认为公司加速折旧、产品结构变化、计提股权激励费用、大客户处研发费用前置等对毛利率、

净利润有所影响。消费电子高增长，收购捷普协同效应或进一步显现。2024 年消费电子业务收入同比+45.0%至 1412.3 亿元，其中零部件/组装业务收入分别同比+161.5%/+26.0%至 356.6/1055.8 亿元，来自大客户 A 的收入 974.7 亿元，同比+55.4%。捷普并表后通过自动化快速提升运营效率，我们认为收购效应后续有望在利润率和产品序列层面进一步显现。汽车电子有望持续受益于母公司智能化。2024 年新能源汽车业务收入同比+45.5%至 205.1 亿元，主要系集团智能座舱、智驾域控、热管理产品出货量持续增长，智能悬架产品导入量产。公司全面布局低、中、高算力智驾平台，通过热管理系统核心零部件自研实现高效热能转换和利用，具备核心技术和大规模量产能力。我们认为公司智驾域控、智能悬架、智能座舱等产品有望持续受益于母公司智驾平权及国内外销量增长，贡献新的业绩增量。AI 及机器人布局持续完善，积蓄增长动能。2024 年新型智能产品收入同比-15.6%至 155.6 亿元，我们认为主要系储能业务影响。2024 年公司加强与各板块行业头部客户战略合作无人机、智能家具及游戏硬件板块稳健发展。公司持续完善 AI 数据中心、机器人赛道布局，AI 服务器产品实现量产，液冷和电源产品完成开发，有望贡献增长新动能；机器人方面，公司已完成 AMR（自主移动物流机器人）开发，并应用于集团内制造场景，同时已针对 AI 机器人传感器、执行器、控制器等多个核心零部件及整机进行全面布局。盈利预测与投资评级：公司汽车电子、消费电子、新型智能三项业务均有可观增长潜力，我们将公司 2025/2026 年预期归母净利润由 61.4/76.3 亿元下调至 52.6/63.2 亿元，并预测 2027 年归母净利润为 73.0 亿元，2025 年 3 月 28 日收盘价对应 PE 为 16.2/13.5/11.7 倍，维持“买入”评级。风险提示：下游需求不及预期；客户集中度较高；收购协同效应不及预期。

（证券分析师：张良卫 研究助理：李博韦）

青岛啤酒（600600）：2024 年报点评：轻装上阵，量价企稳

投资要点 事件：青岛啤酒发布 2024 年报，2024 年公司营收/归母净利润为 321.38/43.45 亿元，同比-5.30%/1.81%；2024Q4 营收/归母净利润为 31.79/-6.45 亿元，同比+7.44%/增亏 0.05 亿，扣非净利润为-7.35 亿元，同比减亏。去化库存，24Q4 销量重拾增势：2024 年/24Q4 公司啤酒总销量约 753.8/75.3 万千升，同比分别-5.85%/+5.61%，我们认为全年销量下滑主要受到：（1）旺季极端天气影响；（2）2024 年现饮场景疲软、特别是公司优势所在的北方市场受损更为明显；（3）24Q3 开始公司严查“虚出库”，主动去化库存，销量下滑幅度行业偏大；至 24Q4 整体销量已恢复平稳的正增长，且库存水平较为健康。分品牌来看，2024/24Q4 主品牌青岛啤酒实现销量 434/50.5 万千升，同比分别-4.82%/+7.45%；中高档及以上产品销量分别为 315.4/37.5 万千升，同比-2.65%/10.95%，24Q4 产品结构已重拾升级之势。24Q4 吨价（千升酒收入）加速提升。2024 年公司千升酒收入同比增长 0.59%至 4263 元，其中主品牌/其他品牌（崂山）吨价分别-0.26%/+0.93%至 5088/2967 元，我们推断年内现饮场景疲软致主品牌升级略有放缓，但 24Q4 以来，公司整体均价同比提升 1.73%至 4221 元，产品结构进一步优化，带动均价加速提升。成本红利+降本增效，盈利能力提升。得益于（1）吨价提升；（2）成本红利（2024 年啤酒吨成本-2%），2024 年公司毛利率同比+1.57pct 至 40.23%。费用端，2024 年销售/管理费用率同比分别+0.45/-0.10pct 至 14.32%/4.38%；24Q4 销售/管理费用率同比分别-4.24/-2.02pct，降本增效逐步兑现。2024 年公司净利率为 13.98%，同比+1.16pct。24Q4 基本面拐点已现，期待 2025 年经营端进一步改善。（1）2025 年为新董事长上任后的首个完整年度，组织管理向好、

内部认可度高，业绩诉求强；（2）24H2 严查虚出库，目前库存健康（约 20-25 天，补库空间仍存）旺季将至，轻装上阵；（3）2025M3 开始基数转低，看好 2025 年公司经营端的进一步改善。盈利预测与投资评级：量价企稳，蓄势待发。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 48.57/52.55/56.75 亿元，同比增长 11.78%/8.19%/7.99%，对应当前 PE21.50x、19.87x、18.40x，维持“买入”评级。风险提示：原材料价格波动风险、食品安全风险、行业竞争加剧的风险。

（证券分析师：苏铖 证券分析师：邓洁）

珠海冠宇（688772）：2024 年年报点评：产品+客户持续升级，AI 浪潮开启发展新周期

投资要点 Q4 业绩符合市场预期。公司 24 年营收 115 亿元，同增 0.8%，归母净利润 4.3 亿元，同增 25%，毛利率 25.7%，同增 0.5pct，归母净利率 3.7%，同增 0.7pct；其中 24Q4 营收 30 亿元，同环比+4.1%/-4.6%，归母净利润 1.6 亿元，同环比+198%/-2%，毛利率 25.3%，同环比-1.1/-3.0pct，归母净利率 5.4%，同环比+3.5/+0.1pct。消费 24 年出货 3.8 亿支，同增 16%，25 年我们预计增速维持 15%。消费端看，24 年收入 103 亿元，同降 2%，其中笔电 63 亿元，同降 4%，手机 33 亿元，同降 5%，二者总出货 3.8 亿支，同增 16%，贡献利润 8.3 亿元，对应单颗盈利 2.2 元，同降 0.3 元。季度看，24 年 Q4 我们预计出货超 1 亿只，环降 5%，贡献利润 2 亿+，单只盈利 2 元，环降 0.8 元，主要系季节性稼动率波动，叠加年底出口退税影响。25 年看，手机端钢壳&异形等新产品放量，公司海外优质客户占比提升，我们预计收入 120 亿元，盈利水平有望提升，贡献利润 11-12 亿元。启停业务毛利转正，24 年亏损 4 亿元，25 年进一步减亏。动力端，24 年收入 9 亿元，同增 68%，出货 90 万台，同增 800%，权益亏损 4 亿元。季度看，24 年 Q4 我们预计出货近 40 万套，环增 33%，权益亏损约 1 亿元，环比微增。公司已获捷豹路虎、stellantis、德系车企定点，且为理想主供、小米独供，25-26 年进一步翻倍增长，25 年减亏，26 年有望盈亏平衡。公司对浙江冠宇持股比例从 73.69%降至 62.04%，我们预计后续进一步降低。此外，公司 24 年无人机电池营收同增 96%，持续保持与大疆等客户的深度合作，聚焦高倍率场景，销量稳步提升。研发投入力度持续，资本开支 Q4 大幅提升。公司 24 年期间费用 27 亿元，同增 6%，费用率 23.5%，同增 1.2pct，其中 Q4 期间费用 6.4 亿元，同环比-18%/-13%，费用率 21.3%，同环比-5.7/-2.0pct；24 年经营性净现金流 24.4 亿元，同降 6%，其中 Q4 经营性现金流 8 亿元，同环比-25%/-5%；24 年资本开支 23 亿元，同降 9%，其中 Q4 资本开支 11 亿元，同环比+46%/+80%；24Q4 末存货 19 亿元，较年初下降 3%。盈利预测与投资评级：我们基本维持 25-26 年公司归母净利润预期 8.6/13.3 亿元（此前预期 8.4/12.7 亿元），给予 27 年归母净利润预期 16.1 亿元，同增 100%/55%/21%，对应 PE 为 22/14/12 倍，考虑到公司全球消费锂电巨头地位，启停电池打造第二增长曲线，维持“买入”评级。风险提示：下游需求放缓、新产品不及预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕

证券分析师：朱家佟）

中国重汽（03808.HK）：2024 年年报点评：龙头韧性彰显，出海行稳致远

投资要点 业绩概要：公司发布 2024 年年报，2024 年实现营业收入 950.6 亿元，同比+10.8%；归母净利润 58.6 亿元，同比+10.2%。其中 24H2 实现收入 462.4 亿元，同环比分别+4.8%/-5.3%；归母净利润 25.6 亿元，同环比分别-12.9%/-22.2%。2024 年公司业绩符合我们预期，首

期股权激励目标顺利达成。24 年销量逆势增长，毛利率小幅下滑，龙头韧性彰显。销量维度：2024 年重卡行业内销 60.2 万，同比-1.7%，出口 29.0 万，同比+5.2%；2024 年公司内销 10.9 万，同比+12.8%，出口 13.4 万，同比+3.1%，公司内销在行业下滑时仍逆势增长，彰显 α ，出口跟随行业小幅增长。利润维度：2024 年公司毛利率 15.6%，同比-0.2pct，我们认为主因：1）重卡行业 24 年国内价格竞争激烈；2）海外出口区域结构变化所致；公司利润率仍具备较强韧性。费用管控得当，净利率同比微增。2024 年公司销售/管理费用率分别 3.6%/5.2%，同比分别-0.3/-0.3pct，全年研发费用占管理费用比 55.0%，同比+2.5pct。2024 年公司实现净利率 7.0%，同比+0.2pct，控费增效效果显著。24H2 重卡业务环比承压。24H2 重卡收入（含内部销售）416.4 亿元，同环比分别+7.5%/-2.1%；销量 11.8 万，同环比分别+0.2%/-5.3%，其中国内 5.3 万，同环比分别-0.9%/-6.8%，出口 6.6 万，同环比分别+1.2%/-4.1%；单车收入 35.2 万，同环比分别+7.3%/+3.4%；营运利润率 4.5%，同环比分别-0.5/-1.5pct；单车营运利润 1.6 万，同环比分别-0.1/-0.4 万元。24H2 轻卡业务亏损同比收窄、环比稳定，发动机收入利润有所下滑。24H2 轻卡收入（含内部销售）43.9 亿元，同环比分别-16.5%/-35.2%；销量 4.4 万，同比-6.9%；营运利润率-2.0%，环比稳定（23H2/24H1 分别-8.5%/-1.9%）；单车营运利润-0.2 万元，环比稳定（23H2/24H1 分别-1.0/-0.2 万）。24H2 发动机收入（含内部销售）68.8 亿元，同环比分别-6.6%/-2.3%；24H2 营运利润率 10.5%，同环比分别-9.4/-7.2pct。盈利预测与投资评级：由于 25 年海外出口部分区域存在下行风险，我们下调公司 25 年归母净利润预测至 68.4 亿元（原 78 亿元），考虑公司出海具备竞争力，我们上调 26 年归母净利润预测至 81.6 亿元（原 78 亿元），给予 27 年归母净利润预测 89.3 亿元，25~27 年对应 EPS 为 2.48/2.96/3.23 元，对应 PE 为 9.05/7.58/6.93 倍，由于公司龙头地位稳固且估值处于低位，分红率较高（24 年 55%且有望进一步提升），维持“买入”评级。风险提示：海内外宏观经济波动幅度超预期；上游原材料涨价超预期。

（证券分析师：黄细里 研究助理：赖思旭）

基康仪器（830879）：2024 年报点评：受益政策驱动水利与能源基建，业绩同比稳步增长

投资要点 受益政策驱动水利与能源基建，2024 年公司营收与利润稳步增长。公司发布 2024 年度报告，实现营收 3.57 亿元，同比+8.57%；归母净利润 0.77 亿元，同比+5.99%；扣非归母净利润 0.73 亿元，同比+6.86%。业绩同比增长主要系公司积极抢抓国家骨干水网建设、小型水库安全监测能力提升建设、抽水蓄能电站建设、核电站建设以及公路高边坡安全监测系统建设等细分领域市场机遇，在水利与能源领域销售稳步增长。2024 年销售毛利率同比提升 1.51pct 至 56.06%，主要为公司承接的项目选用的智能监测终端高毛利产品销售增加所致。2024 年公司销售/管理/财务/研发费用率分别同比+0.42/+0.57/+0.34/+1.06pct，其中，管理费用上涨主要系计提股权激励费用增加，财务费用增长主要为利息收入下降。期间费用率增加致使公司销售净利率同比-0.38pct 至 21.66%。安全监测物联网解决方案及服务市场成效显著，智能监测终端稳步增长。1）智能监测终端：成功中标广东水源山、福建厦门、陕西镇安等抽水蓄能电站的仪器设备采购及自动化系统集成项目；在太平岭、三澳、海阳等核电站签订监测设备供应合同，并为广东省公路边坡监测项目供应锚索测力计和数据采集设备，该业务营收 2.88 亿元（同比+5.59%），占总营收比重 80.65%（同比-2.28pct），毛利率 61.37%（同比+1.10pct）。2）安全监

测物联网解决方案及服务：成功获得南水北调引江补汉工程、环北部湾水资源配置工程、滇中引水二期工程等重大国家骨干水网建设工程订单，该业务营收 0.69 亿元（同比+23.01%），在总营收占比 19.35%（+2.27pct），毛利率 33.95%（同比+7.62pct）。以强研发实力为基石，多领域共驱支撑业绩稳步增长。1）技术实力强：公司技术壁垒与附加价值较高，掌握振弦式、光纤光栅、光电等传感技术，以及物联网集成和云服务平台应用技术等自主技术，实现高品质安全监测仪器设备的国产产品替代，打造智慧工程数据采集汇集云服务平台。2024 年成功研发适合光纤光栅与金属基材的焊接工艺技术，使传感器各项性能指标取得质的飞跃。2）服务领域布局广阔：不断拓展使用场景及地域范围，由点及面覆盖形成协同效应，细分产品广泛应用于能源、水利、交通、智慧城市、地质灾害等众多领域，发展空间大。3）客户资源禀赋优异：下游客户多为国有企业、政府部门及事业单位，合作服务时间长，订单较大，已提供上千个大中型工程项目技术指导和安装服务，经验丰富，技术与服务获得下游客户认可，客户群体持续扩大。盈利预测与投资评级：预计公司 2025-2027 年归母净利润 0.91/1.05/1.17 亿元（2025/2026 前值为 0.94/1.15 亿元），当前股价对应动态 PE 分别为 24.65/21.36/19.08x，维持“买入”评级。风险提示：1）技术迭代不及预期；2）宏观经济波动；3）市场竞争加剧。

（证券分析师：朱洁羽 证券分析师：袁理 证券分析师：易申申 证券分析师：余慧勇 研究助理：武阿兰 研究助理：薛路熹）

达势股份（01405.HK）：2024 年业绩公告点评：新增长市场势能强劲，经营效率持续提升

投资要点 事件：达势股份发布 2024 年业绩公告，2024 年公司实现收入 43.14 亿元，同比增长 41.41%；归母净利润 0.55 亿元，同比扭亏为盈。加速拓店，新增长市场势能强劲：2024 年较为成熟的上海及北京市场以及新增长市场分别实现收入 16.50/26.65 亿元，同比增长 6.76%/76.97%，新增长市场增势强劲，收入占比同比+12.41pct 至 61.76%。分拆来看：（1）门店数量：2024 年公司门店数量同比新增 240 家至 1008 家（同比+31.25%），其中北京及上海/新增长市场分别同增 20/220 家至 371/637 家。截至 2024 年底，公司业务已扩展至国内 39 个城市，年内共新进驻 10 个城市，24H1/24H2 分别新增 4/6 个，城市覆盖环比加速。（2）单店收入：2024 年单店收入为 428 万元，同比增长 7.74%，其中北京及上海/新增长市场分别为 445/418 万元，同比增长 1.01%/15.85%，新市场新开设的门店表现亮眼。（3）单店日均销售额：2024 年公司的单店日均销售额为 1.31 万元，同比增长 4.34%，主要由订单量增长所拉动。2024 年单店每日订单数为 160 单，同比增加 15 单；每笔订单平均销售金额为 82.04 元，同比-5.33%。我们认为主要系：①单均销售金额较低的新增长市场收入占比提升；②新增长市场店内较高的用餐量及外带量使得公司主动暂停配送服务，整体配送率较低（外送订单单均消费金额更高）使得单均销售额暂有承压。（4）同店销售情况：2024 年/24H1/24H2 公司同店销售分别增长 2.5%/3.6%/1.6%，自 2017Q3 开始公司已连续 30 个季度实现同店销售正增长。强化规模效应，提升经营效率。2024 年公司原材料及耗材成本/员工薪酬总开支/租金开支/厂房及设备折旧/无形资产摊销/广告及推广开支占营收的比重分别同比-0.3/-3.6/-0.2/-0.4/-0.4/-0.2pct，毛利率/经调整 EBITDA 利润率同比分别+0.3/+1.6pct 至 72.9%/11.5%。展望 2025 年，公司计划新开设约 300 家门店，2025 年初至 2025 年 3 月 14 日已增开 82 家门店、另有 26 家门店在建，62 家门店已签约；同

时针对新增长市场，公司将适时逐步开放配送服务，单均销售额有望止跌回升。叠加规模效应显现、降本成效兑现，利润端有望稳步提升。盈利预测与投资评级：公司处于门店扩张期，规模效应逐步显现、降本增效不辍，收入及利润端均势能充足。我们预计 2025-2027 年公司收入 55.44/70.13/87.41 亿元，同比增长 28.52%/26.48%/24.65%；归母净利润为 132.55/241.18/416.12 亿元，同比增长 140.15%/81.95%/72.54%，对应当前 PS2.4x、1.9x、1.5x，维持“买入”评级。风险提示：原材料价格波动风险、食品安全风险、行业竞争加剧的风险。

（证券分析师：苏铖 证券分析师：邓洁）

长城汽车（601633）：2024 年报点评：全年营收创新高，出海+智能化助力高质量发展

投资要点 公告要点：公司公布 2024 年全年业绩，2024 年全年公司实现营收 2021.95 亿元，同比+16.7%，实现归母净利润 126.92 亿元，同比+80.8%。公司 2024 全年量质齐升，海外销售增长+国内产品结构优化，助力营收和归母净利润均创历史新高。2024 年公司毛利率水平 19.51%，同比+0.8pct。Q4 单季度营收同环比增长，归母净利润同比增长环比下降。2024Q4 公司实现营收 599.41 亿元，同环比+11.6%/+17.9%；实现归母净利润 22.64 亿元，同环比+11.7%/-32.4%；实现扣非归母净利润 13.61 亿元，同环比+32.7%/-50.0%。2024Q4 公司实现销量 37.95 万辆，同环比分别+3.50%/+29.01%。Q4 对应扣非前单车净利 0.6 万元，扣非后单车净利 0.36 万元。费用率方面，2024Q4 公司销售费用率 2.6%，同环比-3.3/-2.2pct，控制得当；研发费用率 5.1%，同环比+0.4/+1.2pct，公司持续智能化+产品研发投入。公司智能化规划清晰，海外市场持续发力。1）智能化方面，公司规划 ADC2.0/ADC3.0/ADC4.0 三大智驾平台，分别对应 10 万级/20 万级/30 万级的低/中/高算力方案，其中 ADC2.0 可实现高性价比的无图高速 NOA，预计搭载于哈弗 H6、欧拉好猫等车型；ADC3.0 将实现全国无图城市 NOA，预计在搭载于魏牌、坦克；ADC4.0 采用端到端+VLA 大模型，支持点到点的城市 NOA，将在坦克、魏牌车型上车。2）全球化方面，公司 2024 年海外销量超 45.4 万辆，同比+44.6%，创历史新高，公司持续聚焦产能在地化、经营本土化、品牌跨文化和供应链安全化的“国际新四化”，稳居中国出海车企第一梯队。盈利预测与投资评级：公司智能化+全球化战略明确，驱动车型销量持续增长，我们上调公司 2025/2026 年营业收入预期分别为 2250/2491 亿元（原值为 2126/2338 亿元），同比+11%/+11%。由于智驾、新车型等研发持续加大，我们下调 2025/2026 年归母净利润预期分别为 129/143 亿元（原值为 149/174 亿元），同比+1%/+11%。新增 2027 年营收预期 2656 亿元，同比+7%；新增 2027 年归母净利润预期 148 亿元，同比+4%。2025~2027 年对应 EPS 分别为 1.50/1.68/1.73 元，对应 PE 估值分别为 18/16/15 倍，维持“买入”评级。风险提示：海外市场需求低于预期；国内乘用车价格战演绎超预期。

