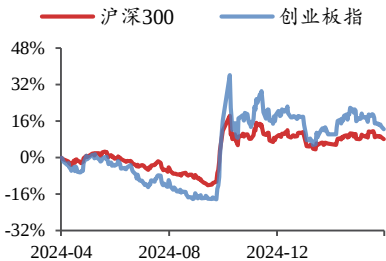


2025 年 04 月 01 日

开源晨会 0401

——晨会纪要

沪深 300 及创业板指数近 1 年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
通信	0.58
家用电器	0.366
银行	0.351
公用事业	0.151
计算机	-0.256

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
电力设备	-1.937
国防军工	-1.807
房地产	-1.796
建筑装饰	-1.646
传媒	-1.614

数据来源：聚源

吴梦迪（分析师）

wumengdi@kysec.cn

证书编号：S0790521070001

观点精粹

总量视角

【宏观经济】必要时推出新的增量政策——宏观经济专题-20250331

【策略】自由现金流指数：更重视质量的红利优化方向——投资策略专题-20250330

行业公司

【非银金融】第三家互联网券商呼之欲出，重视行业 beta 弹性——行业点评报告-20250331

【传媒】吉卜力风格 AI 动漫再验多模态 AI 进化，继续布局 AI——行业点评报告-20250331

【机械】人形机器人战略制高点，国产操作系统迎来“逆袭”时刻——行业周报-20250330

【社服】布鲁可 BFC 生态驱动品牌建设，关注中国功效护肤和高端彩妆龙头——行业周报-20250330

【农林牧渔】鸡价上涨及饲料降价或提振公司业绩，关注海外禽流感催化板块机会——行业周报-20250330

【化工：华鲁恒升(600426.SH)】双基地稳定运行，周期底部公司业绩超预期——公司信息更新报告-20250331

【煤炭开采：坚朗五金(002791.SZ)】营收利润承压，海外收入占比持续提升——公司信息更新报告-20250331

【非银金融：东方证券(600958.SH)】买方投顾深化，自营投资收益率改善——公司信息更新报告-20250331

【医药：恩华药业(002262.SZ)】业绩增长点多样，创新研发稳步推进——公司信息更新报告-20250331

【纺织服装：李宁(02331.HK)】2024 年跑步驱动增长，巩固基础，蓄力长期——港股公司信息更新报告-20250331

【家电：海信家电(000921.SZ)】2024Q4 盈利能力保持稳健提升，海外增长亮眼——公司信息更新报告-20250331

【家电：苏泊尔(002032.SZ)】2024Q4 业绩经营稳健，稳定高分红标的——公司信息更新报告-20250331

【地产建筑：张江高科(600895.SH)】归母净利润同比增长，“投资+培育”持续壮大——公司信息更新报告-20250331

【化工：盐湖股份(000792.SZ)】2024Q4 业绩超预期，2025Q1 业绩同比预增，4 万吨锂盐产能将有序释放——公司信息更新报告-20250331

【电力设备与新能源：中升控股(00881.HK)】新车利润阶段性承压，售后业务稳定贡献利润——港股公司信息更新报告-20250331

研报摘要

总量研究

【宏观经济】必要时推出新的增量政策——宏观经济专题-20250331

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 沈美辰（分析师）证书编号：S0790524110002

国内宏观政策：必要时推出新的增量政策

过去两周（3月14日-3月30日）国内宏观主要聚焦以下几个方面：

经济增长方面，高层表态集中在2025年宏观政策力度、落实“两个毫不动摇”、区域发展战略等。李强总理表示，将实施更加积极有为的宏观政策，进一步加大逆周期调节力度，必要时推出新的增量政策；习近平总书记在《求是》杂志发表文章《坚持和落实“两个毫不动摇”》，指出公有制经济、非公有制经济应该相辅相成、相得益彰。

基建与产业方面，政策聚焦新能源城市公交车及动力电池更新补贴细则、促进中医药产业高质量发展意见、推进科技服务业高质量发展的实施意见等文件出台，以及轻工业数字化转型实施方案等。

货币方面，关注央行货币政策委员会一季度例会、央行调整MLF招标方式等。

央行货币政策委员会第一季度例会表示，建议加大货币政策调控强度，提高货币政策调控前瞻性、针对性、有效性，择机降准降息。明确将推动社会综合融资成本“下降”而非上季度的“稳中有降”。我们认为，货币政策适度宽松取向不改，但节奏受多重目标影响，二季度或打开降息窗口。资本市场方面，会议提出“用好证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持再贷款，探索常态化的制度安排，维护资本市场稳定”，“从宏观审慎的角度观察、评估债市运行情况，关注长期收益率的变化”，突出维护资本市场的稳定性，关注股市和债市长期收益率。此外，央行宣布MLF将采用“固定数量、利率招标、多重价位中标方式”开展操作，淡化MLF政策属性，提高市场化定价水平。

地产方面，近两周地产政策聚焦地方公积金相关政策、设立购房订金保护期、加大商品房促销力度等。深圳公积金政策迎来调整，调整公积金贷款最高（基础）额度，个人申请最高额度从50万元提高至60万元，家庭申请最高额度从90万元提高至110万元。

消费政策方面，《提振消费专项行动方案》落地，涵盖健全工资调整机制、拓宽财产性收入渠道、促进农民增收，推动大宗消费更新，增加育儿补贴、教育医疗保障、养老托育支持等；商务部推动健康消费、新型消费发展。

金融监管方面，监管部门出台商业银行代理销售业务管理办法、证券发行与承销管理办法、银行业保险业养老金融高质量发展实施方案等多个行业监管细则。

贸易方面，政策聚焦我国高层领导人会见欧洲、美国政商界人士并对重点议题进行交流；习近平总书记会见国际工商界代表表示，中国对外开放的大门只会越开越大，利用外资的政策没有变也不会变。

海外宏观政策：德国突破债务限制

海外政策关注美联储利率决议、关税政策最新进展、德国财政政策改革等。

美联储3月维持利率不变，点阵图暗示2025年仍有两次降息，累计降息50个基点。美联储主席鲍威尔表示，美联储无需急于调整货币政策的立场，称已做好充分准备，耐心等待更清晰的市场信息。

关税政策方面，美国总统特朗普表示将对购买委内瑞拉石油和天然气的国家征收25%的关税，相关关税将于4月2日生效。

德国通过万亿财政方案。其具体包括，放宽债务限制，以支持国防、安全及乌克兰援助；通过举债设立一项 5000 亿欧元特别基金，用于未来 12 年的基础设施建设及气候中和转型；允许各联邦州新增债务等。

风险提示：国内外货币政策持续分化，国内政策执行力度不及预期。

【策略】自由现金流指数：更重视质量的红利优化方向——投资策略专题-20250330

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002

国证自由现金流指数：更重视质量的红利优化方向

我们在 2024.11.10 发布的年度策略展望和 2025.2.12 发布的年度策略展望当中明确提出判断：2025 年的核心主线是科技成长和消费，而高股息则主要是阶段性占优，且全年有绝对收益，但相对收益视角不一定占优。

为弥补传统高股息的不足，我们通过“股息+质量+成长”因子叠加，从“意愿维度”和“能力维度”两个角度优化传统高股息。我们构建的三大高股息组合不仅获得了突出的绝对收益效果，还在相对收益上也有非常明显的优势。

基于我们对于高股息的持续研究，我们发现市场上存在 1 个十分有价值的指数：国证自由现金流指数，我们认为这个指数可以看做更重视质量的红利指数。自由现金流指数较好地融合了质量与股息优势：（1）选股逻辑聚焦真实盈利能力；（2）行业分散降低波动；（3）历史表现验证策略有效性。