（证券分析师：黄细里）

赣锋锂业（002460）：2024 年年报点评：资源布局步入收获期，后续盈利有望好转

投资要点 业绩符合预期。公司 24 年营收 189 亿元，同比-43%，归母净利润-20.7 亿元，同比-142%，扣非归母净利-8.9 亿元，同比-133%；其中 24Q4 营收 50 亿元，同环比-32%/+15%，归母净利润-14.3 亿元，同环比-35%/-129%，扣非归母净利-5.3 亿元，同环比+68%/-169%，非经常性损益主要为 PLS 股价下跌造成的公允价值变动损失 9 亿元。

公司此前预告 24 年归母净利-21~-14 亿元，扣非净利-9.6~-4.8 亿元，业绩符合预期。Q4 受存货减值和投资收益影响扣非亏损，25 年出货维持 30% 增长，锂价稳定盈利有望好转。24 年公司锂盐产量 13 万吨，同增 25%，销量 13 万吨，同增 27%，库存量 0.8 万吨，同增 7%，其中 Q4 销量近 4 万吨，环增 20%+；四川赣锋 5 万吨锂盐项目于 24 年底投产，公司 24 年底锂盐产能超 29 万吨，我们预计 25 年锂盐销量有望达 16-18 万吨，同增 30% 左右。盈利端，24 年含税均价 10.4 万元/吨，平均营业成本 8.3 万元/吨；Q4 资产减值损失影响 1.5 亿元，联合营公司亏损或提减值导致投资收益-3.3 亿元，若加回，锂盐业务扣非接近盈亏平衡。Mariana 于 25Q1 投产，自有矿增量持续释放，25 年矿端自供率将进一步提升。我们预计 24 年自有矿权益产量约 6 万吨，自供比例 46%，25 年权益产量达 10 万吨，自供比例 60% 左右。

1) 非洲 Goulamina 锂辉石一期产能 50.6 万吨精矿，已于 24 年 12 月投产，预计 25 年产量超 30 万吨，折 4 万吨 LCE。2) 阿根廷 Cauchari-Olaroz 项目产能 4 万吨，24 年碳酸锂产量 2.5 万吨，Q4 产量 8500 吨，环增 25%，25 年产量目标 3-3.5 万吨，长期运营成本 6543 美元/吨，计划在一期基础上增加一条 5000 吨的直接提锂产线，有望降低运营成本。3) 阿根廷 Mariana 项目一期 2 万吨氯化锂，于 25 年 2 月正式投产爬坡，预计下半年起稳定供应。4) 加不斯锂钽矿一期 60 万吨采选（折 0.5 万吨 LCE）预计 25 年达产。固态电池上下游一体化，抢占先发优势。电解质方面，于 22 年实现电池级硫化锂量产，并于 24 年进一步扩大产线规模，目前已向 20 余家下游客户供货。负极方面，已实现 300mm 宽度超宽幅超薄锂带量产。电芯方面，产品能量密度覆盖 320-500Wh/kg，具备 5C 以上持续放电倍率，已与知名无人机、eVTOL 企业达成合作，计划 25 年完成首批样品交付。Q4 经营性现金流改善，在建工程期末余额较高。公司 24Q4 费用率 13%，同环比 +0.6/+2.6pct，主要系财务费用率环比提升 8pct；24 年经营性净现金流 52 亿元，同比+3424%，其中 Q4 为 10.6 亿元，同环比-30%/+546%；24 年末在建工程 190 亿元，较年初+71%，超固定资产价值。盈利预测与投资评级：锂价底部震荡，我们下调 2025-2026 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润 11.8/15.9/24.6 亿元（原预期 25-26 年为 13.2/18.5 亿元），同比+157%/+34%/+55%，对应 PE 为 58x/43x/28x，公司全球布局众多优质资源，矿端自供率持续提升，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）

珍酒李渡（06979.HK）：珍酒良性调整，李渡稳扎稳打

投资要点 事件：第 112 届全国春季糖酒商品交易会在成都召开，期间多场颁奖盛典隆重举办，贵州珍酒荣获“2024 年度中国酒业标杆品牌”“2025 年中国酒业十大商机品牌”“2025 中国酒业金樽奖年度单品”等多项荣誉。此前，公司发布 2024 年业绩公告，24FY 实现营收 70.7 亿元，同比+0.5%；归母净利润 13.2 亿元，同比-43.1%；经调整后净利润 16.8 亿元，同比+3.3%。对应 24H2 总营收 29.3 亿元，同比-16.5%；归母净利润 5.7 亿元，同比-22.9%；经调整后净利润 6.6 亿元，同比-19.7%。H2 珍酒去库调控，李渡规模保持稳定。24FY 珍酒/李渡/湘窖/开口笑/其他产品收入分别为 44.8/13.1/8.0/3.4/1.3 亿元，同比-2.3%/+18.3%/-3.7%/-12.3%/+12.6%。①珍酒 H1/H2 收入分别同比+17.2%/-21.9%，全年量/价分别同比-2.7%/+0.6%，下半年吨价增幅环比回落。需求承压背景下，珍 30、珍 15 及时调整销售节奏，24H2 以去库稳价为主，原有支线产品及经销商也做了精简优化，二者 H2 收

入同比下滑；而高档酒事业部受益招商扩张及团购培育，产品销售相对稳定，全年仍保持高双位数增长。②李渡 H1/H2 收入分别同比+37.9%/2.9%，增速回落较多存在基数走高原因，H2 收入体量仅较 H1 略有回落，省外市场开拓稳扎稳打。李渡全年量/价分别同比+24.9%/-5.2%%，主因年内拓宽产品布局，次高端产品 1975 实现较快增长。③湘窖、开口销收入同比下滑，主系宴席场景需求回落，且低价位产品调整削减。收现保持稳定，毛销差同比改善。1) 收现端：24FY 期末公司预收同降 1.0 亿元，营收+△预收同降 1.8%，回款表现较稳定。2) 利润端：24FY 经调整净利率为 23.7%/同增 0.7pct，主系毛销差优化及其他收益贡献。①毛利率 58.6%/同增 0.6pct，除李渡外，其他分部毛利率均有增长。②销售费率同比-0.3pct，降幅较上半年收窄，与费用投放节奏变化及品牌、团购培育投入强化有关。全年开支同降 0.9%，销售人效有所提升。③管理费率同比+1.3pct，主因新增办公区域投入使用后折旧开支增加，且研发投入有所加大。④其他收益同比增加 1.0 亿元，主系利息收入及政府补贴增加。盈利预测与投资评级：公司产品矩阵清晰，品牌升级布局长远，组织效能与团购培育势能有望逐步显现。经过 25H1 盘整巩固，期待后续轻装上阵，更好迎接下一轮需求弹性释放。考虑酱酒次高端竞争加剧，我们微调 2025~2026 年公司 non-IFRS 归母净利预测分别为 16.8、19.3 亿元人民币（前值为 17.4、20.4 亿元人民币），新增 2027 年预测为 22.9 亿元人民币，同比+0.3%、+14.7%、+18.6%，对应 PE 为 13.3、11.6、9.7x，维持“买入”评级。风险提示：宏观修复不及预期，次高端价格及费用竞争加剧，渠道库存消化不及预期等。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：孙瑜）

潍柴动力（000338）：2024 年年报点评：Q4 业绩超预期，盈利性持续改善

投资要点 公告要点：公司公布 2024 年年报，2024 年公司实现营业收入 2156.9 亿元，同比+0.8%；归母净利润 114.0 亿元，同比+26.5%；扣非归母净利润 105.3 亿元，同比+30.3%。其中 24Q4 公司实现营业收入 537.4 亿元，同环比分别+0.3%/+8.6%；归母净利润 30.0 亿元，同环比分别+19.5%/+20.2%；扣非归母净利润 28.2 亿元，同环比分别+15.4%/+26.3%。Q4 业绩超我们预期。降本增效效果显著，利润率大幅改善。2024 年公司毛利率 22.4%，同比+2.1pct；归母净利率 5.3%，同比+1.1pct；其中 24Q4 公司毛利率 24.15%，同环比分别+0.5/+2.0pct；归母净利率 5.6%，同环比分别+0.9/+0.5pct，Q4 毛利率环比大幅改善。2024 年公司期间费用率 14.4%，同比+0.7pct；其中销售/管理/研发/财务费用率分别 5.79%/4.76%/3.85%/ 0.11%，同比分别+0.3/+0.3/+0.1/-0.2pct。发动机主业：2024 年表现超我们预期。2024 年母公司收入 393 亿元，同比-10%，净利润 94 亿元，同比+20%。量价维度：2024 年公司重卡发动机销量 27.6 万，市占率 38.7%，同比-2.2pct，全年发动机 ASP 5.4 万元，同比-0.6 万元，单机毛利 1.7 万元，同比+0.1 万元。利润率维度：2024 年母公司毛利率 31.8%，同比+5.4pct，净利率 23.9%，同比+6.0pct，其中 24H2 母公司毛利率 35.3%，环比+6.1pct，净利率 31.5%，环比+13.3pct。发动机利润改善超们预期，我们认为主因 1) 供应链/技术降本效果显著 2) 数据中心高毛利产品下半年集中交付。展望：发动机主业受益重卡周期向上，新能源+出口+大缸径+后市场多方发力。1) 发动机主业：行业维度，国四报废更新政策扩围至天然气重卡，看好国四政策拉动下重卡内需向上，同时公司降本增效增厚利润；2) 大缸径：数据中心柴发高景气，看好公司大缸径业务持续突破贡献业绩弹性；3) 新能源：公司大力推进新能源转型，比

亚迪合资工厂将于 25 年投产，看好公司新能源客户持续突破。 盈利预测与投资评级：考虑凯傲增效计划将于 25 年计提裁员费用，且新能源业务处于爬坡期，我们下调 2025~2026 年归母净利润预测至 129/153 亿元（原 133/157），给予公司 2027 年归母净利润预测 162 亿元，2025~2027 年对应 EPS 分别为 1.47 /1.75/1.85 元，对应 PE 分别为 11.06/9.29/8.80 倍，考虑公司当前估值较低且龙头地位稳固，维持“买入”评级。 风险提示：经济复苏不及预期，地缘政治风险等。

（证券分析师：黄细里 研究助理：赖思旭）

藏格矿业（000408）：2024 年年报点评：Q4 钾锂销量双升，铜矿盈利维持高位

投资要点 业绩符合市场预期。公司 24 年营收 32.5 亿元，同-38%，归母净利润 25.8 亿元，同-25%，毛利率 45%，同-20 pct，归母净利率 79%，同+14pct；其中 24Q4 营收 9.3 亿元，同环比-11 %/+65 %，归母净利润 7.1 亿元，同环比+58%/+25 %，扣非归母净利 7 亿元，同环比+12%/+23%。 锂：Q4 销量超预期，受季节影响成本提升。24 年碳酸锂产量 1.16 万吨，同减 4%，销量 1.36 万吨，同增 32%，库存量降至 237 吨，同减 89%；其中 Q4 产量 2289 吨，环减 34%，销量 3372 吨，环增 31%；我们预计 25 年产销量 1.1-1.2 万吨。麻米错盐湖项目 25 年底有望建成，我们预计 26 年贡献 2-3 万吨产量。价格成本方面，24 年公司碳酸锂含税均价 8.5 万元/吨，同减 61%，平均销售成本 4.1 万元/吨，同增 10%；其中 Q4 含税均价 7.2 万元/吨，环减 4%，平均销售成本 4.5 万元/吨，环增 27%，主要受季节因素影响。 钾：Q4 产销量恢复，成本回落明显。24 年氯化钾产量 107.3 万吨，同减 2%，销量 104.5 万吨，同减 19%；其中 Q4 产量 31.7 万吨，环增 36%，销量 33 万吨，环增 89%，Q3 受需求及检修影响，Q4 销量恢复；我们预计 25 年保持 100 万吨以上产销量。价格成本方面，24 年氯化钾含税均价 2306 元/吨，同减 15%，平均销售成本 1167 元/吨，同增 7%；其中 Q4 含税均价 2314 元/吨，环减 4%，销售成本 1072 元/吨，环减 34%。 铜：Q4 产量环比提升，盈利水平维持高位。参股公司巨龙铜业 24 年生产铜精矿 16.6 万吨，权益产量 5.1 万吨，同增 8%，投资收益 19.3 亿元，同增 49%；其中 Q4 产铜 4.4 万吨，权益产量 1.4 万吨，环增 8%，贡献投资收益 5.7 亿元，环增 11%。巨龙二期改扩建项目将于 25 年底投产，达产后年矿产铜将达 30-35 万吨，公司权益产量将达 9.2-10.8 万吨/年。 发布第二期员工持股计划，彰显经营信心。参与人数不超过 210 人，总股数不超过 992 万股，占比 0.63%，受让价格 21.57 元/股，总额不超过 2.14 亿元；存续期 60 个月，分别在过户之日起满 12、24、36 个月解锁 40%、30%、30%。业绩考核目标分别为：1）25 年净利润同增不低于 5%，或老挝钾盐矿取得首个 100 万吨/年的采矿许可证且新增氯化钾资源量 8 亿吨；2）26 年净利润相比 24 年增长不低于 20%，或麻米错一期 5 万吨建成投产且穿透持有麻米错股权比例 50%以上；3）27 年净利润相比 24 年增长不低于 45%，或新增碳酸锂资源量不低于 100 万吨。 盈利预测与投资评级：锂价底部震荡，我们下调公司 2025-2026 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 27.3/35.0/54.3 亿元（25-26 年原预期为 27.3/42.6 亿元），同比+6%/+28%/+55%，对应 PE 为 21x/16x/10x，公司碳酸锂成本优势显著，钾锂铜扩产同步推进，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

证券分析师：岳斯瑶 研究助理：胡锦芸）

南网科技（688248）：2024 年年报点评：业绩符合市场预期，智能设

备业务增长亮眼

投资要点 事件：发布 24 年年报，24 年营收 30.1 亿元，同比+19%，归母净利润 3.7 亿元，同比+30%；其中 24Q4 营收 9 亿元，同比+0.1%，归母净利润 0.9 亿元，同比-29.7%。24 年实现毛利率 30.8%，同比+1.8pct，归母净利率 12.1%，同比+1pct，其中 24Q4 毛利率 30.1%，同比-2.8pct，归母净利率 9.4%，同比-4pct。业绩符合市场预期。 标杆储能项目陆续兑现，调试检测出省进展顺利。1) 储能业务方面，24 年实现营收 5.93 亿元，同比-18%，毛利率 14.11%，同比-0.43pct。收入下滑主要系部分大型储能 EPC 项目未确收所致。公司在手订单充沛，国研院备案项目+深南电等非关联独立储能项目+构网型 PCS、移动储能以及台区储能等新产品推广，25 年储能业务有望实现高速增长。2) 调试业务方面，24 年实现营收 7.8 亿元，同比+34%，毛利率 41.83%，同比-0.5pct。收购贵州创星、广西桂能后，省外市场拓展顺利，24 年贵州创星/广西桂能营收同比+34%/48%，净利润同比+104%/65%。公司中标多个省外大型火电调试项目，首次承担核电常规岛调试项目，智慧煤场项目在国网区域电厂实现突破。公司不断扩大市场，看好调试业务维持快速增长。 配用电业务高增，电网智能化趋势明显。1) 智能配用电业务，24 年实现营收 7.6 亿元，同比+72%，毛利率 35.76%，同比+2.19pct。“丝路”核心模组+通讯模块是核心驱动力，随着“丝路”系统的广泛应用，配用电业务有望实现长期稳健增长；2) 智能检测设备业务，24 年实现营收 3.96 亿元，同比+54%，毛利率 32.93%，同比-1.89pct。线路在线监测 3 个品类设备在南网集采市占率第一，电网智能化趋势下，监测终端成为刚需，长期来看若公司能够常态化在国网中标，则未来增长可期；3) 机器人及无人机业务，24 年实现营收 2.49 亿元，同比-9%，毛利率 27.15%，同比-0.04pct。“慧眼”无人机已实现在贵州、深圳电网的规模化应用，并在湖北、江苏等地区大范围推广，24 年受广东采购下降收入略有影响，长期看新市场突破+渗透率提升，无人机业务有望成为重要的增长驱动力。持续加大研发投入，经营性现金流略受储能项目影响。24 年期间费用 5.3 亿元，同+27.9%，费用率 17.5%，同+1.2pct，其中研发费用率同+2.89pct，主要系公司加大对海上柔性直流输电、新型储能实验室建设以及智能配用电研发团队扩张等方面加大投入所致，销售费用率/管理费用率同-0.2/0.14pct，我们认为主要系内部管理提效+经营规模效应摊薄所致。24 年经营性净现金流 3.7 亿元，同-29.3%，主要系大型储能项目同比减少，本期预收款项减少所致。 盈利预测与投资评级：考虑到公司储能业务放量进度略有滞后，EPC 项目模式确收节奏存在不确定性，我们下修公司 25-26 年归母净利润分别为 4.59（-1.64）/6.29（-2.77）亿元，预计公司 27 年归母净利润为 8.61 亿元，分别同比+26%/37%/37%，现价对应估值分别为 39x、29x、21x。公司在手储能订单充沛，国研院备案项目体量大，若如期兑现则业绩有望超预期，看好公司的成长潜力，因此维持“买入”评级。 风险提示：电网投资不及预期，储能业务进展不及预期，竞争加剧等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：谢哲栋
证券分析师：司鑫尧）

绿色动力（601330）：2024 年报点评：自由现金流大增，分红比例提至 71.45%

投资要点 事件：2024 年公司实现营收 33.99 亿元（同比-14%，下同），归母净利润 5.85 亿元（-7%），扣非归母净利润 5.79 亿元（-6%）。运营收入占比提至 99%，加回资产减值后的净利润同增 5%。建造收益下滑&危废项目减值致业绩承压。1) 运营：营收 33.61 亿元（+7%），

运营收入占比增至 99%，毛利率 45.85% (-0.54pct)，2) 建造：营收 0.37 亿元 (-95%)，毛利率 8.12% (-0.10pct)，建造下滑影响基本出清。2024 年公司计提资产减值 1.27 亿元，其中葫芦岛危废项目计提 1.29 亿元减值，主要系危废行业产能过剩及该项目填埋场尚未取得经营许可证等影响下，产能利用率较低，尚未实现盈利，截至 2024 年末，葫芦岛危废项目已累计计提减值 1.99 亿元，计提后账面价值 2.39 亿元。2024 年公司净利润 6.01 亿元 (-9%)，加回资产减值后的净利润为 7.27 亿元 (+5%)。运营指标稳健增长，支撑业绩提升。截至 2024 年底，公司垃圾焚烧运营项目规模达 4.03 万吨/日（其中 2024 年新增投运 800 吨/日），装机容量 857MW。2024 年垃圾处理量 1438 万吨 (+7%)，发电量 51.47 亿度 (+9%)，吨发电量 358 度 (+2%)，上网电量 42.61 亿度 (+9%)，吨上网 296 度 (+2%)，供汽量 56.36 万吨 (+32%)。自由现金流大增，分红比例同增 38.23pct 至 71.45%，A 股股息率 4.55%。2024 年公司经营性现金流净额 14.38 亿元 (+47%)，购建固定无形其他长期资产支付现金 3.70 亿元 (-49%)，测算自由现金流 10.68 亿元 (+318%)，2024 年公司现金派息总额 4.18 亿元 (+100%)，分红比例 71.45%（同比+38.23pct），远超分红承诺底线，对应 A 股股息率 4.55%，港股股息率 9.97%。（估值日期 2025/3/28）资产负债率下降，财务费用节约。2024 年末公司资产负债率同降 2.08pct 至 61.21%。通过贷款置换、利率下调等方式，2024 年公司财务费用同比-5%至 4.48 亿元，以利息支出/(期末短期借款+长期借款+一年内到期非流动负债+应付债券)测算平均利息率，2024 年为 3.93% (-0.12pct)。项目布局核心区域 B 端拓展潜力大，激励锁定持续成长+提分红共振。随着固废产能爬坡、经营提效及供汽拓展，公司盈利水平有望持续提升。公司项目广泛布局于京津冀、长三角、珠三角等经济发达区域，B 端供汽及 IDC 合作潜力大。公司股权激励考核目标为 2026-2028 年扣非归母净利润不低于 7.11/7.42/7.73 亿，对应 2024-2026 年扣非复增 10.9%，2027 年/2028 年扣非同增 4.4%/4.2%。公司资本开支大幅下降，自由现金流转正并持续增厚，进入现金流收获期。公司承诺 2024-2026 年以现金方式分配的利润应分别不低于当年实现的可分配利润的 40%、45%、50%。2024 年分红比例提至 71.45%大超预期，现金流价值突出。盈利预测与投资评级：公司运营稳健增长，发布股票激励计划彰显发展信心，自由现金流增厚可保障长期高分红。考虑潜在减值风险，我们将 2025-2026 年归母净利润由 6.64/7.39 亿元下调至 6.50/7.18 亿元，预计 2027 年归母净利润 7.60 亿元，对应 14/13/12 倍 PE，维持“买入”评级。风险提示：应收风险，危废项目减值风险，资本开支超预期上行等。