国证自由现金流全收益指数编制方法解析

自由现金流指数的编制方法通过现金流质量筛选、动态调仓机制及行业和权重约束，使得指数更容易聚焦于高质量、高现金回报的标的，为投资者提供了一条可跟踪的“质量红利”投资路径。

由于自由现金流本身就是企业分红的来源，因此虽然指数的编制上并未涉及股息条件的筛选，但最终指数成分股却具备稳定的分红能力。

因子视角：自由现金流指数跑赢万得全 A、偏股混合基金和中证红利的原因

2013 年以来，自由现金流指数跑赢万得全 A 和偏股混合基金的胜率达到 61.5%，跑赢中证红利全收益的胜率更是达到 84.6%；年化收益率来看，自由现金流全收益指数达到 17.9%，显著高于中证红利全收益的 11.3%、偏股混合基金的 8.8%、

万得全 A 的 7.4%。

成长因子视角：自由现金流指数跑输万得全 A 和偏股混合基金的年份均是成长因子较为极致的年份。但纵观 A 股历史，成长因子较为极致的年份占比不高，且成长因子极致演绎的年份市场往往是牛市背景，即便跑输也容易有正收益，长周期来看自由现金流指数显著更高的年化收益率和胜率下持仓感受也相对更好。

行业分布和市值因子视角：自由现金流指数相对中证红利指数的行业和市值分布更分散，因此超额收益更显著。

进一步强化：通过成长因子对自由现金流指数的优化

前文我们分析到，在绝大多数年份自由现金流指数均能相对万得全 A、偏股混合基金、中证红利全收益获得超额收益，但其跑输的年份均是成长因子较为极致的年份。因此我们接下来将成长因子加入自由现金流指数的成分股当中进行进一步精选，试图获得更强的收益。从最终效果来看，加入成长因子后的两大优化组合相对原基准自由现金流指数有非常明显的效果，使得自由现金流指数实现了“强中更强”的效果。

风险提示：政策超预期变动；全球流动性及地缘政治风险；定价模型失效。

行业公司

【非银金融】第三家互联网券商呼之欲出，重视行业 beta 弹性——行业点评报告-20250331

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 卢崑（分析师）证书编号：S0790524040002

事件：3月28日晚，湘财股份与大智慧发布《湘财股份有限公司换股吸收合并上海大智慧股份有限公司并募集配套资金暨关联交易预案》，两家公司将于2025年3月31日开市起复牌。

换股比例 1:1.27，大智慧换股时溢价 6%，配套募资不超过 80 亿

(1) 换股吸收合并：湘财股份拟以 1:1.27 的换股比例吸收合并大智慧，即每 1 股大智慧股票换取 1.27 股湘财股份新增发行的股票。大智慧终止上市并注销法人资格，湘财股份作为存续公司承继其全部资产及业务。换股实施后总股本达 51.5 亿股，新湖股份及其一致行动人仍为第一大股东，持股由 40.4% 下降至 22.4%。(2) 定价依据：换股价格以定价基准日（首次董事会公告日）前 120 个交易日股票均价确定，湘财股份换股价为 7.51 元/股，大智慧换股价为 9.53 元/股（停牌前湘财股份股价 6.89 元，大智慧股价 9.01 元，大智慧换股时溢价约 6%）。(3) 配套募资：拟向不超过 35 名特定投资者募资不超过 80 亿元，用于业务整合、金融科技研发及补充流动资金。募资规模占交易金额的 100%，发行价不低于定价基准日前 20 日均价的 80%。(4) 以 2024Q1-3 财务数据计算，合并后公司总资产 426 亿元，净资产 133 亿元，营业收入 21 亿元，净利润-0.6 亿元。