（证券分析师：袁理 证券分析师：陈孜文）

中国重汽 (000951)：2024 年年报点评：Q4 业绩超预期，利润率大幅提升

投资要点 业绩概览：公司发布 2024 年年报：2024 年公司实现营业收入 449.29 亿元，同比+6.8%；归母净利润 14.8 亿元，同比+36.96%。其中 24Q4 公司实现营业收入 113.4 亿元，同环比分别+0.3%/+23.5%；归母净利润 5.46 亿元，同环比分别+28.4%/+73.0%；扣非归母净利润 4.7 亿元，同环比分别+16.5%/+71.6%。Q4 业绩大超市场预期。降本增效成果显著，利润率明显提升。24Q4 公司毛利率 11.5%，同环比分别+2.1/+3.2pct；归母净利率 4.8%，同环比分别+1.1/+1.4pct。24Q4 公司期间费用率 3.36%，同环比分别+0.0/-0.4pct，期间费用率环比下降；其中销售/管理/研发费用率分别 1.1%/0.6%/1.8%，同比分别+0.6/-0.8/+0.2pct，环比分别+0.3/-0.2/-0.4pct。24H2 整车利润率提升幅度

超我们预期。24H2 公司整车量价环比下滑，下半年整车销量 6.2 万辆，环比上半年-11.5%，整车收入 166.2 亿元，环比-14%；单车均价 26.6 万元，环比-0.8 万元。24H2 整车利润大幅提升，整车毛利率 8.7%，环比+2.7pct；净利率 3.3%，环比+2.1pct；单车毛利 2.3 万元，环比+0.6 万元，单车净利 0.9 万元，环比+0.58 万元，增幅 181.3%，单车净利翻倍式提升。我们认为，主要系：1) 24H2 公司高盈利的出口销量占比提升；2) 降本增效成果体现。24H2 配件业务毛利改善，车桥业务利润下滑。24H2 配件收入 38.7 亿元，环比-23.2%，毛利率 15.4%，环比+3pct。24H2 车桥收入 34 亿元，环比-10.5%，净利率 9.7%，环比-2pct。展望：出口+降本增效保障盈利，看好 25 年内需向上带来利润弹性。1) 出口：我们预计非俄地区出口将持续增长，且出口本质为中国产品参与全球定价，应当充分重视中国品牌议价能力，公司出口优势地位稳固，有望充分受益于出口向上；2) 内需：3 月 18 日，三部委发布老旧营运货车报废更新通知，将政策扩围至天然气车及国四及以下车型，我们看好国四政策拉动下今年内销总量增长，全年内销有望达 70 万辆及以上，同比+16%及以上。公司作为重卡龙头具备规模效应，且降本增效持续推行，上行周期利润弹性可期。盈利预测与投资评级：公司重卡龙头地位稳固，降本增效成果显著，我们上调公司 2025~2026 年归母净利润预测至 18.76/23.43 亿元（原 17.78/23.21），给予 2027 年归母净利润预测 26.17 亿元，2025~2027 年对应 EPS 分别为 1.60/1.99/2.23 元，对应 PE 估值分别为 12.9/10.32/9.25 倍，维持“买入”评级。风险提示：国内物流行业复苏不及预期；海外经济波动超预期等。

（证券分析师：黄细里 研究助理：赖思旭）

龙湖集团 (00960.HK): 2024 年业绩公告点评: 经营性业务稳健增长, 债务结构持续优化

投资要点 事件：公司发布 2024 年业绩公告，全年实现营收 1274.7 亿元，同比下降 29.5%；核心归母净利润 69.7 亿元，同比下降 38.6%。开发业务营收及毛利率下滑拖累业绩表现，经营性业务收入稳健增长。2024 年公司营业收入同比下滑 29.5%，其中开发业务/运营业务/服务业务分别实现营业收入 1007.7 亿元/135.2 亿元/131.9 亿元，分别同比-35.3%/4.5%/10.5%。利润方面：公司核心归母净利润下滑幅度超营业收入下滑幅度的主要原因为公司毛利率下滑 0.9pct 至 16.0%，开发业务毛利率下降 4.9pct 至 6.1%。费用率方面：2024 年公司销售及市场推广/行政费用率分别同比提升 0.4pct/0.5pct 至 3.3%/3.5%。灵活推盘促进存货去化，坚持核心城市投资布局。2024 年公司实现销售额 1011.2 亿元，同比下降 41.7%，其中一二线城市销售占比超 90%；销售面积 712.4 万平方米，同比下降 34.0%；并表销售回款率 100%+，持续保持高质量回款。2024 年公司新增获取 9 宗土地，总建筑面积 83 万平方米，权益建筑面积 39 万平方米，平均权益地价为 13285 元/平方米。截至 2024 年底，公司已售未结规模约 1282 亿元，面积约 1000 万平方米；总土储 3312 万平方米，权益土储 2426 万平方米。运营类业务收入占比提升，深化核心城市持有物业布局。公司运营业务板块包括商业投资和资产管理业务。商业投资方面：2024 年新增运营 11 座商场（4 座为轻资产），截至 2024 年底，公司累计运营 89 座商场，出租率达 97%，租金收入同比增长 7%至 109.8 亿元。资产管理方面：冠寓已开业 12.4 万间，整体出租类 95.3%，租金收入同比增长 4%至 26.5 亿元。公司运营类业务收入占比稳步提升。提升物管能力，持续拓展优质代建项目。公司服务类业务包括物业管理和代建业务。2024 年公司物业管理收入同比增长 8%至 114.2 亿元，在管面积 4.1 亿

平方米，在管项目超 2200 个。代建方面，公司持续拓展优质项目，新签代建项目 60 个，新签代建面积 800 万平方米，代建销售额 106 亿元。公司通过持续提升物管服务能力，凭借全业态开发经验，持续提升物管及代建业务规模。 债务结构持续优化，积极压降融资成本。2024 年公司息有息负债规减少 163 亿元，债务结构持续优化，短债占比 17.2%，现金短债比 1.63 倍。公司平均融资成本下降 24bp 至 4.0%，平均合同借贷年限 10.27 年。 盈利预测与投资评级：公司开发业务聚焦高能级城市；经营类业务收入稳中有升，助力穿越周期。由于近年来房地产市场波动及行业竞争加剧，我们下调公司 2025/2026 年归母净利润为 67.6/71.2 亿元（原值为 131.4/133.9 亿元），预测 2027 年归母净利润为 75.6 亿元，对应的 EPS 为 0.98 元/1.03 元/1.10 元，对应的 PE 分别为 9.7X/9.2X/8.7X。考虑到公司财务状况稳定，经营性业务呈现稳定增长态势，业务结构持续优化，我们坚定看好公司穿越行业周期的能力，维持“买入”评级。 风险提示：行业下行压力超预期；调控政策放松不及预期、收紧超预期。

（证券分析师：房诚琦）

百奥赛图-B (02315.HK)：2024 年年度业绩公告点评：全面进入盈利新阶段，双成长曲线迎接高速增长

投资要点 事件：公司发布 2024 年年度业绩公告，公司实现总营收 9.80 亿元（人民币，+36.76%，括号内为同比增速，下同），归母净利润 33.54 百万元（扭亏为盈），经营活动现金流 211.2 百万元。公司实现全面盈利，运营优化显著，2024 年销售毛利率同比提升 7.08pct，主要系毛利率较高抗体发现和动物销售业务占比提高以及海外收入占比提升。各项费用有所控制，其中研发费用 3.2 亿元（-31.7%），主要系临床阶段创新药项目收尾，聚焦核心主业；一般及行政开支费用率降低 23.7%，精益管理。 临床前动物服务业务凭借全球独特竞争力放量：基于公司先进的 Mb 级别基因编辑技术，构建了 RenMab 平台，并进一步形成单抗、双抗、双抗 ADC、GPCR、TCRm 抗体新药发现技术平台，开发出了 3500 多种独特动物模型，涵盖肿瘤、自免、神经、代谢等热门研发领域，每年持续开发 200-300 种动物模型，保持领先优势。依托公司强竞争力的技术平台和出色的管线开发能力，已与跨国药企默克、强生、Xencor、百济神州等达成合作，2024 年海外药企合作金额占比超过 70%，可披露交易金额总额达数百亿。公司同时加强开拓海外市场，已在德国海德堡、美国旧金山、圣地亚哥设置办事处；23 年美国波士顿生产基地扩大为原有三倍，经过 24 年的产能爬坡，更大的业务承载能力更好地满足全球客户需求。我们判断公司有望成为中国版“再生元”，海外业务将依旧保持高速增长。 抗体开发业务进入订单转化创收阶段：利用多元化的抗体发现平台和“千鼠万抗”计划，为 1,000 多个靶点形成约 1,000,000 个经过湿实验验证的抗体序列库，提供抗体分子货架式选择，加快药物 1-2 年以上的研发时间。公司将抗体序列和潜力 PCC 分子向药企授权转让或联合开发，获得首付款、各项里程碑付款以及后续的净销售额分成，实现短期和中长期兼顾的营收持续增长。全球前 10 大药企中的 7 家已成为公司抗体发现业务的客户，累计签署协议数量大约 200 项。公司抗体转让业务已全面进入收获期，2024 年实现收入 3.18 亿元（+80.7%），年度新增签署约 100 项（+70%），根据在手合同数判断 2025 年该板块增速将超过 50%。 盈利预测与投资评级：我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 12.93/16.14/18.54 亿元，归母净利润 1.45/2.42/3.12 亿元，对应 PE 39/24/18×。基于公司技术平台领先竞争力和业内抗体研发平台稀缺性，我们看好公司双增长曲线带来的高成长性，并判断公

司科创板上市预期加强，首次覆盖，给予“买入”评级。 风险提示：科创板上市失败，新药进展不及预期，行业竞争加剧等风险。

（证券分析师：朱国广 研究助理：刘若彤）

宏发股份（600885）：2024 年年报点评：Q4 利润略超预期，今年需求旺盛增长有望提速

投资要点 24Q4 营收同比+6%、归母净利润同比+25%、利润略超市场预期。公司 24 年营收 141.0 亿元，同比+9.1%，归母净利润 16.3 亿元，同比+17.1%，其中 24Q4 实现营收 32.3 亿元，同比+6.1%，归母净利润 3.6 亿元，同比+24.8%，净利润略超市场预期。24 年/24Q4 毛利率为 36.21%/39.69%，同比-0.68pct/-1.50pct，系大宗材料价格同比上升，但产品结构优化部分抵消。24 年/24Q4 归母净利率 11.6%/11.2%，同比+0.8pct/+0.4pct。展望 25 年，经营情况进一步向好，收入利润增速有望提升。 高压直流持续高增、汽车复苏超预期。1) 高压直流继电器：我们预计 24 年同比+30%，PDU/BDU 产品从客户单一项目扩展到多客户多项目，同时核心零部件进一步自产，我们预计 25 年维持同增 30%+。2) 汽车继电器：我们预计 24 年同比+15%，24 年汽车行业温和复苏，但国内&自主品牌增速较快带动公司份额显著提升，我们预计 25 年同增 15%。 新能源&信号恢复增长、家电整体平稳。1) 新能源继电器：我们预计 24 年同比+15%，24 年新能源逐季复苏，工商业+大电站带动显著，超预期恢复，我们预计 25 年同增 20%+。2) 家电 & 电力 & 信号 & 工业继电器：我们预计 24 年同比+10%/+15%/+15%/持平。家电方面，行业于 24H1 充分去库后，国补等政策带动 24H2 需求持续改善，公司紧抓市场份额实现稳增。电力方面，全球需求 24 年前高后低，公司维持国网份额并拓展新兴市场，遥遥领先。信号方面，24 年安防&医疗恢复增长，新能源车逐步批量，智能家居快速增长。工业方面，行业库存低位，需求逐步企稳。 “75+”战略坚决实施、“5+”产品快速发展。公司全面启动实施“75+”战略，推动企业顺利完成新老交汇，迈入发展新阶段。“5+”产品为实施“扩大门类”战略，1) 低压电器：我们预计 24 年同比持平，国内&欧洲市场需求下降明显，但公司持续推动解决方案并打造标杆客户，有望逐步恢复增长。2) 其他新品：电流传感器首款海外量产，新能源车、储能高端应用破冰；薄膜电容器新能源&电力&电子领域客户拓展，车载领域拓展乘用车；连接器&熔断器快速发展；展望未来，公司将进一步整合资源，重点培育，打造公司第二增长极，业务规模有望达 5 亿元。 盈利预测与投资评级：我们维持 25-26 年归母净利润为 19.9/23.2 亿元，预计 27 年为 26.9 亿元，同比+22%/+17%/+16%，对应 PE 分别为 19x、16x、14x，考虑到宏发全球龙头地位，给予 25 年 25x PE，目标价 47.5 元，维持“买入”评级。 风险提示：宏观经济下行，原材料涨价超市场预期等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：谢哲栋
研究助理：许钧赫）

北新建材（000786）：2024 年报点评：稳健经营、高质量发展，期待两翼和海外业务发力

投资要点 事件：公司发布 2024 年年报。2024 年公司实现营收 258.21 亿元，同比增长 15.14%；归母净利 36.47 亿元，同比增长 3.49%。其中，单 Q4 实现营收 54.58 亿元，同比+1.5%；归母净利 5.02 亿元，同比-34.65%。 石膏板主业稳健，防水、涂料业务持续扩张。24 年石膏板行业需求整体承压，公司通过做强做大做优石膏板和石膏板+，公司石膏板业务保持稳健，石膏板销量保持平稳，收入同比小个位数下降，继续巩固了市场地位和份额，24 年下半年石膏板量价有所承压，关注

25 年上半年提价进展；防水及涂料业务也持续扩张、快速增长，防水建材业务收入同比增长 18.65%，涂料建材业务受益嘉宝莉并表，实现收入 35.9 亿。在国际化方面，聚焦东南亚、中亚、中东、欧洲及环地中海四大区域，推进全球布局，24 年公司境外收入 4.17 亿元，同比+87.6%。毛利率保持平稳，新并购子公司致费用有所增加。2024 年公司毛利率 29.88%，整体保持平稳，分业务来看石膏板毛利率 38.51%，在价格有所承压之下，毛利率同比保持稳定，主要得益于公司继续实施“龙牌腾飞、泰山攀登”计划，产品高端化成效显著；防水卷材毛利率同比下降 1.65%，涂料业务毛利率 31.94%，同比有所提升。公司期间费用率方面，2024 年公司销售/管理费用率同比有所提高，特别是 2024Q4 销售和管理费用率同比分别增加了 4pct 和 3.4pct，预计主要系新并购子公司导致费用有所增加；研发费用和财务费用率同比略有下降。现金流表现持续优异。2024 年公司经营活动产生的现金流量净额 51.34 亿元，同比增长 8.5%，主要系公司收入增加致销售回款相应增加，同时新并购的子公司产生经营活动净流量。防水建材分部经营活动产生的现金流量净额 4.5 亿元，较上年同期增长 80%，预计销售回款有明显改善；涂料建材分部实现经营性现金流净额 1.8 亿元。营运能力有所提升，存货和应收账款周转率同比均有所提升。盈利预测与投资评级：公司在“一体两翼、全球布局”的战略引领之下，石膏板主业在全球的市占率有望继续提升，防水和涂料业务通过内生外延也将贡献持续的快速增量，股权激励计划的推出体现发展信心的同时，也有望进一步激活成长动力。我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测并新增 2027 年归母净利润预测为 45.61/49.86/53.68 亿元（此前为 46.77/55.72 亿元），对应 PE 分别为 10.8X/9.8X/9.1X，考虑到公司新业务拓展潜力及公司主业稳健运营能力，维持“买入”评级。风险提示：房地产行业波动风险、宏观经济波动风险、原材料及能源价格上涨风险、新业务开拓不及预期的风险。

（证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊）

中国中免（601888）：2024 年报点评：业绩符合预告值，海南免税降幅收窄

投资要点 事件：2025 年 3 月 28 日，中国中免发布 2024 年年报，2024 年全年公司实现营收 564.7 亿元，yoy-16%，归母净利润 42.7 亿元，yoy-36%，扣非归母净利润 41.4 亿元，yoy-38%，符合此前业绩快报披露值。Q4 业绩符合预告值：2024 年 Q4，公司实现营收 134.5 亿元，yoy-19%；营业利润 7.2 亿元，yoy-66%；归母净利润 3.5 亿元，yoy-77%；扣非归母净利润 2.7 亿元，yoy-81%。Q4 归母净利率为 2.6%，同比-6.4pct，环比-2.8pct，奢侈品消费需求承压，叠加公司营销力度加大，利润率下滑。线下免税销售占比持续提升：2024 年免税商品销售/有税商品销售营收分别为 386.7/170.9 亿元，同比-13%/-23%，收入占比为 68%/30%；免税/有税毛利率分别为 39.50%/13.45%，毛利润占比 84%/13%。2024 年公司毛利率 32.0%，同比+0.2pct。海南离岛免税销售降幅收窄：2024 年海南地区/上海地区分别实现营收 288.9/160.3 亿元，同比-27%/-10%，营收占比分别为 51%/28%。根据海口海关数据，2024 年海南离岛免税销售额合计 309.4 亿元，yoy-29%，其中公司市占率提升近 2 个百分点。2025 年 1-2 月海南离岛免税销售额为 84.1 亿元，yoy-13%，降幅较 Q4 的-22%有所收窄。市内免税有望带来增量，关注消费刺激政策效果：2024 年 12 月 31 日，中免大连市内免税店焕新开业，我们预计中免原有 6 家市内免税店将陆续开业；新增 8 城市内店项目中免中标深圳、广州、西安、福州、成都、天津 6 家经营权，预计短期可贡献数十亿元水平销售额。关注 2025 年提振消

费和扩大内需相关政策的传导作用。 盈利预测与投资评级：中免市场地位稳固，中长期看好中免作为旅游零售龙头受益市内免税店政策和出境游的逐步恢复，在消费景气状态下受益于相对较高的行业增速。考虑免税消费需求承压，下调公司 2025/2026 和新增 2027 年盈利预测，2025-2027 年归母净利润分别为 49.8/57.6/66.9 亿元（2025/2026 前值为 60.2/69.7 亿元），对应 PE 为 26/22/19 倍。当前估值为历史估值中枢 25-40 倍的偏下沿位置，等待消费刺激政策及市内店政策落地放量带动预期好转，维持“买入”评级。 风险提示：政策推进不及预期、居民消费意愿恢复不及预期等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：石旻瑄

研究助理：王琳婧）

亚太股份（002284）：2024 年业绩点评：毛利率逐季度修复，获取线控制动大单

投资要点 公司公告：公司发布 2024 年年报，业绩符合我们预期。2024 年实现营收 42.6 亿元，同比+10.0%，归母净利润 2.1 亿元，同比+119.6%，扣非归母净利润 1.9 亿元，同环比+182.4%。其中 24Q4 实现营收 12.6 亿元，同环比+8.4%/+25.6%，归母净利润 0.56 亿元，同比扭亏，环比+6.1%，扣非归母净利润 0.54 亿元，同环比+577.7%/+15.5%。 全年毛利率逐季度环比提升，费用管控良好。2024 年公司毛利率为 18.4%，同比+1.8pct，分业务看基础制动业务毛利率为 18.0%，同比+2.3pct，电子控制系统毛利率 15.8%，同比+0.3pct，毛利率显著提升主要为公司生产规模提升带来的规模效应所致。24Q4 公司毛利率为 20.17%，同环比+3.9pct/+1.5pct，毛利率实现全年逐季度环比提升。期间费用率体现规模效应，2024 年期间费用率为 12.8%，同比-1.1pct，其中销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 1.91%/4.61%/7.40%/-1.14%，同比分别+0.36pct/-0.31pct/+1.29pct/-2.44pct。 在手订单饱满，再或线控制动大单。2024 年公司新启动 166 个项目，其中有 74 个项目涉及汽车电子控制系统产品，同比 2023 年均有提升，公司新量产 103 个项目，包括了零跑汽车、一汽红旗、重庆长安、吉利汽车、广汽埃安、长城汽车、上汽大通等多个项目。公司收到国内某大型汽车集团定点，公司为该客户两款新能源车型提供集成制动控制模块（IBS onebox）产品，预计 26Q1 量产，生命周期总销售额约为 10 亿元。 盈利预测与投资评级：由于公司毛利率持续提升，我们维持公司 2025-2026 年营收预测为 55/64 亿元，预计 2027 年营收为 74 亿元，同比分别+30%/+16%/+16%；上调 2025-2026 年归母净利润 3.4/4.2 亿元（原为 2.4/2.8 亿元），预计 2027 年归母净利润 5.0 亿元，同比分别+60%/+23%/+19%，对应 PE 分别为 21/17/14 倍，维持“买入”评级。 风险提示：汽车行业销量不及预期；新产品开发不及预期；新客户开拓不及预期。