券商牌照+流量优势整合，金融科技赋能券商财富管理

(1) 湘财股份全资子公司湘财证券是拥有数智化基因的中小券商，2024Q3 末净资产 119 亿元。公司以“金融科技赋能财富管理”理念作为核心思路打造自身差异化核心优势，其持续与金融科技行业龙头开展深度合作，将自身牌照、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。截至 2024 年 6 月末，湘财证券共有 67 家证券营业部、4 家业务分公司、4 家区域分公司、2 家全资子公司，证券营业部分布于全国各主要大中城市。截至 2025.3.30，湘财证券投顾人数 453 人。(2) 大智慧是国内领先的互联网金融信息服务提供商，打造了集资讯、服务、交易为一体的一站式、智能化互联网金融信息服务系统，广泛服务于 B 端与 C 端客户。据易观千帆，2025 年 1 月大智慧 APP 月活 1153 万人，位于证券服务第三方第 3，拥有丰富 C 端流量。

第三家互联网券商呼之欲出，看好互联网券商赛道弹性

本次合并是拥有数智化基金的中小券商与头部金融信息服务提供商结合，行业有望迎来第三家互联网券商。互联网券商赛道高 beta 弹性特性突出，充分受益于本轮个人投资者活跃的市场行情，推荐东方财富、指南针，受益标的湘财股份、九方智投控股、同花顺。

风险提示：并购事项进展不及预期；行业政策落地不及预期。

【传媒】吉卜力风格 AI 动漫再验多模态 AI 进化，继续布局 AI——行业点评报告-20250331

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004 | 田鹏（分析师）证书编号：S0790523090001 | 肖江洁（联系人）证书编号：S0790124070035

吉卜力风格 AI 动漫、AI 教育等领域继续突破，坚定布局 AI 产业方向

3月28日，OpenAI 更新 GPT-4o 模型，推出原生图像功能，用户只需要简单说一句“把我们变成吉卜力工作室角色”，即可将照片、真人影视画面等一键生成与吉卜力工作室创作的《千与千寻》《龙猫》等经典动画电影风格类似的动漫画面，功能一经推出，吉卜力风格 AI 动漫在海外社媒便火热出圈，GPT-4o 也在 LMSYS 排行榜上上升至第二；此次图像生成领域多模态 AI 的突破，或进一步推动 AI 创作平权，助力创作者在版权合规前提下将更多的优质创意转化成内容产品。另外，出版、教育等领域 AI 应用商业化亦持续推进，腾讯旗下 AI 智能工作台 ima 于 3 月 27 日正式推出知识号，创作者在账号创建成功后可在 ima 知识广场发布知识库，并基于知识号数据分析工

具直观看到知识库的数量、人数、单个知识库访问次数、问答次数等数据及趋势，便于优化知识库内容和问答设置；果麦文化旗下 AI 校对王核心团队近期与中南传媒、新华文轩等出版集团针对人工智能校对合作达成多项重要共识；盛通教育旗下中鸣机器人于 3 月 30 日上线人工智能教育平台，将通过游戏化 AI 学习系统助力青少年掌握 AI 基础原理、完成 AI 作品创作。我们认为，大模型多模态、推理能力的持续提升并开源，叠加 Agent、端侧 AI 不断落地，将继续驱动垂直领域 AI 应用商业化加快，并拉动推理算力需求，建议坚定布局 AI 产业方向。1、大模型/Agent：重点推荐腾讯控股、快手-W，受益标的包括阿里巴巴-W、昆仑万维；2、AI 动漫/影视：重点推荐上海电影、芒果超媒，受益标的包括中文在线、光线传媒、华策影视；3、AI 虚拟陪伴：重点推荐盛天网络、奥飞娱乐、网易云音乐，受益标的包括汤姆猫、实丰文化；4、AI 教育/校对：受益标的包括果麦文化、盛通股份、世纪天鸿、南方传媒；5、AI 游戏：重点推荐心动公司、恺英网络、网易-S，受益标的包括巨人网络；6、AI 电商/广告：重点推荐值得买、引力传媒，受益标的包括蓝色光标；7、算力+云：重点推荐顺网科技，受益标的包括浙文互联、浙数文化。

首发经济再迎政策助力，人形机器人等科技在文旅演艺场景应用或持续落地

国务院办公厅转发的商务部《关于支持国际消费中心城市培育建设的若干措施》中提到“积极推进首发经济；支持举办更多高水平国际体育赛事、演出演艺活动；进一步优化营业性演出、体育比赛等活动审批和安全许可流程”等。3 月 23 日，大丰实业与智元机器人签署战略合作协议，双方将围绕人形机器人在文娱旅体商场景的创新应用展开深度合作，以“技术+场景+IP”融合模式推动相关产业智能化升级，并成立合资公司。风语筑近期也与松延动力签订战略合作协议，聚焦人工智能、具身智能与数字场景深度融合，旨在通过技术协同与资源互补，为文旅、数字展示等领域提供创新解决方案，推动智能化体验全面升级。我们建议继续关注首发经济与高科技的结合，以及人形机器人在文旅、演艺场景应用落地进展，重点推荐锋尚文化，受益标的包括风语筑、大丰实业等。

风险提示：AI 应用商业化、人形机器人在文旅演艺场景落地进展低于预期等。

【机械】人形机器人战略制高点，国产操作系统迎来“逆袭”时刻——行业周报-20250330

孟鹏飞（分析师）证书编号：S0790522060001

操作系统是机器人运行的“底座”，负责统一调度管理 AI 大模型、运控等软硬件

人形机器人是具身智能最佳载体，拥有智慧的“大脑”、敏捷的“小脑”和灵活的“肢体”。“大脑”为智能决策中枢，集成高性能计算平台与 AI 大模型；“小脑”为运动控制中枢，集成控制器、驱动器、传感器等硬件与算法；“肢体”为本体架构，由关节、灵巧手等各种硬件组成。整个系统需要统一控制架构来管理优化，操作系统就是这一核心角色。机器人操作系统不仅全方位支持 AI 大模型、运控算法等软件运行，也负责管理各类底层硬件资源，是机器人运行的“底座”。

操作系统是机器人发展战略制高点，国产操作系统有望在人形机器人时代“逆袭”

海外不断加大机器人操作系统投入，其中最知名为斯坦福大学实验室研发的 ROS 系统。ROS 系统为类操作系统，主要为机器人开发提供系列工具、组件，通常适配底层实时操作系统或 Linux 运行，为现阶段主流方案。国内虽长期面临操作系统被海外“卡脖子”难题，但发展正循序渐进，有望在机器人领域率先打破垄断。PC 时代，国内操作系统长期被 Windows 和 MacOS 垄断；机床数控系统领域，发那科、西门子长期占据全球和国内 60% 以上份额；智能手机时代，国产厂商主要进行操作系统二次开发。以上均是海外率先开发并推广形成生态后，国内再实施替代，因而发展困难，而在新兴产业早期介入，或更易成功。以新能源车为例，国内华为、斑马智行、中兴通讯等企业微内核产品历经发展，均通过 ASIL-D 认证，可与海外 QNX 进行 PK，在产业内已占据一席之地。我们认为，对比新能源汽车操作系统，机器人操作系统目前行业都未有成熟方案，中美在机器人产业齐头并进，我国企业现阶段介入，更有望抢占先机，率先实现“逆袭”。