（证券分析师：黄细里 研究助理：孙仁昊）

中国中车（601766）：2024 年报点评：业绩稳步增长，铁路装备业务乘势而上

投资要点 业绩稳步增长，2024 年归母净利润同比+5.77% 2024 年公司实现营收 2464.57 亿元，同比+5.21%；实现归母净利润 123.88 亿元，同比+5.77%；实现扣非归母净利润 101.43 亿元，同比+11.38%。分业务看：铁路装备业务实现营收 1104.61 亿元，同比+12.50%，城轨业务实现营收 454.40 亿元，同比-9.72%；新产业实现营收 863.75 亿元，同比+7.13%，现代服务业务实现营收 41.81 亿元，同比-18.22%。分海内外看：2024 年国内收入 2181.20 亿元，同比+5.61%；海外收入 283.37 亿元，同比+2.18%。2024 营收实现增长主要系铁路固定资产投

资复苏，动车组新造招标和高级修招标高增，带动公司铁路装备主业营收高增。2024Q4 单季度公司实现营收 938.74 亿元，同比+2.90%；归母净利润 51.43 亿元，同比-7.51%；扣非归母净利润 41.46 亿元，同比-0.31%。2024Q4 公司归母净利润下降，主要系管理费用提升。净利率略有提升，研发费用率持续提升。2024 年公司毛利率为 21.38%，同比-0.89pct，2024Q4 单季度毛利率为 21.65%，同比-1.3pct。毛利率小幅下降主要系会计政策变更，销售产品的质保金从销售费用调整到营业成本。分业务看，铁路装备/城轨/新产业/现代服务毛利率 24.72%/19.95%/17.52%/28.42%，同比 +1.00pct/+0.38pct/+0.41pct/+5.19pct。2024 年公司销售净利率 6.36%，同比+0.14pct，Q4 单季度销售净利率为 6.60%，同比-0.58pct。费用端管控良好叠加其他收益增加助推销售净利率提升。2024 年公司期间费用率为 15.03%，同比-0.9pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 2.24%/6.32%/0%/6.47%，同比-1.7pct/+0.4pct/+0.1pct/+0.3pct。公司期间费用率小幅下降，其中销售费用率下降系会计政策变更，财务费用率提升系汇兑收益减少，另外公司研发费用率同比提升，研发投入持续提升。合同负债&存货持续增加，经营活动现金流情况良好。截至 2024 年末公司合同负债为 281.84 亿元，同比+21.60%，存货为 789.47 亿元，同比+18.10%，其中在产品 and 产成品增幅较大，表明公司在手订单充沛；2024 年公司经营活动净现金流为 271.28 亿元，同比+84.27%。铁路固定资产投资复苏向好，公司铁路装备业务乘势而上。（1）铁路固定资产投资持续复苏：2024 年我国铁路固定资产投资完成额为 8506 亿元，同比+11.26%，后疫情时期铁路固定资产投资逐步复苏。（2）动车组招标回暖：2024 年度国铁集团共公开招标 350km/h 动车组 245 组，同比+49%。（3）动车组高级修招标高增：2024 年动车组高级修两次招标共涉及三/四/五级修 56/269/509 组，同比分别 -19%/+138%/+371%。2024 年公司动车组高级修新签订单 453.6 亿元，实现高增。盈利预测与投资评级：考虑到老旧内燃机车更新政策落地放缓，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测为 138.08（原值 153.21）/148.80（原值 162.33）亿元，预计 2027 年归母净利润为 160.34 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 15/14/13 倍，维持“买入”评级。风险提示：铁路投资不及预期，动车组维修招标不及预期，宏观经济风险。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天）

舍得酒业（600702）：再推激励，目标进取

投资要点 事件：公司发布 2025 限制性股票激励计划草案，拟授予限制性股票不超过 203.66 万股，约占总股本的 0.61%（现价市值 1.16 亿元），授予对象不超过 168 人，授予价格为 28.78 元/股。激励规划分 3 期解锁，解锁时点为登记完成日满 12/24/36 个月，每期分别解锁 40%/30%/30%。及时再推新一期股权激励，完善长效激励，解锁目标拼搏进取。继 2022 年限制性股票激励计划（考核周期为 2022~2024 年业绩，第 3 期末解锁）、2023 年员工持股计划后，公司再推新一期股权激励，帮助完善对后续年度业绩考核的中高层利益共享。1）授予对象：包括董事、高管 11 人，以及中层管理人员和核心骨干共 155 人。2）解锁要求：以 2024 年为基期，解锁要求为 2025/2026/2027 年营业收入增长率不低于 20%/36%/55%，对应收入为 64.3/72.9/83.0 亿元（同比增长 20%/13%/14%）；或归母净利润增长率不低于 164%/231%/309%，对应利润为 9.3/11.4/14.1 亿元（同比增长 164%/25%/24%）。3）摊销成本：合计 5741.23 万元，2025~2028 年分别摊销 2443.22、2227.54、870.88、199.58 万元，其中 2025~2027 年摊

销成本除税后对当年解锁净利的占比分别为 2.0%/1.5%/0.5%。对比之前 2 期，此次股权激励授予人数较少（3 次拟授予人数分别为 280、247、168 人），授予价更低（3 次拟授予价分别为 69.04、69.86、28.78 元/股），人均授予数量更高（3 次分别为人均 0.41、0.87、1.21 万股），激励达成的不确定性及收益弹性均有所放大。2025~2027 年自我高要求，不松懈不躺平，激励解锁核心关注高价位产品能否销售修复。本次股权激励解锁要求显著超出市场预期，体现公司内部对于经营业绩修复的强进取心。在次高端需求承压环境下，公司已逐渐探索形成巩固销售基本盘、提升经营稳定性的策略框架，期待未来能够成功拉动业绩走出低谷。我们测算 2025 年利润解锁目标难度或小于收入，剔除 2024 年的成本、费用、税金的一次性冲击影响，若 2025 年次高端主品品味舍得止跌回升拉动产品结构及毛利率修复，且公司吨成本回落至接近 2023 年水平，则净利率有望修复至 15~17%。聚焦基地培育，持续打磨差异化产品策略。2024 年公司去库力度及节奏均领先行业，坚持通过提升 B 端推力及 C 端拉力提高动销，避免“以价换量”。1) 渠道及区域布局方面，围绕“底价做稳、政策做减、费用做严”方针，公司 2024 年对低价市场进行坚决去库，并进行销售团队换血，以强化渠道及终端监管，更好实现费用及动作落地，从而推动品味动销及价盘逐渐回温。2025 年，公司继续聚焦 7 个有 2-3 亿规模基础的城市（成都、绵阳、遂宁、廊坊、德州、唐山等），以及 200 个重点区县，完善渠道网格化覆盖及产品多价位布局，旨在不利环境下优先打造业绩护城河，夯实未来发展基石。2) 产品方面，公司坚定推行老酒战略，将以更 C 端化的语言宣传突出舍得老酒优势；同时也在探索打造创新产品以挖掘销售增量，如面向华东市场推出藏品·舍得 10 年低度产品以更好覆盖低度用户，面向线上渠道推出多款 IP 文创产品以更好链接年轻用户，帮助更好夯实不同类型客群的销售基础。盈利预测与投资评级：行业需求筑底阶段，次高端需求修复仍面临较大挑战，期待公司以更拼搏进取的经营姿态，取得好于行业的业绩表现。考虑公司控费降本规划坚决，我们上调 2025~27 年归母净利润预测为 5.8、8.1、10.7 亿元（前值为 5.2、7.3、9.3 亿元），当前市值对应 2025~27 年 PE 为 33、24、18X，维持“增持”评级。风险提示：经济向好不确定性，成本及费用支出超预期，低档酒增长不及预期。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：孙瑜）

毛戈平 (01318.HK): 2024 年业绩点评：业绩高质量增长，高端国货成长空间广阔

投资要点 公司披露 24 年业绩：公司 2024 年实现营业收入 38.85 亿元 (yoy+34.6%)，净利润 8.81 亿元 (yoy+33.0%)，经调整利润 9.24 亿元 (yoy+39.2%)，调整项为股权激励和上市费用约 4000 万。拆分下半年看，2024H2 营收 19.13 亿元 (yoy+29%)，净利润 3.89 亿元 (yoy+24%)，经调利润 4.11 亿元 (yoy+21%)。拆分渠道看：24 年线上渠道高增+51%、线下直营稳健扩张。①线上：24 年营收 17.84 亿元 (yoy+51.2%)，占比 47.8%，24H2 线上渠道营收 8.5 亿元 (yoy+40%)，线上渠道持续高增；②线下：营收 19.49 亿元 (yoy+21.6%)，24H2 线下渠道营收 9.8 亿元 (yoy+21%)。截至 24 年底，公司直营专柜新增 21 家至 378 家，经销商专柜 31 家，覆盖 120+城市，一线城市专柜增长显著 (+12 家)。同时，全国专柜配备了超过 2,800 名美妆顾问。毛戈平品牌心智持续提升，用户粘性和消费者忠诚度不断增强，整体复购率持续提升，其中线上渠道 24 年年内复购率达 27.5%，同比+5.5pct，线下渠道复购率 34.9%，同比+2.1pct。分品牌看：彩妆把握色彩机遇引领增长、护肤延续高增。①彩妆：24 年营收 23.04 亿元

(yoy+42.0%)，占比 59.3%，24H2 营收 12.2 亿元 (yoy+41%)，公司针对中国消费者面部结构、审美偏好，精心设计各类产品，把握 24 年彩妆色彩机遇，进一步夯实品牌心智；②护肤：营收 14.29 亿元 (yoy+23.2%)，占比 36.8%，24H2 营收 6.1 亿元 (yoy+10%)，增长势头较好，毛戈平护肤品满足多种护肤需求及肤质类型，全面涵盖面霜、面膜精华液等品类，与彩妆产品搭配销售提升消费者连带率。盈利能力维持稳定较高水平。①毛利率：24 年毛利率 84.4% (同比-0.4pct)，线上直销占比提升，物流和运输费用拉低毛利率。②费用率：整体基本不变，销售费用率 49.0% (同比+0.1pct)，行政开支率 6.9% (同比+0.2pct，主因 IPO 相关支出)，研发费用率 0.8% (同比基本持平)。③净利率：销售净利率 22.7%，同比-0.3pct。盈利预测与投资评级：毛戈平品牌是我国稀缺的高端美妆品牌，独特美妆学院模式和专业化妆师团队打造优质线下体验感，品牌知名度破圈有望带动业绩持续高增。考虑到毛戈平稀缺高端定位和独特化妆师品牌调性，我们给予 2025-2027 年归母净利润预测 11.4/14.6/18.6 亿元，分别同比 +29%/+28%/+27%。2025/3/28 收盘价对应 2025-27 年 PE 为 41/32/25X，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：国内消费市场复苏不及预期、行业竞争加剧、渠道扩张不及预期、品牌形象风险等。

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：张家璇
证券分析师：郝越)

威高骨科 (688161)：2024 年年报点评：主业逐步恢复，股权激励彰显长期增长信心

投资要点 事件：公司发布 2024 年年报，2024FY 实现营收 14.53 亿元 (+13.18%，括号内为同比增速，下同)，归母净利润 2.24 亿元 (+99.22%)。2024Q4 单季度实现营收 3.69 亿元 (+83.78%)，归母净利润 0.59 亿元 (+713.40%)，业绩符合我们预期。经营能力持续改善，24Q4 同比来看，销售毛利率+10.9pct 达 68.85%，归母净利率同比转正，达 16.20%。骨科植入物耗材带量采购已全面落地，各产线均取得较好的增长：公司充分发挥产品结构及物流配送优势，加强核心客户管理，在快速完成集采协议手术量的基础上，带动标外手术的增长，市场覆盖率提升明显。2024 年脊柱产线收入 42,110.26 万元，剔除集采降价影响，销量同比增长 21.37%；创伤产线收入 24,172.49 万元，同比上升 24.00%，销量同比增长 10.46%。2024 年 5 月，人工关节国采接续采购开标，并于 2024 年 9 月正式执行，公司关节产品中标价格提升明显。2024 年关节产线收入 42,149.66 万元，同比上升 46.06%，销量同比增长 51.71%。运动医学全国集采在 2024 年上半年开始陆续执行，公司抓住集采机遇，覆盖客户由 734 家增长到 1,786 家，市场份额大幅提升，2024 年收入 4,425.15 万元，同比增长近 4 倍。发布股权激励计划，彰显未来业绩稳健增长信心：2025 年 3 月 26 日，公司发布股权激励计划(草案)，本激励计划首次授予的激励对象共计 55 人，约占公司员工总数(截至 2024 年 12 月 31 日)2,066 人的 2.66%，根据股权激励计划，公司 2025-2028 年归母净利润(剔除股份支付费用口径)分别不低于 2.90、3.43、4.05、4.78 亿元，经计算，对应的同比增速分别为 29.6%、18.3%、18.1%、18.0%。费用摊销合计 9693 万元，2025-2029 年分别摊销 3308、3417、1851、906、211 万元。盈利预测与投资评级：考虑行业整体增速情况，我们将公司 2025-2026 年归母净利润从 3.51/4.15 亿元下调至 3.14/3.64 亿元，并预测 2027 年归母净利润为 4.20 亿元；2025-2027 年对应当前股价 PE 分别为 35/30/26x。我们长期看好公司主业稳健增长，老龄化趋势势不可挡，维持“买入”评级。风险提示：集采政策风险、市场竞争加剧等风

险。

(证券分析师: 朱国广)

泡泡玛特 (09992.HK): 2024 年年报点评: 业绩超预期, 看好 2025 年海外成长

投资要点 事件: 公司发布 2024 年年报, 营收实现 130.38 亿元, yoy+106.9%。归母净利润实现 31.25 亿元, yoy+188.8%; 经调整净利润 34.03 亿元, yoy+185.9%。经调整净利率 26.1%, yoy+7.3pct。公司业绩好于市场预期。公司指引 2025 年收入增速 50%, 其中海外市场收入翻倍。 头部 IP 年销售额达 30 亿, 且 IP 结构愈加健康, 期待 2025 年更多优秀产品。2024 年得益于海外业务拓展、本地化产品设计以及 IP 运营, The Monsters 在全球走红, 年销售额同比增长 726.6% 达 30.41 亿元, 创下公司单个 IP 销售额历史新高。其他头部 IP 亦保持亮眼增长, Molly、Skullpanda、Crybaby 和 Dimoo 分别实现收入 20.93/13.08/11.65/9.10 亿元, 分别同比增长 105.2%/27.7%/1537.2%/23.3%。2024 年销售额过亿的 IP 也从 2023 年的 10 个增加到 2024 年的 13 个, IP 矩阵更加强大。展望 2025 年, 已发售的《哪吒之魔童闹海》天生羁绊系列手办、The Monsters x 航海王系列手办、Zsiga 沿线走的人系列手办、Dimoo x 迪士尼系列手办销售表现亮眼, 将于 4 月初发售的 Skullpanda 邱语观中景系列手办值得期待, 我们看好 2025 年更丰富的 IP 矩阵+更多元的品类+更优秀的产品设计推动公司业绩继续高速增长。 2024 年是海外出圈元年, 期待 2025 年在欧美市场的突破。2024 年公司海外收入达 50.66 亿元, 同比增速 375.2%, 收入占比同比提升 22pct 达 38.9%。其中零售店/线上渠道销售收入分别同比增长 404.0%/834.0%到 29.38 亿元/14.55 亿元, 2024 年公司净新增 50 家零售店, 零售店总数达 120 家。分地区看, 2024 年东南亚是表现最亮眼的海外市场, 收入同比增长 619.1%达 24.03 亿元, 占海外收入比例提升 16pct 达 47.4%。展望 2025 年, 公司计划新开门店 100 家, 其中东南亚市场有望继续延续较快增长的同时, 欧美市场的进展值得重点关注。2024 年公司在北美/欧澳及其他地区收入分别同比增长 556.9%/310.7%, 实现 7.23 亿元/5.54 亿元, 占海外收入比例分别为 14.3%/10.9%。欧美地区是公司 2025 年扩张的重点区域, 其中北美市场有望实现 2020 年集团销售额 (Q1 收入已接近该地区 24 年收入)。我们看好公司在品牌知名度提升、IP 产品持续迭代以及本土化运营能力提升的驱动下, 在 2025 年实现欧美市场的突破。中国内地市场亦有较好表现, 2025 年线下继续以店效增长驱动为主。2024 年公司在内地收入 79.72 亿元, 同比增长 52.3%, 其中零售店 / 机器人商店销售收入分别同比增长 43.9%/26.4%到 38.28 亿元/6.98 亿元, 零售店同店销售额同比增长 28%, 机器人机均单产同比提升 16%。线上渠道中抽盒机/天猫渠道/抖音渠道分别同比增长 52.7%/95.0%/112.2%到 11.14 亿元/6.28 亿元/ 6.01 亿元, 其中抽盒机访问 UV/抖音消费人数/天猫品牌新客人数分别实现同比增长 64%/143%/ 110%。公司在中国内地的累积注册会员数亦在 24H2 加速增加至 4608 万人。受益于 IP 影响力提升等因素, 我们预计 2025 年公司在内地市场仍将保持较快增长。 盈利预测与投资评级: 我们继续看好优质 IP 驱动公司国内外收入快速增长, 将 2025-2026 年经调整净利润预测从 38.18/47.07 亿元上调至 59.49/89.73 亿元, 新增 2027 年利润预测为 117.57 亿元, 对应 PE 约 32/21/16 倍, 维持“买入”评级。(人民币兑港元汇率取 2025/3/28 1 港币=0.92 人民币)。 风险提示: 海外增长不及预期, 国内需求不及预期

(证券分析师: 张良卫 证券分析师: 周良玖)

证券分析师：郭若娜）

首旅酒店（600258）：2024 年报点评：结构优化效果初显，25 年开店继续提速

投资要点 事件：2025 年 3 月 28 日，首旅酒店发布 2024 年年报，2024 年公司实现营收 77.5 亿元，同比-0.5%；归母净利润 8.1 亿元，同比+1.4%；扣非归母净利润 7.3 亿元，同比+1.9%。业绩符合我们此前预期：单 Q4 营收为 18.5 亿，yoy-1%，归母净利润为 0.8 亿，yoy-25%，业绩符合预期。毛利率为 34.4%，yoy+1.4pct；销售费用率 8.4%，yoy+1.8pct；管理费用率 10.7%，yoy-0.1pct；财务费用率 4.5%，yoy-0.2pct。Q4 归母净利率 4.5%，yoy-1.4pct。2024 年酒店运营/酒店管理/景区业务收入分别为 50.7/21.7/5.2 亿元，yoy-5%/+12%/0%。开店继续提速，结构持续优化：截至 Q4 末公司门店总计 7002 家，yoy+12%；房量达 51.9 万间，yoy+8%。当季新开 401 家，净开 253 家，全年共开 1353 家门店，达成 1200-1400 开店目标。新开店中标准店（经济型+中高端）占比提升至 52%，较去年同期的 43%有显著提升，结构持续优化。2024 底 pipeline 有 1743 家，标准店占比 54%。2025 年公司计划新开 1500 家，开店继续提速。Q4 平均 RevPAR 降幅环比收窄，结构升级效果初显：单 Q4 平均 RevPar 为 134 元，yoy-3.0%，降幅环比收窄 4.8pct。其中入住率为 61.1%，yoy-1.5pct，ADR 为 219 元，yoy-0.6%。成熟店同店 RevPar 为 137 元，yoy-2.0%。不含轻资产 RevPar 同比-1.2%，结构升级效果初显。盈利预测与投资评级：首旅酒店作为中国第三大酒店连锁集团，背靠首旅集团协同整合资源，25 年公司继续优化开发经营，开店提速叠加结构升级。调整 2025/2026 和新增 2027 年盈利预期，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 9.1/9.9/10.7 亿元（2025/2026 年前值为 9.1/9.7 亿元），对应 2025-2027 年 PE 估值为 17/15/14 倍，维持“买入”评级。风险提示：门店扩张不及预期、市场竞争加剧带来的单房均价下滑等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：石琦瑄

研究助理：王琳婧）

巴比食品（605338）：巴比食品 2024 年报点评：单店营收企稳，加快拓店步伐

投资要点 事件：2024 年实现营业收入 16.71 亿元，同比+2.53%；归母净利 2.77 亿元，同比+29.42%；扣非归母净利 2.10 亿元，同比+18.05%。2024Q4 实现营业收入 4.61 亿元，同比+3.84%；归母净利 0.82 亿元，同比+39.23%；扣非归母净利 0.63 亿元，同比+13.96%。单店下滑幅度收窄，团餐业务保持良好增速。2024 年加盟/直营/团餐业务分别实现营收 12.5/0.2/3.8 亿元，同比-0.4%/-22.8%/+15.3%，2024Q4 分别-2.3%/-18.3%/29.5%。2024 年加盟门店净增 100 家至 5143 家，全年单店营收同比下滑 7%左右，2024Q4 下滑 5%。补贴费用收缩、规模效应提升，利润率优化。2024 年实现毛利率 26.7%，同比+0.4pct；实现扣非净利率 12.6%，同比+1.7pct。2024Q4 扣非净利率 13.8%，同比+1.2pct。公司成本基本稳定，得益于营收增长带来的规模效应提升；2024 年销售费用率同比-1.3pct，主要系开店补贴收缩。单店营收企稳，加快拓店步伐。2025 年公司指引新开 1000 家门店，且对于并购、翻牌的态度更加积极。“蒸全味”品牌收购项目在 2024 年上半年已顺利落地，2024 年末推进的“青露”品牌项目目前完成供应链切换和股权收购事项。盈利预测与投资评级：我们略上调此前盈利预测，我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 2.7/3.0/3.3 亿元（此前 2025-2026 年分别为 2.5/2.7 亿元），同比-2.6%/+12.6%/+8.8%，对应 PE 为 17/15/14X。维持“买入”评级。风险提示：食品安全风