兼具高实时、强兼容、自主可控的机器人操作系统有望脱颖而出

回顾 PC 和智能手机发展历程，合适的操作系统对于行业繁荣至关重要，2025-2026 年国内外人形机器人已进

入量产阶段，发展合适的机器人操作系统，已成行业发展的重中之重。我们看好兼具高实时、强兼容、高安全的国产机器人操作系统的发展，有望率先建立生态，主要是东土科技鸿道系统与华为鸿蒙系统。（1）东土科技自研鸿道（Intewell）工业操作系统，采用业界领先微内核架构，内核及关键代码自主率 100%。系统调度精度达到 us 级别，可满足机器人高实时性控制要求。同时与全球 300+软硬件全面兼容，包括各类终端硬件、ROS 等非实时生态软件，可全面满足机器人开发需要。鸿道系统也是国内唯一通过汽车、工业、医疗、轨交四项功能安全最高等级认证的系统，已在工业领域实施广泛部署，安全性高。公司计划 2025H1 发布面向具身智能的 AI 机器人操作系统，通过“大小脑融合”方案，可将机器人电子架构成本降低 50%，功耗降低 60%，并推动国产机器人从单体智能向群体智能跃迁。（2）基于开源鸿蒙的 KaihongOS 操作系统已用于乐聚机器人，该操作系统围绕系统内核框架进行研发优化，可满足机器人开发实时性、跨业务协同、可靠性等要求。

投资建议：

操作系统已成机器人发展战略制高点，国产操作系统有望在人形机器人时代“逆袭”，持续看好国产机器人操作系统的发展，受益标的：东土科技、赛摩智能。

风险提示：人形机器人产业发展不及预期、国产机器人 OS 发展进度不及预期。

【社服】布鲁可 BFC 生态驱动品牌建设，关注中国功效护肤和高端彩妆龙头——行业周报-20250330

初敏（分析师）证书编号：S0790522080008 | 李睿娴（分析师）证书编号：S0790525020004 | 程婧雅（联系人）证书编号：S0790123070033

旅游/潮玩：首张低空 OC 证获颁，布鲁可 BFC 生态驱动品牌建设

低空旅游：3 月 28 日亿航智能获批全球首张民用无人驾驶载人航空器（eVTOL）运营合格证，有望成为国内低空经济从试点迈向商业化运营阶段里程碑。在落地场景上，旅游观光或是率先实现商业化落地场景，此前亿航智能已与西域旅游、祥源文旅合作探索空中旅游新业态。清明假期：民航出行预订同比增势良好，短途游主导市场，赏花、登山等踏春项目受青睐。潮玩：布鲁可召开全球合作伙伴大会，升级“产品生态”战略，BFC 用户生态趋向繁荣，进一步输出品牌价值。

茶饮/社交：“东方茶文化”输出全球，赤子城科技专注中东业绩高增

蜜雪冰城：供应链规模+自产驱动利润率提升，全球化与品牌 IP 化并进。2024 年，蜜雪集团全年实现营业收入 248.3 亿元，同比增长 22.3%；实现净利润 44.5 亿元，同比增长 39.8%。霸王茶姬：2022-2024 年，霸王茶姬营收从 4.9 亿元跃升至 124.1 亿元，年复合增长率达 402%；净利润从亏损 0.9 亿元逆转为盈利 25.1 亿元，净利率 20.3%。截至 2024 年底门店数量为 6440 家，同比增长 83.4%。赤子城科技：社交产品矩阵+AI 技术引擎”双轮驱动，积极把握中东市场稀缺红利赛道，公司全年收入达 50.9 亿元，经调整 EBITDA 达 9.6 亿元，均实现大幅提升。

美丽：毛戈平各项经营指标稳步向上，巨子生物双品牌稳步推进

毛戈平：2024 年实现收入 38.85 亿元/yoy+34.6%，经调整净利润 9.24 亿元/yoy+39.1%。2024H2 护肤业务增速放缓系公司发现彩妆机会（国风美学），将线上重心放于彩妆，夯实彩妆品牌心智。据久谦数据，2025 年 1-2 月三平台鱼子酱面膜和黑霜 GMV1.3/0.5 亿元，yoy+133%/+33%，预计护肤 25 年将重回高增态势。2024 年专柜数量新增 25 个，其中一线/新一线/二线/三线及以下分别新增 12/4/5/4 个。2024 年新入驻武汉 SKP/成都 SKP/杭州大厦等百货商场，2025 年新入驻北京 SKP 商场，会继续专注进高端商场。整体复购率 30.9%，yoy+4.1pct。巨子生物：2024 年营收 55.4 亿元，yoy+57.2%；经调净利润 21.5 亿/yoy+46.5%。双品牌表现均优异，渠道端入驻更多线下渠道，增单品&扩品类&拓渠道稳步推进。

本周 A 股社服板块跑输大盘，港股消费者服务板块跑输大盘

本周（3.24-3.28）社会服务指数-1.96%，跑输沪深 300 指数 1.97pct，在 31 个一级行业中排名第 20，旅游、检测类领涨；本周（3.24-3.28）港股消费者服务指数-2.90%，跑输恒生指数 1.79pct，在 30 个一级行业中排名第 25，

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

教育类领涨。

推荐标的：(1) 旅游：长白山；(2) 教育：好未来、科德教育；(3) 餐饮/会展：特海国际、米奥会展；(4) 美护：科思股份、水羊股份、康冠科技、倍加洁。

受益标的：(1) 旅游：西域旅游、九华旅游、同程旅行、携程集团-S；(2) 教育：凯文教育、有道；(3) 美护：若羽臣、巨子生物、爱美客、青木科技、毛戈平、上美股份；(4) 运动：力盛体育；(5) IP：泡泡玛特、布鲁可、华立科技、青木科技；(6) 新兴消费：赤子城科技；(7) 即时零售：美团-W、顺丰同城；(8) 眼镜：博士眼镜、佳禾智能、亿道信息；(9) 餐饮：百胜中国、蜜雪集团。

风险提示：项目落地不及预期，出行不及预期，行业竞争加剧等。

【农林牧渔】鸡价上涨及饲料降价或提振公司业绩，关注海外禽流感催化板块机会——行业周报-20250330

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001 | 王高展（联系人）证书编号：S0790123060055 | 朱本伦（联系人）证书编号：S0790124060020

周观察：鸡价上涨及饲料降价或提振业绩，关注海外禽流感催化板块机会

仔猪涨价或说明后市情绪乐观，看好 2025Q2-Q3 猪价高位支撑养殖利润。(1) 全国猪价震荡运行。截至 3 月 28 日，全国生猪销售均价 14.59 元/公斤，环比上周-0.09 元/公斤，环比-0.61%。本周样本企业宰杀量 155.21 万头，环比上周-1.21 万头，猪价下行背景下部分屠宰企业亏损加剧，主动减量避险致需求端偏弱运行。(2) 仔猪及后备母猪价格处于相对高位。截至 2025 年 3 月 27 日，后备母猪价格为 1634 元/头，接近 2024 年 8 月高位，规模场 15kg 仔猪价格涨至 647 元/头，价格处于 2025 年初以来高位，仔猪补栏对应 5 个月后生猪出栏，仔猪及后备母猪价格较高说明市场对猪价仍保持乐观，我们看好 2025Q2-Q3 猪价表现，并期待猪价高位进一步支撑养殖利润。

3 月鸡价上涨及饲料降价或提振公司业绩，关注海外禽流感催化板块机会。(1) 2 月末起我国种鸡存栏量逐步恢复。2 月末白羽祖代种鸡总存栏量 203 万套，环比+1.12%，其中后备/在产环比+4.70%/-0.93%。父母代种鸡总存栏 3763 万套，环比+0.09%，其中后备/在产环比-1.36%/+1.03%。(2) 持续关注海外禽流感对引种影响。美国禽流感仍然严重，1-2 月我国海外引种受阻，3 月起逐步恢复引种，目前引种主要来自法国。考虑 3 月欧洲部分国家亦爆发禽流感，持续关注海外引种受阻对国内鸡价的支撑作用。(3) 鸡价上涨及饲料降价或提振公司业绩。3 月 28 日全国中速黄羽鸡价格涨至 12.20 元/公斤，随 3 月鸡价回暖及豆粕等农产品降价带动饲料降价，预计禽养殖公司盈利空间有所扩大。