险，原材料价格波动，行业竞争加剧。

(证券分析师：苏钺 证券分析师：李茵琦)

申洲国际 (02313.HK): 2024 年业绩点评：业绩超预期恢复，预计 25 年稳健增长

投资要点 公司发布 2024 年业绩：2024 年营收 286.63 亿元/yoy+14.8%，归母净利润 62.4 亿元/yoy+36.9%，在客户补库带动下业绩超预期恢复。其中 24H1/H2 营收分别为 129.8/156.8 亿元，分别同比+12.1%/+16.8%；归母净利润分别为 29.31/33.10 亿元，分别同比+37.8%/+36.2%。年末派息 1.28 港元/股，全年派息比例 55.8%。24H2 延续量升价跌，内衣、休闲服增幅好于运动服。1) 分量价：我们预计 24 年销量同比+21%，ASP 同比下滑 5%左右，延续上半年趋势，其中量增来自下游补库需求带动，ASP 下降主因原材料价格下行及产品结构变化（相对低单价的内衣及休闲品类增幅较大）。2) 分产品：24 年运动/休闲/内衣收入分别同比+9.8%/+27.1%/+34.6%，收入分别占总营收的 69.1%/25.1%/5%，其中运动服收入增长主要来自客户阿迪达斯订单贡献，休闲&内衣收入增长较快主要来自优衣库订单贡献。3) 分客户：24 年来自前四大客户 Nike/Adidas/Uniqlo/Puma 的收入分别同比+3.8%/+23.3%/+35.4%/+10.9%，收入分别占总营收的 27.8%/25.8%/17.4%/10.9%，来自 Nike 订单较上半年改善，公司在 Nike 份额有所提速。4) 分地区：24 年欧洲/日本/美国/中国大陆收入分别同比+3.2%/+31.5%/+18.9%/+13.2%，收入分别占总营收的 18.1%/16.9%/16.1%/28.1%，日本市场收入增长最快，主要来自优衣库的订单贡献。24H2 毛利率提升幅度较 H1 有所收窄，预计 2025 年保持平稳。1) 毛利率：24 年毛利率同比+3.8pct 至 28.1%，其中 24H1/H2 毛利率分别同比+6.6%/+1.6pct 至 29%/27.4%，下半年毛利率提升幅度较上半年有所收窄，毛利率水平环比降低，主因上半年提升产能利用率主要依靠现有员工增加产出，而下半年增加招聘新员工同时提升工人工资，我们预计 25 年毛利率将保持 28%左右的水平。2) 费用率：24 年销售/管理/财务费用（利息支出）率分别同比+0.31/-0.77/-0.07pct 至 0.96%/6.76%/1.31%，其中销售费用率提升主要来自员工人数及员工薪酬增多（24 年末员工人数 10.3 万人/23 年末为 9.2 万人）。3) 其他损益项目：24 年政府补助 1.51 亿元/同比减少约 9899 万元，汇兑收益 1.06 亿元/同比减少 4602 万元，处置固定资产收益 3.37 亿元/同比增加 2.9 亿元，利息收入 7.25 亿元/同比增加 2.1 亿元。4) 归母净利率：24 年同比+3.5pct 至 21.8%。盈利预测与投资评级：公司 2024 年在越南收购一个面料工厂，目前处于建设期，预计成熟投产后产能为 200 吨/天，主要面向越南和柬埔寨成衣工厂提供面料。我们预计 2025 年员工人数相对平稳，伴随 24 年新增员工成熟度提升，整体产出有望实现 10%左右增幅，ASP 和毛利率保持平稳。考虑 24 年业绩恢复超预期，我们将 25-26 归母净利润预测值从 64.8/71.9 亿元上调至 66.2/73.8 亿元，增加 27 年预测值 81.6 亿元，对应 25-27 年 PE 分别为 13/11/10X，维持“买入”评级。风险提示：订单波动，关税政策变化，原材料价格波动影响毛利率。

(证券分析师：汤军 证券分析师：赵艺原)

天味食品 (603317): 2024 年报点评：24 年顺利收官，内延外拓势能延续

投资要点 公司发布 2024 年报：2024 年公司实现总营业收入 34.76 亿，同比增长 10.41%；实现归母净利润 6.25 亿，同比增长 36.77%。2024Q4 公司实现总营业收入 11.12 亿，同比增长 21.57%；归母净利润 1.92 亿，同比增长 41.03%。业绩符合快报。食萃延续高增态势，

24Q4 底料、中调加速增长。2024 年公司线上小 B 子公司食萃食品实现含税收入 2.82 亿元，同比+41%；实现净利润 0.43 亿元，同比+10%，协同效应下食萃收入延续高增态势。2024Q4 公司火锅调料/中式菜品调料/香肠腊肉调料收入分别同比+25%/+25%/-3.4%，火锅底料/中式调料 24Q4 加速增长主因旺季动销改善+春节备货拉动。线上表现亮眼，深化渠道改革。24Q4 公司线上/线下收入分别为 2.03/9.07 亿元，分别同比+27/21%，电商收入增速亮眼主因食萃高增+协同效应释放下公司内生线上业务快速增长。截止到 2024 年底，公司经销商数量 3017 家，较 2023 年末减少 148 家，主因公司深化渠道改革，持续优化经销商团队。成本红利推动毛利率改善，费投优化带动净利率提升。2024Q4 毛利率 40.8%，同比+0.5pct，预计主因成本红利释放+产品结构优化。2024Q4 销售/管理/研发/财务/费用率分别同比-3.2/-0.7/-0.3/+0.1pct，24Q3 起公司费投政策改为货折，费投优化带动销售费用率快速下降。综合看 24Q4 归母净利率 17.3%，同比+2.4pct，盈利能力强化。延续高分红政策，并购加点滋味有望贡献增量。公司重视股东回报，24 年公司拟派发红利 5.85 亿元，叠加回购 0.25 亿元，预计 24 年股份支付率 97.62%，高分红政策延续。2024 年 11 月底公司收购杭州加点滋味 63.84%股份，加点滋味及其控股子公司姜姜文化自 2024 年 12 月 31 日起并表，未来随着产品创新及渠道开拓协同效应释放，公司收入有望稳健增长。盈利预测与投资评级：24 年业绩符合预期，我们调整 25-26 年收入预期为 38.5/42.3 亿元（此前 25-26 年预期为 37.7/41.9 亿元），并新增 27 年收入预期为 46.7 亿元，25-27 年收入同比+11%/+10%/+11%；调整 25-26 年归母净利润预期为 7.1/7.8 亿元（此前 25-26 年预期为 6.6/7.5 亿元），并新增 27 年归母净利润预期为 8.6 亿元，25-27 年归母净利润同比+13%/+10%/+11%，对应 PE 分别为 21/19/17x，维持“买入”评级。风险提示：原材料价格大幅波动，行业竞争格局恶化，渠道建设不及预期，消费力复苏不及预期，并购整合不及预期

（证券分析师：苏钺 证券分析师：周韵）

蒙牛乳业（02319.HK）：2024 年报点评：OPM 大超预期，25 年轻装上阵弹性可期

投资要点 公司发布 2024 年报：2024 年公司营业收入 886.8 亿元，同比-10.1%；归母净利润 1.05 亿元、同比-97.8%。2024H2 公司收入 440.0 亿元，同比-7.4%；归母净利润-23.4 亿元，同比转亏。剔除贝拉米相关减值和现代牧业商誉减值影响后，2024 年公司归母净利润 44.3 亿元，同比-7.8%。业绩符合此前预告。需求疲软+主动去库，公司液奶收入承压。2024 年公司液态奶/奶粉/冰淇淋/奶酪/其他产品收入分别同比-11%/-13%/-14%/-0.9%/+18%；2024H2 液奶/奶粉/冰淇淋/奶酪/其他产品收入分别同比-9%/-12%/+5%/+5%/+12%。受行业需求疲软、供大于求致竞争加剧、公司主动去库等因素影响，24 年液奶收入承压，其中量跌为液奶下滑主因。毛利率&OPM 提振超预期，经营质量好于预期。受益于成本下降，2024 年公司毛利率同比+2.4pct 至 39.6%；24Q3 起行业供需边际改善加速公司毛利率优化，24H2 公司毛利率同比+3.1pct，提振超预期。2024 年公司销售/管理费用率分别同比+0.5/-0.04pct，公司积极降本增效，但收入下滑削弱规模效应致销售费用率被动提升。受益于毛利率优化，2024 年/2024H2 公司经营利润率同比+1.9/+3.3pct，经营质量改善超预期。减值+联营亏损扰动利润，看好 25 年业绩弹性。2024 年公司归母净利率同比-4.8pct，利润率承压主因：1）原奶供大于求致公司喷粉减值损失增加，2024 年公司计提存货减值损失 9.1 亿元（23 年 3.2 亿元）；2）子公司贝拉米近年经营不

善，2024 年公司计提贝拉米相关减值合计 39.8 亿元；3）原奶价格持续下行，上游养殖经营压力较大，2024 年公司录得现代牧业联营亏损 8.3 亿元，其中现代牧业商誉减值影响 3.5 亿元。考虑到贝拉米减值为一次性影响，行业供需改善下 25 年喷粉减值和联营损益均有望改善，看好 25 年业绩弹性。资本开支下降，重视股东回报。24 年资本开支 35.8 亿元，同比-14%。公司注重股东回报，以剔除贝拉米相关减值及现代牧业商誉减值对业绩影响后的利润为基础分红，分红率同比提升 5pct 到 45%，股东回报进一步提升。盈利预测与投资评级：行业需求疲软，下调公司 25-26 年营收预期为 889/918 亿元（此前 25-26 年预期为 937/967 亿元），并新增 27 年收入预期为 953 亿元，25-27 年收入同比+0.3%/+3.3%/+3.8%；考虑到 24 年 OPM 提升超预期，调整 25-26 年归母净利润预期为 53/61 亿元（此前 25-26 年预期为 48/54 亿元），并新增 27 年归母净利润预期为 68 亿元，25-27 年归母净利润同比+4972%/+15%/+12%，对应 PE 分别为 13/12/10 倍，维持“买入”评级。风险提示：原奶价格大幅波动风险，竞争加剧风险，商誉减值风险，食品安全问题

（证券分析师：苏钺 证券分析师：周韵）

三只松鼠 (300783): 三只松鼠 2024 年报点评: 重回百亿营收, 分销业务积极推进

投资要点 事件：2024 年实现营业收入 106.22 亿元，同比+49.30%；归母净利润 4.08 亿元，同比+85.51%；扣非归母净利润 3.19 亿元，同比+214.33%。2024Q4 实现营业收入 34.53 亿元，同比+36.35%；归母净利润 0.67 亿元，同比+32.63%；扣非归母净利润 0.53 亿元，同比增长+229.16% 重回百亿营收，线下分销初显成果。2024 年线上/线下分别实现营收 74/32 亿元，同比+50%/49%。抖音/天猫/京东/分销业务分别同比+82%/11%/12%/80%以上。从绝对值贡献来看，2024H2 线上渠道/分销业务分别同比+6.3/6.9 亿元，进入下半年分销业务开始贡献增量。补贴费用收缩、规模效应提升，利润率优化。2024 年实现毛利率 24.2%，同比+0.9pct；实现净利率 3.8%，同比+0.7pct；扣非净利率 3.0%，同比+1.6pct（2024 年政府补助减少约 5000 万元），销售费用率/管理费用率同比+0.2/-1.1pct，得益于规模效应、自产比例提升、效率优化等，公司盈利水平有明显改善。分销业务稳步推进，关注品类、渠道后续催化。1）分销继续推进，储备销售人员、提升网点渗透率；2）不断拓宽品类矩阵，比如饮料、宠物食品等。3）看好社区折扣大趋势，协同爱折扣积极参与零售业态的变化。后续积极关注分销业务的进展，以及品类拓宽、零售业态、出海业务的成果。盈利预测与投资评级：考虑到线下分销推广阶段仍需一定费用投入，我们下调此前盈利预测，我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 4.9/7.1/11.1 亿元（此前 2025-2026 年分别为 5.5/8.5 亿元），同比+21%/+44%/+55%，对应 PE 为 22/15/10X。维持“买入”评级。风险提示：食品安全风险，原材料价格波动，行业竞争加剧。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：李茵琦）

新奥能源 (02688.HK): 2024 年年报点评: 利润结构改善, 私有化定价彰显价值重估空间

投资要点 事件：2024 年公司实现营业收入 1098.53 亿元，同比减少 3.79%；归母净利润 59.87 亿元，同比减少 12.16%；扣非归母净利润 59.87 亿元，同比增长 9.57%；核心利润 69.5 亿元，同比减少 8.4%，符合我们预期。每股派息 3 港元，派息率 45%（按照核心利润计算），对应股息率 4.7%（估值日 2025/3/28）。转售利润消化&接驳毛利占比进一步下滑，利润结构改善：2024 年公司核心利润 69.5 亿元，同比

减少 8.4%，符合我们预期，核心利润下降主要系燃气批发海外销售利润回落。2024 年国内基础业务核心利润上升 10.2%至 67.1 亿元，燃气批发海外销售利润 2.4 亿元，大幅回落（2023 年同期为 14.95 亿元）；2023 年公司海外销售利润占核心利润比例 20%，2024 年回落至 3%，盈利可预测性大幅提升、结构改善。分业务来看，1）天然气零售气：气量增速 4.2%至 262 亿方（工商业+5.1%至 204.8 亿方、居民+2.2%至 54.67 亿方），价差修复 0.04 至 0.54 元/方，含联营&合营企业毛利增速 12.8%，毛利占比 46.44%。2）综合能源销售及服务：能源销售量 415.7 亿 kWh，同比增长 19.8%；含联营、合营企业之后，毛利增长 19.9%，毛利占比 16.56%。3）中国智慧家庭业务：综合客单价 612 元/户（2023 年 476 元/户），渗透率 23.9%，提升空间显著；含联营、合营企业之后，毛利增长 24.1%，毛利占比 22.16%。4）安装业务：新增居民户数-13%至 162 万户，毛利同比-31.6%，毛利占比 14.14%，同比下降 5.18pct。接驳业务毛利占比下降，整体盈利可持续性提升。新奥股份拟私有化新奥能源，私有化定价彰显价值重估空间。2025/3/26，新奥股份（A）、新奥能源（H）发布重组方案公告。新奥股份（当前持股新奥能源 34.28%股权）将对新奥能源进行私有化，并在港股上市；交易完成后新奥能源将退市并成为新奥股份的全资子公司。本次交易对价 599.24 亿港元，对应新奥能源 2024 年核心利润 12 倍 PE；其中股份支付 415.72 亿港元，现金支付 183.52 亿港元；新奥能源计划股东每股股份可获得 2.9427 股新奥股份发行的 H 股股份及 24.50 港元现金付款；每股隐含的价格为 80 港元，对应收盘价存 25%空间（估值日 2025/3/28）。盈利预测与投资评级：考虑到公司大力进行用户开拓，接驳户数下降幅度小于预期（接驳单价略有下降），将带来后续更多气量增长；我们上调公司 2025-2026 年盈利预测至 73.72/79.20 亿元（原值 70.84/73.17 亿元），引入 2027 年盈利预测 84.80 亿元，2025-2027 年同比+23.1%/+7.4%/+7.1%，对应当前 PE9.1/8.4/7.9 倍（估值日期 2025/3/28）。私有化定价彰显价值重估空间，维持“买入”评级。风险提示：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）

丽珠集团（000513）：2024 年年报点评：业绩符合预期，自研+BD 双轮驱动创新管线布局

投资要点 事件：公司发布 2024 年年报，2024FY 实现营收 118.1 亿元（-5.0%，括号内为同比增速，下同），归母净利润 20.6 亿元（+5.5%）。2024Q4 单季度实现营收 27.3 亿元（-1.6%），归母净利润 3.9 亿元（+10.3%）。经营能力持续改善，24FY 同比来看，销售毛利率+2.4pct，归母净利率+1.7pct，销售费用-9.6%（括号内为费用率同比变化，-4.2pct），管理费用-6.3%（-0.1pct），研发费用-22.6%（-2.0pct）。24Q4 消化道板块表现亮眼，整体业绩符合预期：分板块来看，化学制剂板块营收 61.2 亿元（括号内为同比增速，-6.9%），其中，①消化道领域 25.7 亿元（-11.6%），主要系艾普拉唑针剂受到国谈医保降价、以及 PPI 类药物整体监控等行业政策影响；单 Q4 实现营收 7.13 亿元（+14.2%），艾普拉唑国谈后以价换量成果显现；②促性激素领域 28.1 亿元（+1.6%）；③精神领域 6.1 亿元（+0.6%）。④原料药及中间体板块 32.6 亿元（+0.1%），且单 Q4 实现营收 7.3 亿元（+10.2%），得益于出口增速 7.9%，规范市场直销占比提升。⑤中药制剂板块 14.1 亿元（-19.3%），同比新冠及流感等基数较高。⑥诊断试剂及设备板块 7.2 亿元（+9.0%）。⑦生物制品板块 1.7 亿元（+102%），我们看好该板块未来新品上市及 BD 落地带来增量。 高端制剂及生物药管线加速兑现，

超 10 亿元大单品今年起将陆续上市：预计今年递交 NDA 的产品包括阿立哌唑微球（已递交发布材料并完成 BE 试验），IL-17A/F 单抗注射液（强直适应症均已完成 III 期临床入组，银屑病适应症正在 III 期入组中，进度快于预期），帕利哌酮注射液（正在进行 BE 试验）；已经受理 NDA 的品种包括司美格鲁肽注射液（糖尿病适应症，减重适应症完成 III 期临床入组）和重组人促卵泡素（将与 25 年 3 月刚上市的黄体酮注射液形成良好协同）；处于 III 期的产品包括 P-CAB 片剂（针剂也已获批临床试验）和曲普瑞林的中枢性早熟适应症；在研创新药涵盖了凝血酶抑制剂、ED 药 PDE-5、KCNQ2/3 全新靶点精神疾病用药、小核酸创新药等。 盈利预测与投资评级：考虑行业整体增速情况，我们将公司 2025-2026 年营收从 139.7/148.3 亿元下调至 123.0/131.1 亿元，归母净利润从 25.0/28.3 亿元下调至 22.9/25.1 亿元，并预测 2027 年营收和归母净利润分别为 139.2 亿元和 27.3 亿元；2025-2027 年对应当前股价 PE 分别为 14/13/12 $\times$ 。我们长期看好公司主业稳健多元化，业绩确定性强，创新属性产品价值加速兑现，高分红注重股东回报，单抗子公司持续减亏释放利润等因素，且估值仍处于低位，维持“买入”评级。 风险提示：产品集采、新药研发失败、原材料价格波动、医药政策不确定性等风险。

（证券分析师：朱国广 研究助理：刘若彤）

新奥股份（600803）：2024 年年报点评：私有化新奥能源并赴港上市，整合产业链 EPS 增厚

投资要点 事件：公司发布 2024 年年度报告，2024 年公司实现营业收入 1359.10 亿元，同减 5.51%；归母净利润 44.93 亿元，同减 36.64%；扣非归母净利润 37.11 亿元，同增 50.89%；核心利润 51.43 亿元，同比-19.4%，符合我们预期，拟向全体股东每股派发现金股利 1.03 元（含税）。 零售气价差修复，平台交易气量稳增。2024 年公司核心利润 51.43 亿元，同比-19.4%，符合我们预期；主要系俄乌冲突影响消化，欧洲气价回落，公司海外转售利润回落所致。分业务来看：1）天然气业务营收 1037.75 亿元，同比-5.03%；毛利率 9.86%，下降 0.08pct，毛利贡献 53.85%。零售/批发/平台交易气量分别+4.2%/-12.1%/+10.3%至 262/74.51/55.68 亿方。截至 2024 年底，公司 101 个项目完成居民调价，实现居民气量调价比例达到 63%；零售气毛差 0.54 元/方，同比提高 0.04 元/方。2）工程建设与安装营收 59.36 亿元，同减 30.31%；毛利率 38.88%，同减 1.82pct，毛利贡献 12.15%。3）能源生产板块营收 43.29 亿元，同减 15.04%；毛利率 8.59%，同增 1.42pct，毛利贡献 1.94%。4）基础设施运营营收 5.63 亿元，同增 172.88%；毛利率 73.48%，同增 4.11pct，毛利贡献 2.18%。2024 年舟山接收站共接卸 241 万吨，同增 53.4%。5）综合能源业务营收 155.64 亿元，同增 2.45%；毛利率 15.12%，同增 1.98pct，毛利贡献 12.39%；实现 415.7 亿 kWh 的泛能销售量，同增 19.8%。6）智家业务营收 47.78 亿元，同增 20.67%；毛利率 64.54%，同减 1.47pct，毛利贡献 16.23%；用户渗透率 23.9%，仍有拓展空间。 私有化新奥能源并赴港上市，EPS 有望增厚&一体化优势凸显；2026-2028 维持高分红：2025/3/26，新奥股份（A）、新奥能源（H）发布重组方案公告。新奥股份（当前持股新奥能源 34.28%股权）将对新奥能源进行私有化，并在港股上市；交易完成后新奥能源将退市并成为新奥股份的全资子公司，本次交易对价 599.24 亿港元，其中股份支付 415.72 亿港元，现金支付 183.52 亿港元；新奥能源计划股东每股股份可获得 2.9427 股新奥股份发行的 H 股股份及 24.50 港元现金付款。以 2024 年归母净利润进行测算，新奥股份每股基本收益将从 1.46 元增加 7%至 1.56 元。2024-2025 年，基本现金分

红叠加特别分红后，每股现金分红（含税）分别不低于 1.03/1.14 元；2026-2028 年，每年现金分红比例不少于当年归母核心利润的 50%，分红比例保持较高水平；对应 2024-2025 股息率分别为 5.2%、5.7%（估值日 2025/3/28）。盈利预测与投资评级：顺价持续推进，零售气价差有望修复；直销气气量持续增长。考虑部分海外长协交付进展偏慢，略微下调 2025-2026 年盈利预测至 51.47/58.96 亿元（前值 52.92/60.92 亿元），引入 2027 年盈利预测 68.44 亿元，25-27 年归母净利润同比+14.56%/+14.54%/+16.08%，EPS 1.66/1.90/2.21 元，对应 PE 12.0/10.5/9.0 倍（估值日期 2025/3/28），维持“买入”评级。风险提示：经济复苏不及预期、安全经营风险，汇率波动。

（证券分析师：袁理 证券分析师：谷玥）

广发证券（000776）：2024 年年报点评：整体业绩稳健增长，投资收益表现亮眼

投资要点 事件：广发证券发布 2024 年业绩，实现营业收入 272.0 亿元，同比+16.7%；归母净利润 96.4 亿元，同比+38.1%；对应 EPS 1.26 元，ROE（加权）7.4%，同比+1.8pct。第四季度实现营业收入 80.6 亿元，同比+52.5%，环比+9.6%；归母净利润 28.7 亿元，同比+146.0%，环比+19.6%。经纪及两融市占率稳健提升：1）经纪业务收入 66.5 亿元，同比+14.5%，占营收比重 25.2%。公司经纪市占率 4.17%，同比+0.2pct，佣金率同比-0.004pct 至 0.028%。2）利息净收入同比-25.1%至 23.5 亿元，占营收比重 8.9%。公司两融余额 1,089 亿元，较年初+20%，市场份额 5.8%，较年初+0.3pct，全市场两融余额 18,646 亿元，较年初+12.9%。投行整体稳健，境外股权融资表现突出：投行业务收入同比+37.4%至 7.8 亿元，占营收比重 3.0%。①股权业务承销规模同比-41.5%，债券业务承销规模同比+27.4%。②股权主承销规模 106.7 亿元，排名第 8；其中 IPO 3 家，募资规模 8 亿元；再融资 5 家，承销规模 78.6 亿元。③债券主承销规模 3,349 亿元，排名第 14；其中金融债、公司债、中期票据承销规模分别为 1,371 亿元、1,023 亿元、424 亿元。④IPO 储备项目 6 家，排名第 11，其中两市主板 2 家，北交所 2 家，创业板 1 家，科创板 1 家。⑤境外股权融资方面，完成 14 单境外股权融资项目，其中包括 12 单港股 IPO 项目，发行规模 68 亿美元；1 单美股 IPO 项目，发行规模 2,189 万美元；1 单再融资项目，发行规模 25 亿美元。资管受降费影响下滑，广发及易方达规模持续增长：资管业务收入 68.9 亿元，同比-10.9%，占营收比重 26.1%。资产管理规模 2535 亿元，同比+23.9%。截至 2024 年 12 月末，①广发资管管理规模 2535 亿元，同比+23.9%。其中，集合、定向和专项规模分别同比+30.1%/+1.3%/+205.3%②广发基金管理公募规模同比+20%至 1.5 万亿元；非货规模 8404 亿元，排名第 3。③易方达管理公募规模同比+22%至 2.1 万亿元，非货规模 1.4 万亿元，排名第 1。自营业务表现亮眼：投资收益（含公允价值）77.5 亿元，同比+117.4%；第四季度投资收益（含公允价值）18.2 亿元，同比+134.8%。权益投资方面，坚持价值投资思路，利用多策略投资工具降低投资收益波动；固收交易方面，较好的控制了债券投资组合的久期、杠杆和投资规模，有效把握市场结构性机会，实现较好的投资业绩。AI 部署全面赋能经纪业务，专注开发应用场景：2025 年 3 月 20 日广发证券易淘金 App 鸿蒙版上线“AI 语音指令”功能。目前广发证券已接入了 DeepSeek、清华智谱、阿里千问等多个十亿至千亿参数规模的大模型基础设施矩阵，其中 DeepSeek-R1 模型的思维链（Chain-of-Thought, CoT）能力被重点应用于投顾业务，赋能客服营销与运营。盈利预测与投资评级：资本市场改革持续优化，宏观经济逐渐复苏，带动市场投资热情回升；

长期来看，证券行业未来发展的政策环境良好，公司抓住机遇有望进一步突破。我们上调对公司的盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 121/145/170 亿元（2025-2026 年前值为 98/118 亿元），当前市值对应 PB 分别为 0.95/0.88/0.81 倍，维持“买入”评级。风险提示：监管趋严抑制行业创新，行业竞争加剧，经营管理风险。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：武欣姝）

国泰君安（601211）：2024 年年报点评：经纪及自营表现亮眼，合并后资本实力位居行业第一

投资要点 事件：国泰君安发布 2024 年业绩，实现营业收入 434 亿元，同比+20.1%；归母净利润 130 亿元，同比+38.9%；对应 EPS 1.39 元，ROE（加权）8.1%，同比+2.1pct。第四季度实现营业收入 144 亿元，同比+58.0%，环比+20.7%；归母净利润 35 亿元，同比+368.9%，环比-22.3%。财富管理深化分客群经营模式，B+C 端市占率显著提升：公司经纪业务收入同比+15.5%至 78.4 亿元，占营收比重 23.4%，经纪市占率同比+0.41pct 至 5.17%，佣金率同比-0.004pct 至 0.026%。

①君弘 APP 用户同比+3%至 4,164 万户，平均月活同比+11%至 885 万户。个人资金账户数同比+8%至 1,932 万户，其中富裕及高净值客户数同比+17.9%。②机构客户股基交易额同比+34.8%至 15 万亿元，市场份额较上年+0.24pct 至 2.54%，其中 QFII 股基交易额同比+88.5%至 6.28 万亿元。两融市占率提升，投资收益大幅提升：1）利息净收入同比-15.9%至 23.6 亿元，占营收比重 7.0%。全市场两融余额 18646 亿元，较年初+12.9%；公司两融余额较年初+18%至 1,063 亿元，市场份额较年初+0.3pct 至 5.7%。净新增融资融券客户数 3.05 万户，同比+96.1%。2）投资收益（含公允价值）147.7 亿元，同比+61.8%；第四季度投资收益（含公允价值）40.5 亿元，同比+191.6%。受市场环境影 响，投行业务继续下滑：1）投行业务收入 29.2 亿元，同比-20.8%。①股权业务承销规模同比-69.9%，债券业务承销规模同比+9.1%。②股权主承销规模 188.4 亿元，排名第 5；其中 IPO 9 家，募资规模 46 亿元；再融资 143 家，承销规模 143 亿元。③债券主承销规模 11291 亿元，排名第 4；其中公司债、金融债、地方政府债承销规模分别为 3,720 亿元、2,656 亿元、1,519 亿元。④IPO 储备项目 17 家，排名第 2，其中两市主板 8 家，北交所 5 家，创业板 2 家，科创板 2 家。2）资管业务收入 38.9 亿元，同比-5.0%。资产管理规模 5,884 亿元，同比+8.3%。华安基金管理资产规模 7,724 亿元，较上年末+14.4%。全面数字化提速，深入整合 DeepSeek-R1 和君宏灵犀大模型：①2025 年 1 月，国泰君安整合君宏灵犀大模型的快响应能力和 DeepSeek-R1 的慢思考，推出 AI 投教和信用 AI 服务。“信用 AI 助手”采用智能体+思维链架构，对外为客户赋能，对内实现管理职能。②未来公司持续 AI in ALL 策略，建成 1+N 多模态大模型平台，基于 1 个通用大模型，辅以 N 个场景模型，融合开源与闭源场景。③国泰君安率先开展信创分布式核心交易体系研发，横向实现各终端到核心交易的全链路升级，纵向实现从存储、服务器、数据库等全栈信创替代。盈利预测与投资评级：资本市场改革持续优化，宏观经济逐渐复苏，头部券商控制风险能力更强，能更大程度的享受政策红利；且按照国泰君安和海通证券 2024 年末财务数据，合并后，公司总资产 1.73 万亿元、归母净资产 3,283 亿元，资本实力已位居行业第一，国泰君安作为头部券商有望抓住市场机遇强者恒强。我们上调盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 182/271/335 亿元（2025-2026 年前值为 137/163 亿元），对应 PB 为 0.73/0.69/0.63 倍，维持“买入”评级。风险提示：行业市场竞争加剧风险，证券市场恢复不及预期。

(证券分析师: 孙婷 证券分析师: 武欣姝)

云铝股份 (000807): 2024 年年报点评: 原铝板块量价齐升, 成本端拖累 Q4 业绩

投资要点 事件: 公司披露 2024 年年报, 全年业绩同比增长, Q4 业绩承压。2024 年公司实现营收 544.5 亿元, 同比+27.6%; 归母净利润 44.1 亿元, 同比+11.5%; 公司第四季度实现营收 152.7 亿元, 同比+18.3%, 归母净利润 5.8 亿元, 同比-60.5%, 环比-55.5%。原铝板块“量价齐升”, 预计 25 年电解铝产能利用率维持高位: 1) 量: 由于 2024 年云南省内整体电力供应情况较往年有所改善, 公司 Q4 枯水期电解铝并未减产, 全年产能利用率大幅提升, 2024 年公司生产原铝 293.8 万吨 (yoy+22.5%)、生产氧化铝 140.9 万吨 (yoy-1.4%), 生产炭素制品 80.58 万吨 (yoy+2.9%), 生产铝合金及铝加工产品 125.41 万吨 (yoy+1.8%); 2) 价: 受益于新能源用铝需求持续增长, 2024 年中国电解铝表观消费量同比增长 5.5%至 4511 万吨, 全年电解铝长江有色均价录得 19922 元/吨 (yoy+6.5%)。24 年 Q4 氧化铝价格快速上行致成本端承压, 25 年电解铝单吨利润有望回升: 2024 年受到全球铝土矿供应维持紧缺、以及国内氧化铝产能错配影响, 海内外氧化铝价格全线攀升, 并于 Q4 上涨至均价 5004 元/吨 (yoy+67.5%), 对公司业绩产生负面影响。随着几内亚铝土矿有效增产, 叠加国内氧化铝产能的持续投放, 截至 2025 年 3 月 28 日, 氧化铝价格已下跌至 3136 元/吨, 我们预计公司电解铝单吨利润有望大幅回升。看好供改背景下的公司盈利能力: 供给端, 刚性约束带来长期稀缺价值, 在电解铝供给侧改革的背景下, 电解铝产能已逼近 4500 万吨红线, 未来合规可投放新增产能极为有限; 需求端, 随着新能源用铝的不断增长, 我们预计有望维持年化 1.5%的增长, 电解铝行业的产能稀缺性日益凸显。

盈利预测与投资评级: 我们继续看好公司从上游铝土矿、氧化铝、电解铝, 到下游铝加工产品的绿色铝全产业链布局, 由于氧化铝价格下行速度超预期、以及云南省内电力供需结构好于预期, 我们上调公司 2025-26 年归母净利润为 75.58/86.84 亿元 (前值为 57.63/66.20), 新增 2027 年归母净利润预测值为 93.28 亿元, 对应 2025-27 年的 PE 分别为 7.97/6.94/6.46 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 下游需求不及预期导致铝价下跌风险; 美元持续走强风险。

(证券分析师: 孟祥文 证券分析师: 徐毅达)

中集集团 (000039): 2024 年报点评: 业绩符合市场预期, 集装箱、海工与物流服务板块增速亮眼

投资要点 业绩符合市场预期, 集装箱、海工、物流服务增速亮眼 公司披露 2024 年报, 归母净利润位于预告中值, 符合市场预期: 2024 年公司实现营业总收入 1777 亿元, 同比增长 39%, 归母净利润 29.7 亿元, 同比增长 606%, 扣非归母净利润 34.5 亿元, 同比增长 419%。分业务, 集装箱、海工、物流服务增速亮眼, 道路运输车辆阶段性承压: (1) 集装箱实现营收 622 亿元, 同比增长 106%, 占营收比重 35%。2024 年公司标准干箱、冷箱、特种箱产量保持全球第一, 受益于集运市场复苏, 干箱销量 343 万 TEU, 同比增长 417%, 驱动板块收入高增。(2) 物流服务实现营收 314 亿元, 同比增长 56%, 占营收比重 17%, 同样受益于全球贸易复苏。(3) 能源、化工和液态食品装备实现营收 256 亿元, 同比增长 2%, 占营收比重 14%。(4) 道路运输车辆实现营收 210 亿元, 同比下降 16%, 占营收比重 12%, 受北美业务需求 2023 年高位回落, 阶段性下滑。(5) 海洋工程实现营收 166 亿元, 同比增长 58%, 占营收比重 10%, 在手订单兑现业绩, 板块实现扭亏。毛利率维持稳定, 净利率持续修复 2024 年公司销售毛利率 12.5%, 同

比下降 1.3pct，其中集装箱板块毛利率 15.6%，同比下降 0.3pct，物流服务毛利率 6.2%，同比下降 0.8pct，能化装备毛利率 13.8%，同比下降 1.6pct，海工毛利率 9.11%，同比提升 0.2pct，各事业部毛利率基本稳定。2024 年公司销售净利率 2.4%，同比提升 0.9pct，受益于规模效应摊薄费用、海工分部扭亏、资产池平台减亏，修复明显。2024 年公司期间费用率 7.7%，同比下降 2.6pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.5%/3.9%/1.5%/0.8%，同比分别下降 0.68/1.18/0.38/0.41pct。展望 2025 年，钢价维持低位震荡、海工和资产管理盈利改善持续、内部经营提质增效，公司盈利水平有望稳中有升。 集装箱量价有支撑，海工、能化设备订单饱满，看好业绩增长持续性 我们判断公司业绩有望稳健增长：（1）集装箱：集运贸易量增加、旧箱更新背景下，公司核心板块集装箱制造量价仍有支持，（2）能化设备：订单饱满，趋势向好，中集安瑞科 2024 年累计新签订单 275 亿元创新高，截至 2024 年末在手订单 283 亿元，（3）海工板块：2024 年新签订单 32.5 亿美元，同比增长 93%，累计在手订单 69.2 亿美元，同比增长 27%，油气、风电安装船和滚装船比例 3:1:1，排产已至 2027 年，订单兑现将支持业绩增长。同时，深海科技为新质生产力，且深海油气开采具有战略意义，公司为高端海工装备领军企业，将持续受益。 盈利预测与投资评级：考虑地缘政治冲突等带来的不确定性，出于谨慎性，我们调整公司 2025-2026 年归母净利润预测分别为 30（原值 38）/38（原值 48）亿元，预计 2027 年归母净利润 46 亿元，当前市值对应 PE 分别为 16/13/11X，维持“买入”评级。 风险提示：宏观经济波动、地缘政治风险、原油价格波动等

（证券分析师：周尔双 证券分析师：韦译捷）

恒生电子（600570）：2024 年年报点评：市场波动影响金融机构科技投入，致公司整体业绩下滑

事件：公司发布 2024 年年报，实现营业总收入同比-10%至 65.8 亿元，归母净利润同比-27%至 10.4 亿元，归母净资产 86.7 亿元，较 2023 年末+8%。 投资要点 市场波动影响金融机构，进而影响公司业绩下滑。2024 年，公司业绩整体下滑，主要系部分金融机构受市场波动影响，业绩增长放缓甚至下滑，其科技投入出现负增长，且普遍出现 IT 预算执行率下降、执行进度放缓的现象。公司加大了降本增效的管理力度和加强新一代核心产品的研发投入导致营收下降，且采购立项、采购决策流程以及验收流程均大幅拉长。 分业务看，2024 年，公司①财富科技服务业务收入同比-17%至 14 亿元，毛利率同比-1pct 至 76%；②资管科技服务业务收入同比-8%至 16 亿元，毛利率同比-6pct 至 77%；③运营与机构科技服务业务收入同比-10%至 13 亿元，毛利率同比+0.1pct 至 81.5%；④风险与平台科技服务/数据服务/创新/企金、保险核心与金融基础设施科技服务/其他业务分别实现收入 4.97/3.54/5.15/6.90/2.33 亿元，同比分别-2%/-8%/-7%/-1%/-4%。 加大降本增效力度，但继续加强核心产品研发投入。①营业成本同比+1%至 18 亿元，无重大变动；②销售费用同比-8%至 5.43 亿元，销售费用率同比+0.14pct 至 8%，主要系本期人员薪酬及股份支付费用下降；③管理费用同比-5%至 9.05 亿元，管理费用率同比+0.65pct 至 14%，主要系本期股份支付费用、办公经费等下降；④研发费用同比-8%至 25 亿元，研发费用率同比+0.81pct 至 37%，主要系本期人员薪酬及股份支付费用下降。截至 2024 年末，公司产品技术人员数量为 7,348 人，占公司总人数 67%。 技术创新与产品升级：①境外投资交易系统 GAMS3.0 全面升级，可无缝集成至 IT 体系、对接 TA 系统、嵌入 O45 平台，助力全球投资业务数字化发展。②恒生电子大模型应用全面接

入 DeepSeek, 客户需求解析速度加快 3 倍, 本地部署资源消耗降低 50%, WarrenQ 的金融数据调取效率和准确性提高 15%。③O45 系统经历 1 轮 SIT 集成测试、2 轮 UAT 用户验收测试后上线; UF3.0 系统落地, 交易性能实现 100 倍飞跃; ④新一代 TA 在人保资产上线, 并实现全栈信创; ⑤PB2.0 系统 “PB+LDP” 交易模式使证券交易单笔延时小于 2 毫秒。 行业覆盖与拓展: ①资产管理系统 Summit 助力金融市场境外业务一体化, 是当下银行金融机构重要的科技平台; ②中邮证券携手恒生推出 “机构理财通”, 集 “产-投-研-销” 于一体的综合型理财产品服务平台; ③PTrade 系统信创适配版成功上线, 可适配鲲鹏 ARM 架构的 CPU 信创硬件服务器、Oceanbase 数据库及麒麟 V10 操作系统; ④面向券商投行业务打造的金融智能投行助手汇投上线, 其 RAG 问答技术准确率超 80%, 从输入问题至输出首 token 延时仅 5 秒左右。 盈利预测与投资评级: 资本市场整体回暖, 但金融机构的科技投入仍未出现明显正增长拐点, 我们下调业绩预测, 预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 12/14/17 亿元 (2025-2026 年前值为 17/20 亿元), 对应 PE 为 46/40/33 倍。资本市场整体表现持续向好, 金融机构整体业绩表现趋于增长, 我们仍看好公司金融 IT 的业务模式, 维持 “买入” 评级。 风险提示: AI 等技术发展不及预期, 金融机构 IT 投入不及预期, 权益市场波动, 市场竞争加剧。

(证券分析师: 孙婷 证券分析师: 武欣姝)

柳工 (000528): 2024 年报点评: 业绩符合市场预期, 看好公司国际化&拓品类逻辑持续兑现

投资要点 事件: 2025 年 3 月 28 日, 公司发布 2024 年年度报告。业绩符合市场预期, 看好公司国际化&拓品类逻辑持续兑现 2024 年公司实现营业收入 300.6 亿元, 同比+9.2%, 实现归母净利润 13.3 亿元, 同比+52.9%; 单 Q4 实现营业收入 72.1 亿元, 同比+12.5%, 归母净利润 0.06 亿元, 同比-84.6%, 24Q4 收入利润略低于市场预期主要受减值和费用影响, 减值主要来自于混凝土、农机及部分国内业务, 费用增加主要系国内及海外市场均处于快速拓展阶段。分区域来看, 2024 年公司国内收入为 163.0 亿元, 同比+1.5%, 海外收入为 137.6 亿元, 同比+20.1%, 长期看好公司海外发展空间。分产品看, ①土石方铲运机械: 2024 年实现收入 179.4 亿元, 同比+12.8%, 土方机械市占率稳步提升。其中, 挖掘机实现快速成长, 产品型谱持续完善, 2024 年公司国内挖掘机市占率同比+3pct, 利润同比+50%; 装载机龙头地位稳固, 2024 年市占率延续国内第一, 电动装载机全球销量同比+194% (其中 12T 以上大型矿用装载机销量同比+230%)。②其他工程机械及零部件: 2024 年实现收入 90.8 亿元, 同比+3.0%, 拓品类逻辑持续兑现。③预应力机械: 2024 年实现收入 25.2 亿元, 同比+12.2%, 利润同比+90%, 实现稳健发展。展望 2025 年, 国内工程机械行业筑底反转叠加公司国际化&拓品类逻辑持续兑现, 公司 α 属性凸显。 国内外毛利率显著提升, 长期盈利能力提升空间大 2024 年公司销售毛利率为 22.5%, 同比+2.8pct, 销售净利率为 4.6%, 同比+1.2pct, 公司坚持全价值链有效降本控费, 实现采购成本同比-5.1%, 产品降本率 4.3%。分国内外来看, 2024 年公司国内毛利率 17.4%, 同比+3.0pct; 海外毛利率 28.6% (整机毛利率约 30%), 同比+1.5pct, 海外毛利率较国内高 11.2pct, 带动整体盈利能力持续上行。费用端来看, 2024 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.9%/2.8%/3.8%/0.5%, 同比-0.3/-0.1/+0.5/+0.0pct, 研发费用率提升主要系公司加大电智化、大型化设备研发投入, 2024 年推出 29 款电动化新品, 无人驾驶产品已批量交付市场。展望未来, 随着公司采购端持续降本、生产效率提升、大型化

&电动化产品占比提高、海外渠道建设推进，公司盈利能力有望持续提升。混改股权激励+股份回购彰显长期发展信心，拓品类下业绩强弱周期并进。2022年公司完成混改并实现整体上市，混改完成后陆续发布股权激励和定增，有效扩张产能、升级智慧工厂、激发员工积极性，综合竞争力大幅增强。2024年公司实施两期股份回购，截至25年2月28日累计已回购5523万股，占公司总股本2.7%，彰显长期发展信心。2024年12月，公司发布2025年经营展望，预算营业收入346亿元，同比+15%，销售净利率提高1pct以上，利润高增趋势明显。此外，公司积极推进业务多元化，2024年叉车、高机、起重机、小型机械板块利润同比分别+20%、+27%、+120%、+190%，较大程度抚平周期波动。矿山机械收入同比+60%，内外销市占率分别提升1pct、3pct，拓品类成果显著，有望成为公司长期增长点。盈利预测与投资评级：我们基本维持公司2025-2026年归母净利润预测为20.72/28.93亿元，新增2027年归母净利润预测为37.95亿元，对应当前市值PE分别为12/8/6x，维持“买入”评级。风险提示：国内行业需求不及预期，政策不及预期，出海不及预期

（证券分析师：周尔双）

中国银河（601881）：2024年年报点评：费类业务同比增长，自营带动公司净利润高增

投资要点 事件：中国银河发布2024年业绩：实现营业收入354.7亿元，同比+5.4%；归母净利润100.3亿元，同比+27.3%；对应EPS 0.81元，ROE 8.3%，同比+0.8pct。第四季度实现营业收入83.9亿元，同比+2.8%，环比-16.1%；归母净利润30.7亿元，同比+140.5%，环比+19.1%。受益于市场交投活跃，经纪及两融业务同比均增长。2024年经纪业务收入61.9亿元，同比+12.5%，占营业收入比重27.2%。全市场日均股基交易额11853亿元，同比+23.1%，市场交投活跃。公司两融余额1015亿元，同比+11%，市场份额5.4%，同比-0.1pct。公司零售业务依托庞大的客群基础以及广泛的线下网点，加快将网点优势转化为胜势。公司客户总数超过1730万户，注册投顾4056人，同比+6.8%。公司金融产品保有规模2111亿元，同比+7.8%，个人养老金累计开户超10万户。债券承销表现亮眼，投行收入逆市提升。2024年投行业务收入6.1亿元，同比+10.6%。股权主承销规模（再融资）2.0亿元，同比-94.7%，排名第50。债券承销业务表现亮眼，主承销规模4816亿元，同比+34.5%，排名第6；其中地方政府债、金融债、中期票据承销规模分别为2864亿元、990亿元、413亿元。公告并购重组财务顾问项目4单，交易金额186.7亿元，排名第8。资管业务收入提升，产品谱系进一步完善。2024年资管业务收入4.9亿元，同比+6.1%。资产管理规模852亿元，同比-9.9%。集合资产管理计划、单一资产管理计划、专项资产管理计划规模分别为618亿元、230亿元、4亿元，分别同比+52%、-56%、-10%。自营表现出色，坚持绝对收益策略。2024年投资净收益（含公允价值）115.0亿元，同比+50.2%；第四季度投资净收益（含公允价值）27.6亿元，同比+50.8%。公司权益投资业务坚持“低风险+绝对收益”宗旨，红利策略取得了较好的投资成果。固定收益投资方面秉持稳健的投资策略，持续优化持仓结构，稳固利率债规模，增配稳定性收益投资品种。盈利预测与投资评级：我们预计公司2025-2027年的归母净利润为126/135/142亿元，分别同比+26%/+7%/+5%，对应2025-2027年PB为1.22/1.16/1.12倍。资本市场改革持续优化，宏观经济逐渐复苏，大型券商控制风险能力更强，能更大程度的享受政策红利，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 证券分析师: 何婷)

湘财股份(600095): 并购大智慧预案公布, 看好财富管理及金融科技竞争力提升

投资要点 事件: 3月28日, 湘财股份和大智慧同时公告披露换股吸收合并预案, 湘财股份拟通过向大智慧全体换股股东发行A股股票的方式换股吸收合并大智慧。具体来看: 1) 换股比例为1:1.27, 即每1股大智慧股票可换得1.27股湘财股份新增发行的A股对价股票; 2) 拟向不超过35名特定投资者发行股份募集配套资金, 募资总额不超过80亿元, 拟用于存续公司业务发展、金融科技研发、补充流动资金及支付本次交易相关并购整合费用等; 3) 不考虑配套融资的情况下, 换股后新潮控股及其一致行动人合计持股22.4%, 仍为公司控股股东; 4) 将于3月31日复牌。湘财证券具有互联网基因, 与大智慧等互联网企业深度合作多年: 2014-2017年, 湘财证券先后与大智慧、益盟股份、万得信息合作成立互联网证券营业部, 为其转型发展奠定良好基础。2020年以来, 湘财股份先后收购大智慧成为其第二大股东(持股14.22%), 并与益盟股份、万得信息、九方财富、邦盛科技及趣链科技等开展深度合作, 将自身网点、客户、产品等资源与对方技术与运营优势相结合, 利用金融科技手段不断丰富服务内容、提升服务品质。经纪与两融业务为公司发展核心, 投资咨询业务稳中有升: 公司作为以金融科技赋能财富管理业务的代表券商之一, 积极推进传统经纪业务转型, 并以经纪业务打造自身的核心特色。2015-2024年湘财证券经纪业务收入占比约40%。目前, 其已陆续推出百宝湘、湘管家、金刚钻等一系列应用软件, 并形成了同业领先的2+3+N专业交易服务体系, 已然逐步形成了独有特色的证券经纪业务发展模式。信用业务方面, 湘财证券两融规模基本保持在较高水平, 2020-2024年湘财证券两融利息收入占比约30%。投资咨询为公司近年来发力重点, 公司牵手益盟股份共同推出湘财智盈投顾产品, 集软件工具、投顾服务于一身, 通过陪伴式服务促进客户的付费转化。与大智慧合并将有助于进一步提高湘财股份财富管理板块的竞争力: 大智慧作为金融信息服务商, 拥有庞大的线上流量和技术优势, 在金融数据、资讯服务等方面具有较强的竞争力。2025年1月大智慧月活数超过1000万, 合并后湘财股份可进一步通过大智慧实现用户引流, 提高交易转化率, 以互联网赋能金融提高公司财富管理板块竞争力。近年来, 已有不少互联网企业与券商合并, 实现规模的快速增长, 如东方财富收购西藏同信证券、指南针收购网信证券等, 用户规模及经纪业务市占率均快速提升。与西藏同信证券、网信证券较为不同的是, 湘财证券的经纪业务具有不错的竞争力, 截至2024年中期营业网点数67家, 网点平均营收排名在20位左右(2021年协会排名), 此次合并更多的是补足湘财证券在客户触达及大数据板块的短板, 进一步提高公司财富管理板块的竞争力。盈利预测与投资评级: 考虑到收购事项的不确定性, 我们维持此前盈利预测, 预计湘财股份2024-2026年归母净利润分别为2.13/2.93/3.70亿元, 对应同比增速分别为78%/38%/26%。公司当前市值对应2024-2026年PE分别为92/67/53倍。我们看好公司在财富管理、金融科技方向的展业潜力, 维持“增持”评级。风险提示: 1) 收购事项推进不及预期; 2) 权益市场大幅震荡。

(证券分析师: 孙婷 证券分析师: 何婷)

中金公司(03908.HK): 2024年年报点评: 四季度各业务线同比显著好转, 单季度净利润同比增长超过80%

投资要点 事件: 中金公司2024年实现收入及其他收益总额331.72亿元, 同比-6.4%; 归母净利润56.9亿元, 同比-7.5%; 对应EPS 1.04

元，ROE 5.5%，同比-0.9pct。第四季度实现营业收入（含手续费及佣金支出、利息支出）78.8 亿元，同比+42.7%，环比+73.7%；归母净利润 28.4 亿元，同比+83.2%，环比+350.1%。全年经纪收入同比小幅下滑，四季度经纪收入大幅增长。2024 年公司实现经纪业务净收入 42.6 亿元，同比-5.9%，占营业收入比重 20.0%，同比下滑主要是由于代销金融产品收入同比-30%。第四季度公司经纪业务净收入 17.0 亿元，同比+67.6%。公司客户规模稳定增长，中金公司财富管理总客户数近 850 万户，客户总资产达 3.18 万亿元。公司持续加大普惠性金融产品推动力度，“公募 50”保有量同比+139%。公司两融余额 435 亿元，较年初+21%，市场份额 2.3%，较年初+0.2pct。投行业务龙头地位稳固。2024 年实现投行业务净收入 30.9 亿元，同比-16.4%。股权主承销规模 337.1 亿元，同比-68.9%，排名第 3，龙头地位稳固；其中 IPO 6 家，募资规模 36 亿元；再融资 20 家，承销规模 301 亿元。债券主承销规模 11937 亿元，同比+3.3%，排名第 3；其中地方政府债、金融债、公司债承销规模分别为 4973 亿元、2927 亿元、1693 亿元。IPO 储备项目 13 家，排名第 4，其中两市主板 6 家，北交所 1 家，创业板 2 家，科创板 4 家。资管业务行业领先，规模稳步扩大。2024 年实现资管收入 12.1 亿元，同比-0.3%。资产管理规模 5520 亿元，同比-0.1%。实现基金管理收入（含中金基金及私募股权平台）15.7 亿元，同比-10.9%。中金基金管理公募规模 2073.3 亿元，同比+62%。私募股权平台中金资本整体资产管理规模 3516 亿元，同比+18%，行业领先。四季度自营同比显著回暖。2024 年实现投资净收益（含公允价值及汇兑收益）117 亿元，同比-1.6%；第四季度投资收益（含公允价值及汇兑收益）43.5 亿元，同比+51%。盈利预测与投资评级：我们上调此前盈利预测，预计 2025-2026 年公司归母净利润分别为 66.21/70.69 亿元（前值分别为 55.48/59.34 亿元），对应增速分别为+16%/+7%，预计 2027 年归母净利润为 74.47 亿元，同比+5%。当前市值对应 2025-2027 年 PB（H）估值分别为 0.68/0.65/0.62 倍（港股汇率使用中间价，1 港币=0.9227 元）。看好公司长期在投行及财富管理业务方面的竞争壁垒，市场交投活跃度及市场行情充分恢复情况下，公司有望进一步发挥龙头优势，维持“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 证券分析师：何婷）

建发物业（02156.HK）：2024 年业绩公告点评：硬装业务拖累业绩表现，持续型业务增速稳健

投资要点 事件：公司发布 2024 年业绩公告，全年实现营收 32.9 亿元，同比下降 7.7%；归母净利润 3.2 亿元，同比下降 30.8%。新房硬装业务规模下滑，拖累公司营收及业绩表现，持续型业务稳步增长。2024 年公司营业收入同比下降 7.7%，其中物业管理/社区增值及协同业务/非业主增值服务/商业运营管理业务分别实现营业收入 17.8 亿元/7.6 亿元/6.7 亿元/0.8 亿元，同比分别+25.6%/-44.7%/-5.2%/16.7%。公司社区增值及协同业务同比下滑幅度较大的原因为由于 2024 年交付规模收缩导致公司承接房屋硬装业务产生的收入同比下滑 6.6 亿元。公司社区增值及协同业务规模下降进一步影响公司毛利率水平，2024 年公司毛利率同比下滑 6.6pct 至 21.5%，导致公司归母净利润下滑幅度超营业收入下滑幅度。剔除房屋硬装业务后，公司实现营业收入 32.7 亿元，同比增长 13.3%，归母净利润 3.3 亿元，同比增长 15.1%，公司持续型业务稳中有升。强化拓展能力，基础物管规模持续扩张。2024 年公司基础物管业务在管面积/合约面积分别为 7554 万方/10911 万方，分别同比增长 22.9%/7.2%，合约在管比为 1.44 倍，平均物管费 2.72

元/平方米，同比提升 0.06 元/平方米，综合收缴率 93.7%。公司深耕重点城市，优化拓展策略，2024 年拓展项目 49 个，合同金额 5.2 亿元（住宅 44%：非住 56%），合约面积 446 万方。公司与建管、合诚建立定期沟通机制，实现可拓展项目资源渠道共享，转化落地合同金额 1.9 亿元。此外，公司深耕保障房及安置房项目，2024 年全年已签约及中标合同额 1.5 亿元，同比增长 306%。公司不断强化拓展能力，为物业管理规模的稳步增长提供坚实基础。商管规模有序提升，出租率稳步增长。2024 年公司商管业务新增 2 个优质轻资产项目，新增管理面积约 21 万方，截至 2024 年底，公司商管业务管理面积 128 万方，同比提升 22.7%，出租率同比提升 1.3pct 至 95.2%，收缴率达 99.8%。经营性现金流稳定，基础分红率提升 15pct。2024 年公司实现经营性现金流 2.7 亿元，同比增长 42.9%。公司每股派息 0.15 港元，基础分红率同比提升 15pct 至 59%。盈利预测与投资评级：公司大股东项目供给稳定，在管面积稳步增长，商管规模有序扩张，持续型业务稳步增长。考虑到近年来房地产市场下行以及行业竞争加剧，我们下调公司 2025/2026 年归母净利润为 3.7/4.2 亿元（原值为 7.2/8.7 亿元），预测 2027 年归母净利润为 4.7 亿元，对应的 EPS 为 0.26 元/0.30 元/0.33 元，对应的 PE 分别为 9.2X/8.2X/7.3X，维持“买入”评级。风险提示：房地产行业景气度持续下行风险；调控政策放松不及预期、收紧超预期。

（证券分析师：房诚琦）

一拖股份（601038）：2024 年报点评：业绩略低于市场预期，长期看好行业大型化、高端化

投资要点 事件：2025 年 3 月 27 日，公司发布 2024 年年度报告。促销导致业绩略低于预期，看好粮价回暖带动行业景气度上行 2024 年公司实现营业收入 119.0 亿元，同比+3.2%，实现归母净利润 9.2 亿元，同比-7.5%；单 Q4 实现营业收入 11.7 亿元，同比-8.9%，归母净利润-1.8 亿元，同比-102.9%，主要系 24Q4 延续促销降价导致毛利率下滑。分区域来看，2024 年公司国内收入为 109.8 亿元，同比+4.2%，海外收入为 9.2 亿元，同比-6.3%，其中俄罗斯地区需求承压，但东南亚、非洲、中东欧快速增长起到支撑作用。分产品看，①农业机械：2024 年公司大中型拖拉机销售 7.43 万台，同比+2.73%，收入 109.6 亿元，同比+3.7%，我们判断均价上升主要系大拖占比提升，大型化逻辑持续兑现。②动力机械：2024 年实现柴油机产品外销 7.76 万台，同比-6.0%，实现收入 9.5 亿元，同比 -1.9%。展望 2025 年，随着国内粮价筑底反弹&农机补贴政策持续推进，国内农机市场向上趋势明显。费控能力持续优异，看好大型化、国际化带来的盈利能力提升空间 2024 年公司销售毛利率为 14.8%，同比-1.1pct，销售净利率为 7.8%，同比-0.8pct，主要系公司为提高主导产品市场份额加大促销力度所致。分国内外来看，2024 年公司国内毛利率 14.9%，同比-0.5pct；海外毛利率 13.0%，同比+0.7pct。费用端来看，2024 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.3%/3.0%/4.3%/-0.4%，同比 -0.8/-0.1/+0.3/+0.0pct，销售及管理费用率持续下降体现出公司优异的费控能力，研发费用率提升主要系公司加大高端化新产品的研发投入。展望未来，随着公司大型化、高端化产品的持续推广以及海外渠道建设推进，公司盈利能力有望持续提升。高端中大马力拖拉机龙头，充分受益大型化+国际化+粮价筑底反转 公司系国内高端大马力拖拉机头部企业，有望受益于国内拖拉机竞争格局大型化+海外市场拓展顺利+粮价筑底反转。（1）国内产业格局高端化+大型化趋势明显：当前市场拖拉机产品低端过剩、高端不足，在政策与市场双重驱动下，

大型化、高端化产品日益见长，25 年 1-2 月中大拖产量占拖拉机产量比重为 79.6%，同比+7.2pct，大型化趋势明显，行业竞争格局持续改善利好龙头。（2）海外需求开辟第二增长极：2025 年 1-2 月拖拉机累计出口数量 27546 台，同比+19.7%，累计出口金额 13.4 亿元，同比+38.6%。公司重点布局俄语区、南美、亚洲等区域，持续受益于海外需求提升。（3）粮价筑底反转带动农机需求提升：2024 年 9 月，国家发改委公布 2025-2026 年小麦三等最低收购价为 1.19 元/斤，在国际粮价“过山车”背景下我国小麦最低收购价连续五年上涨。2025 年 1-2 月，江苏和福建等地区小麦成交价达 2412-2528 元/吨，同比+5%，粮价筑底反转趋势明显。盈利预测与投资评级：由于粮价仍处底部行业需求下行+公司持续研发投入大型化、高端化产品，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润至 10.22/11.23 亿元（原值为 12.20/14.32 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 12.55 亿元，对应当前市值 PE 分别为 15/14/12x，维持“买入”评级。风险提示：国内行业需求不及预期，政策不及预期，出海不及预期

（证券分析师：周尔双）

2024 年报点评：增储上产，提高股东回报

投资要点 事件：2024 年，公司实现营业收入 4205.1 亿元（同比+1%），归母净利润 1379.4 亿元（同比+11%）。其中，2024Q4 实现营业收入 944.8 亿元（同比-14%，环比-5%），归母净利润 212.8 亿元（同比-19%，环比-42%）。公司加大油气勘探开发力度，油气净产量稳步增长，成本竞争优势巩固。原油实现销售价格同比略有下滑：2024 年国际布伦特油价同比略有下滑：2023 年布油均价 82.2 美元/桶，2024 年布油均价 79.9 美元/桶。而公司原油实现销售价格从 2023 年 78.0 美元/桶下降到 2024 年的 76.8 美元/桶，同比-2%，与布油折价从 4 美元/桶缩窄到 3 美元/桶。项目顺利投产，油气产量继续增长：2024 年，公司实际油气净产量 727 百万桶油当量（同比+7%）。其中，石油净产量 567 百万桶（同比+7%），天然气 263 亿立方米（同比+7.5%）。公司年初制定的 2024 年油气当量产量目标为 700-720 百万桶油当量，实际油气净产量超过计划值的上限。中国净产量上升主要得益于渤中 19-6 等油田的贡献，海外净产量上升主要得益于圭亚那 Payara 项目等的投产。公司预计 2025-2027 年产量目标分别 760-780、780-800、810-830 百万桶油当量。资本支出同比增加：2024 年，公司资本开支共计 1325 亿元，同比+28 亿元（+2%），其中勘探/开发/生产资本化/其他分别 191/872/239/23 亿元，同比-7/+45/-16/+6 亿元。公司年初制定的 2024 年资本开支为 1250-1350 亿元，实际资本开支金额接近计划值的上限。2025 年，公司预计资本支出预算 1250-1350 亿元。其中，勘探、开发、生产资本化支出预计分别占 16%、61%、20%；中国、海外预计分别占 68%、32%。桶油成本控制优异：2024 年，公司桶油主要成本 28.52 美元/桶，同比-0.31 美元/桶（-1.1%）。其中，作业费用 7.61 美元/桶，同比+0.07 美元/桶（+0.9%）；折旧、折耗及摊销 14.34 美元/桶，同比+0.28 美元/桶（+2.0%）；弃置费 0.41 美元/桶，同比-0.42 美元/桶（-50.6%）；销售及管理费用 2.16 美元/桶，同比-0.13 美元/桶（-5.7%）；除所得税以外的其他税金 4.00 美元/桶，同比-0.11 美元/桶（-2.7%）。公司注重股东回报：2024 年，公司全年股息为 1.4 港元/股（含税），全年股息支付率 44.7%，回购港股 3681 万股并注销。根据公司最新的战略展望，公司承诺 2025-2027 年全年股息支付率不低于 45%。公司将根据市场环境变化，秉承回报股东的原则，综合考虑本公司股东的意愿、战略规划、经营状况等因素，适时对上述分红政策进行调整。公司 2024 年归母净利润 1379 亿元，按照 2024 年全年分红比例 44.7%，

合计派息约 617 亿元，按 2025 年 3 月 27 日收盘价，中海油 A 股股息率为 4.9%；中海油 H 股税前股息率为 7.5%，按 10% 扣税，税后股息率为 6.8%，按 28% 扣税，税后股息率为 5.4%。盈利预测与投资评级：根据公司增储上产&新项目推进情况&油价情况，我们调整 2025-2026 年归母净利润分别至 1384、1418 亿元（此前预测值为 1635、1729 亿元），新增 2027 年归母净利润 1467 亿元，按 2025 年 3 月 27 日收盘价，对应 A 股 PE 分别 9.1、8.9、8.6 倍，对应 H 股 PE 分别 5.9、5.7、5.55 倍。公司盈利能力显著，成本管控优异，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济波动；油价波动；公司增储上产速度不及预期

（证券分析师：陈淑娴 研究助理：周少玟）

海南矿业（601969）：2024 年报点评：油气产量创历史新高，新能源赛道建设加速

投资要点 事件：2025 年 3 月 25 日，公司发布 2024 年年报。2024 年公司实现营收 41 亿元，yoy-13%；实现归母净利润 7.1 亿元，yoy+13%，扣非归母净利 6.8 亿元，yoy+24%。单季度来看，2024Q4 公司实现营收 8.9 亿元，yoy-8.6%，环比-9.3%，2024Q4 归母净利为 1.6 亿元，yoy+10.2%，扣非归母净利 2.1 亿元，yoy+43%，环比+68%，业绩符合预期。公司 2024 年主营业务收入稳健，油气产量创历史新高带动业绩高增。1）铁矿地采连续 3 年达产，油气产量创历史新高：2024 年公司收入 41 亿元，其中油气/铁矿/贸易营收 20/15/4 亿元，占总营收 48%/37%/10.5%。其中铁矿方面 2024 年公司地采原矿产量 491 万吨，连续 3 年达产，成品矿产量 218 万吨，yoy-16.2%，主要受极端气候、安全检查及入选品位下降影响。油气方面 2024 年公司产量创历史新高，2024 年权益产量 809 万桶当量，yoy+29%，其中增长主要来自八角场气田以及马来西亚油田贡献，其中八角场气田权益产量 578 万桶当量，yoy+60%。2）铁矿毛利率逆势上涨，油气贡献高增业绩：毛利率角度，2024 年油气/铁矿/贸易分别为 31%/46%/11%，yoy-4/+2/+5pct，其中油气毛利率主要受原油价格走势下滑影响，铁矿毛利率受益于产品力强，在整体铁矿市场价格较弱形势下毛利率逆势上涨。2024 年公司归母净利 7 亿元，yoy+13%，其中油气/铁矿/贸易分别贡献 4.55/3.76/0.05 亿元，占业绩 64%/53%/0.7%，油气业务利润增加约 18%，带动业绩增长。公司推进全球化战略，围绕战略性资源积极布局。公司 2024 年花费 12.4 亿元通过全面要约收购 Tethys Oil AB，获得阿曼 4 个区块的油田权益，推动原油净权益储量提升 123%，原油产量提高 140%，为公司油气业务发展奠定坚实基础；2024 年 7 月公司与沙特阿吉兰兄弟矿业公司签署谅解备忘录，拟共同推进在沙特合作建设锂盐项目的可行性研究；2024 年 12 月公司披露重组预案，计划收购莫桑比克在产锆钛矿项目，切入前景广阔的小金属及稀土行业，进一步保障公司盈利水平。2025 年公司铁矿油气基本盘稳健，加速新能源布局。公司 2025 年重点推进 3 项工作：1）石碌铁矿深度地采，力争实现成品矿产量 240 万吨。2）八角场气田增产 30%，稳定阿曼油田 3&4 区块产量，推进 56 区块开发，力争实现油气净权益产量 764 万桶当量（yoy+25%）。3）布谷尼锂矿一期投产，氢氧化锂项目 4 月投产，力争实现氢氧化锂销量 0.9 万吨。盈利预测与投资评级：我们预计公司长期受益于油气产量增长以及新能源布局公司业绩有望持续提升，但 2025 年公司阿曼油气项目仍需一定前期投入，叠加年初铁矿原油价格较为低迷，业绩或有一定影响，我们调整公司 2025-2026 年归母净利为 7.7/10.2 亿元（前值为 8.6/9.4 亿元），新增 2027 年归母净利为 14.2 亿元，对应 PE 分别为 19/14/10 倍，基于公司战略资源丰富，维持“增持”评级。风险提示：商品价格不及预期。新项

目投产节奏不及预期。

(证券分析师: 孟祥文 证券分析师: 米宇)

快手-W (01024.HK): 2024Q4 业绩点评: 业绩符合预期, AI 打开新成长曲线

投资要点 公司业绩符合预期: 24Q4 公司收入为 353.84 亿元, yoy+8.7%。经调整净利润为 47.01 亿元, yoy+7.8%。经调整净利润率为 13.3%, yoy+0.1pct。公司收入利润均符合彭博一致预期。 视频生成模型可灵 AI 技术领先, AI 相关商业化进展亮眼。公司积极推进 AI 布局, 并在视频生成模型领域保持国内领先地位。Q4 公司视频生成大模型可灵推出 1.6 版本, 对运动、时序类动作、运镜等文字描述响应更好, 在风格保持、画面色彩、光影效果和细节表现等画面质量方面显着提升, 用户量实现迅速增长。商业化变现也稳步加速, 自开始货币化至 2025 年 2 月累计收入超过人民币 1 亿元。在 AI 对主业赋能方面, Q4 公司继续深化 AI 大模型在内容生态和商业生态的应用, 为用户推荐更精准的内容, 有效提升用户时长和活跃度; 来自营销客户 AIGC 营销素材日均消耗超过人民币 3000 万元 (Q2 为 2000 万元)。我们期待 2025 年可灵 AI 用户/流水进一步攀升, AIGC 对快手主业的赋能进一步深化。 用户基本盘稳健。Q4 公司 DAU 和 MAU 分别达 4.01 亿及 7.36 亿, 分别同比增长 4.8%和 5.0%。DAU/MAU 比例 54.5%, 环比保持稳定; DAU 日均使用时长达 125.6 分钟, 同比提升 1%。用户总使用时长同比增长 5.8%。公司用户基本盘保持稳健, 为生态变现提供稳定基石。 外循环广告表现仍亮眼, 电商 GMV 及相关收入增长稳健。Q4 公司线上营销服务收入同比增长 13.3%到 206 亿元, 其中外循环成为广告收入增长主要驱动力, 特别是在内容消费行业 (如短剧、小游戏和小说等), Q4 商业化短剧营销消耗同比增长超过 300%; 内循环广告收入增长稳健, 商家使用全站推广产品及智能托管产品进行营销推广的总消耗占内循环总消耗比例达约 55%, 中小商家 Q4 营销消耗同比提升超 30%。包括电商收入在内的其他收入同比增长 14.1%达 49 亿元, 电商 GMV 同比增长 14.4%达 4621 亿元, 其中短视频和泛货架继续拉动大盘增长, 短视频电商 GMV 同比增长超 50%, 泛货架占总 GMV 比例提升到 30%。 **盈利预测与投资评级:** 公司业绩符合我们预期, 但考虑到 AI 投入增加对短期利润端的影响, 我们将公司 2025-2026 年经调整净利润从 220/262 亿元调整至 200/245 亿元, 新增 2027 年利润预测 296 亿元, 对应 PE 为 11/9/8x, 维持“买入”评级。 **风险提示:** 市场竞争风险, 消费不及预期, 商业化不及预期

(证券分析师: 张良卫 证券分析师: 周良玖

证券分析师: 郭若娜)

中国人保 (601319): 2024 年年报点评: 每股分红稳健提升, 人身险 NBV/EV 高增长

投资要点 【事件】中国人保发布 2024 年业绩: 1) 归母净利润 429 亿元, 同比+88.2%, Q4 单季 65 亿元, 同比+188%。2) 归母净资产 2687 亿元, 较年初+10.9%, 较 Q3 末+0.4%。3) 全年每股股息 0.18 元, 同比+15.4%, 分红率为 18.6%。AH 股最新股息率分别为 2.6%、4.6%。产险: 车险业务结构优化, 大灾等因素推高综合成本率。1) 产险总保费收入同比+4.3%, 市占率同比-0.7pct 至 31.8%。①车险保费同比+4.1%, 大力拓展家自车新车市场份额, 占有率达 38.8%。②非车险保费同比+4.6%, 其中农险同比-5.7%, 而意健险同比+9.7%。2) 综合成本率 98.5%, 同比+0.9pct; 承保利润 71 亿元, 同比-36%。车险/责任险综合成本率分别同比-0.1/-1.8pct, 而农险/意健险/企财险则分别同比

+3.3/+1.8/+9.6pct。3) 赔付率同比+2.3pct 升至 72.7%，其中大灾净损失超过过去 5 年平均水平 51%，为近年最高。①由于大灾多发影响，车险/农险/企财险赔付率分别同比+2.2/+3.3/+9.6pct，其中车险还受新能源车普及和人伤赔偿标准上升等影响。②因医疗费用上涨和赔付标准提高，意健险赔付率同比+2.8pct。4) 费用率同比-1.4pct 降至 25.8%，主要受公司降本增效、推行报行合一带动。车险/意健险/责任险费用率分别同比-2.3/-1.0/-2.2pct，农险/企财险则同比持平。5) 近三年公司平均综合成本率仅为 97.6%，我们看好公司未来仍将保持领先行业的承保盈利能力。 人身险：可比口径下 NBV/EV 超高增长。1) 寿险：①长险首年期交保费同比+1.6%，其中个险、银保首年期交分别+3.3%、+0.6%。②个险人力规模同比-7%降至 8.3 万人，月均有效人力同比+9%，月人均新单期交保费同比+13%。2) 健康险：①长险首年期交保费+50%，其中个险、银保首年期交分别同比+115%、-0.6%。3) 2024 年长期投资回报假设和风险贴现率分别由 4.5%和 9%下调至 4%和 8%。①可比口径下，人保寿险/人保健康 NBV 分别同比+114%、+144%，EV 分别同比+48%、+42%，NBV margin 分别同比提升 10pct、11pct。②假设调整导致人保寿险/人保健康 EV 绝对值减少 20%、6%，NBV 绝对值减少 36%、5%。 投资：增配债券、股票，减配基金；总投资收益率大幅提升。1) 投资资产同比+14.6%至 1.6 万亿元，现金/固收类/权益类资产占比分别为 2.7%/67.9%/18.2%，同比+0.7/+3.4/-3.3pct，其中债券/股票/基金占比分别同比+5.2/+0.5/-2.9pct，债券中主要增配国债及政府债，占比提升 9.9pct。2) 总投资收益同比增长 86%至 822 亿元，主要是由于权益投资公允价值大幅提升。总投资收益率 5.6%，同比+2.3pct；净投资收益率 3.9%，同比-0.6pct。 盈利预测与投资评级：我们看好公司作为财险行业龙头具有的品牌效应和费用管控优势，在精细化管理下有望持续优化业务结构、推动降本增效。结合公司 2024 年经营情况，我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 461/511/574 亿元，当前市值对应 2025E PB 1.1x。首次覆盖，给予“买入”评级。 风险提示：1) 行业保费增速低于预期；2) 自然灾害等不确定因素。

(证券分析师：孙婷 证券分析师：曹锐)

富士达 (835640)：2024 年年报点评：军品订单疲软至业绩下滑，加速布局高附加值领域

事件：公司发布 2024 年年报，2024 年实现营收为 7.63 亿元，同比下滑 6.42%，实现归母净利润 0.51 亿元，同比下滑 65.02%。 投资要点 防务业务承压，研发投入加大拖累业绩，2024 年营收下滑 6.42%。受防务领域订货不足和防务类产品批量降价和研发费用增加的影响，2024 年度公司营收 7.63 亿元，同比下滑 6.42%；毛利率为 32.70%，较调整后 2023 年度毛利率下滑 46.29%。由于计提准备金额增加及政府补助减少，归母净利润 0.51 亿元，同比下滑 65.02%；扣非净利润 0.49 亿元，同比下滑 62.94%。 新兴需求驱动技术迭代，射频连接器赛道扩容。Bishop & Associates 数据显示，全球连接器市场规模 2024 年达 851 亿美元；根据中商产业研究院报告数据，中国连接器市场规模 2024 年增至 1851 亿元。伴随通信部署、卫星互联网与商业航天加速发展，以及低空经济、算力提升、HTCC/LTCC 等新兴技术应用拓展，催生更多射频连接器应用场景，对更高性能和更小型化射频连接器需求也显著提升。国家加大对新型基础设施建设支持力度，一定程度缓解全球经济波动和国内劳动力成本上升与芯片供应瓶颈。同时国产射频连接器市场竞争加剧，呈现过度竞争态势，头部厂商通过高端产品研发以及全球化市场布局找寻新增长点。 加速高附加值领域布

局，构筑射频技术全链生态体系。公司在射频连接器及射频电缆组件具备产品优势，并重点布局特种电缆、复合集成产品等高附加值新领域，加速培育新增长点，从单一产品供应到系统配套方案过渡，致力于市场占有率与经营规模的双提升。报告期内，由公司主导修订的(IEC61196-1-113:2024)正式发布，荣获 2024 上海证券报金质量奖-小巨人奖，截至报告期末，公司被认定为国家级高新技术企业，共发布 14 项 IEC 国际标准、10 项国家标准、19 项国家军用标准及 3 项行业标准，公司及其控股子公司拥有有效专利 179 项，包括发明专利 23 项、实用新型专利 155 项和外观设计专利 1 项。报告期内，公司新增包括 HTCC 生产全线工艺拉通及电缆组件相关等 15 个研发项目，近半数已进入生产阶段。 盈利预测与投资评级：考虑到公司防务类产品订单不稳定，我们下调公司盈利预测，预计 2025-2026 年归母净利润预测至 0.89(-0.54)/1.03(-0.62)亿元，新增 2027 年预测为 1.25 亿元，对应 PE 分别 58.65/50.61/41.82 倍，维持“增持”评级。 风险提示：1) 新技术更新风险；2) 核心技术人员流失风险；3) 大股东不当控制风险。

(证券分析师：朱洁羽 证券分析师：易申申)

证券分析师：余慧勇 研究助理：武阿兰 研究助理：薛路熹)

中直股份(600038)：2024 年报点评：有望落地更多订单，成长轨道重启在即

事件：公司发布 2024 年报，2024 年实现营业收入 297.66 亿元，同比+11.93%；归母净利润 5.56 亿元，同比-7.98%。 投资要点 财务状况稳健，但仍需关注利润率的优化：2024 年，中直股份实现营业收入 297.66 亿元，同比增长 11.93%；归属于母公司所有者的净利润为 5.56 亿元，同比下降 7.98%。基本每股收益为 0.72 元，同比下降 12.39%；加权平均净资产收益率为 4.14%，较 2023 年下降 0.97 个百分点。尽管营业收入保持增长，但净利润和每股收益的下降表明公司在盈利能力上面临一定压力。变化的主要原因包括：一是 2024 年低空经济政策红利释放，推动直升机及通用航空市场需求增长，带动营业收入提升；二是研发费用和运营成本增加，叠加市场竞争加剧，导致利润空间受到压缩。此外，经营活动产生的现金流量净额为 25.68 亿元，较 2023 年大幅改善，表明公司在现金流管理方面取得积极进展。 持续推动产品积累和技术创新，丰富公司产品线：2024 年，中直股份在直升机整机及零部件制造领域持续巩固技术优势，研发制造多型不同吨位的直升机产品，覆盖军用、民用及应急救援等多个应用场景。公司重点推进无人机和 eVTOL（电动垂直起降飞行器）等新兴航空器的研发，推动低空经济应用场景从传统通用航空领域向物流配送、城市空中交通等新兴领域拓展。此外，公司在运 12 和运 12F 系列通用飞机的研发中取得技术突破，进一步提升产品性能和市场竞争力。通过技术创新和产品谱系化布局，中直股份在低空经济和通用航空领域的核心竞争力显著增强，为未来市场拓展奠定坚实基础。 加大市场开拓力度，并积极推进高质量发展：首先，公司完成了重大资产重组项目，成功募集配套资金约 30 亿元，进一步夯实了公司战略定位，增强了综合实力。其次，公司消除了交叉持股情形，全资子公司哈飞集团将其持有的公司全部股份转让给中航科工，优化了公司股权结构。此外，公司在报告期内还积极开拓直升机市场，与多家客户签订了销售合同和意向合同，进一步提升了市场占有率和品牌影响力。最后，中直股份完成股权激励计划，向核心管理团队和技术骨干授予限制性股票，旨在提升公司治理水平和员工积极性。 盈利预测与投资评级：公司业绩略微承压，考虑到下游需求调整，出于谨慎原则，我们下调先前的盈

利预测，预计公司 2025-2026 年归母净利润为 7.26/8.15 亿元，前值 8.80/10.76 亿元，新增 2027 年预期 9.90 亿元，对应 PE 分别为 41/36/30 倍，但考虑到公司在我国军用直升机行业的优势卡位，因此维持“买入”评级。风险提示：1) 产品质量与安全生产风险；2) 原材料短缺及价格波动风险；3) 订单及产品结构性调整风险。

(证券分析师：苏立赞 证券分析师：许牧 研究助理：高正泰)

中航光电 (002179): 2024 年报点评: 整体稳健增长, 产能持续爬升
 事件: 公司发布 2024 年报, 2024 年实现营业收入 206.86 亿元, 同比去年+3.04%; 归母净利润 33.54 亿元, 同比+0.45%。投资要点 业绩稳健增长, 竞争力持续提升: 公司 2024 年全年实现营业收入 206.86 亿元, 同比增长 3.04%, 利润总额达到 37.64 亿元, 归属于上市公司股东的净利润为 33.54 亿元, 同比增长 0.45%。业绩增长的主要原因在于公司持续深耕防务、航空航天、通信网络、新能源汽车等高端制造领域, 市场需求保持稳定增长。尤其是在新能源汽车和通信网络领域, 公司凭借技术优势和产品创新, 进一步巩固了市场地位。此外, 公司通过优化成本结构和提升运营效率, 部分抵消了原材料价格上涨和市场竞争加剧带来的压力。财务状况方面, 公司总资产达到 412.47 亿元, 归属于上市公司股东的净资产为 235.98 亿元, 资产负债率保持合理水平, 显示出公司良好的财务健康状况和较强的抗风险能力。持续推进原创技术研发, 在高速率、小型化数据通讯等领域取得技术引领地位: 2024 年, 中航光电在产品积累和技术突破方面取得了显著进展。公司自主研发了 500 多个系列、35 万多个品种的连接产品, 涵盖光、电、流体连接器、光电子器件、线缆组件及集成化设备等领域。这些产品广泛应用于防务、商业航空航天、通信网络、数据中心、新能源汽车等高端制造领域。在技术突破方面, 公司重点推进了光、电、流体连接技术的融合创新, 尤其是在新能源汽车领域的高压连接器和通信网络领域的高速连接器方面取得了重要进展。坚持创新驱动发展战略, 提升自主创新能力: 首先, 公司成功实施了多项募集资金投资项目, 包括中航光电(广东)有限公司华南产业基地项目、中航光电基础器件产业园项目(一期)等, 进一步扩大了产能并提升了市场竞争力。其次, 公司进行了股权激励计划, 有效激发了员工的积极性和创造力。此外, 公司还积极应对外部环境变化, 通过优化供应链管理、加强成本控制等措施, 有效应对了全球经济复苏乏力和部分领域周期性波动带来的挑战。盈利预测与投资评级: 公司业绩符合市场预期, 考虑到公司在业务上的持续调整, 我们下调先前的预测, 预计公司 2025-2026 年归母净利润预测分别为 37.04/42.62 亿元, 前值 45.68/52.63 亿元, 新增 2027 年预测 46.37 亿元, 对应 PE 分别 24/21/19 倍。但考虑到公司在我国军工光电领域的领先卡位, 因此维持“买入”评级。风险提示: 1) 市场风险; 2) 营运资金周转风险; 3) 利润下降风险; 4) 产品研发风险。

(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>