周观点：生猪板块低位配置价值显现，宠物板块国货崛起逻辑持续强化

盈利修复向上叠加消费复苏提振，生猪板块低位配置价值显现。推荐：牧原股份、温氏股份、巨星农牧、华统股份、天康生物等。

饲料板块国内市场受益禽畜后周期，海外强劲需求支撑价格。推荐标的：海大集团、新希望等。

消费升级叠加关税壁垒，宠物板块国货崛起逻辑持续强化。据欧睿数据，2025-2028 年中国宠物食品市场规模 CAGR 达 9.64%。国内宠物主消费态度趋于理性化，单宠消费投入持续升级，叠加宠物食品进出口关税壁垒加剧，国货崛起逻辑持续强化。推荐标的：乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份。

本周市场表现 (3.24-3.28)：农业跑赢大盘 0.96 个百分点

本周上证指数下跌 0.40%，农业指数上涨 0.56%，跑赢大盘 0.96 个百分点。子板块来看，动物保健板块领涨。个股来看，回盛生物 (+100.16%)、晓鸣股份 (+23.73%)、福成股份 (+14.54%) 领涨。

本周价格跟踪 (3.24-3.28)：本周白羽鸡、黄羽鸡等农产品价格环比上涨

生猪养殖：3 月 28 日全国外三元生猪均价 14.58 元/kg，较上周下跌 0.13 元/kg；仔猪均价 36.73 元/kg，较上

周上涨 1.32 元/kg；白条肉均价 19.12 元/kg，较上周上涨 0.13 元/kg。3 月 28 日猪料比价为 4.35:1。自繁自养头均利润 51.83 元/头，环比+2.61 元/头；外购仔猪头均利润-27.13 元/头，环比+15.26 元/头。

风险提示：宏观经济下行，消费持续低迷，动物疫病不确定性等。

【化工：华鲁恒升(600426.SH)】双基地稳定运行，周期底部公司业绩超预期——公司信息更新报告-20250331

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 张晓锋（分析师）证书编号：S0790522080003 | 宋梓荣（联系人）证书编号：S0790123070025

双基地稳定运行，周期底部公司业绩超预期，维持“买入”评级

2024 年公司实现营收 342.26 亿元，同比+25.55%；实现归母净利 39.03 亿元，同比+9.14%。对应 Q4 单季度，公司实现营收 90.46 亿元，同比+14.31%；实现归母净利润 8.54 亿元，同比+31.61%，环比+3.52%，公司 Q4 业绩实现同、环比增长。在 2024 年多数产品景气低迷、且 8 月有检修的情况下，公司依靠荆州基地投产贡献业绩增量、德州基地持续挖潜，有效抵御了周期下行的风险。当前公司主要产品价差分位数仍处于历史低位，我们下调公司 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计公司归母净利分别为 42.75（-4.93）、50.03（-1.52）、57.60 亿元，EPS 分别为 2.01（-0.24）、2.36（-0.07）、2.71 元/股，当前股价对应 PE 分别为 10.8、9.3、8.0 倍。随着宏观需求复苏，煤价持续下跌，看好公司业绩逐季回暖，仍然维持公司“买入”评级。

2024 年 Q4 多产品价差环比下跌，价差分位数处于历史底部，业绩见底明显

据 Wind 数据及我们测算，2024 年 Q4，动力煤均价 837 元/吨，环比下降 1.94%，同比下降 11.47%。产品方面，主营产品尿素、醋酸、草酸、CPL 等产品平均价格分别为 1,788、2,963、3,448、11,258 元/吨，环比分别-13.15%、-11.92%、-4.15%、-10.46%；平均价差环比分别-31.55%、-21.64%、-5.70%、-9.30%；DMF、辛醇、己二酸、三聚氰胺等产品价差有所上涨，对冲前述产品价差下跌。同时相比于 Q3，Q4 公司德州基地无平台检修，故公司业绩环比微增。在多数产品景气度低迷背景下，公司 Q4 仍能实现业绩同环比增长，足见业绩见底迹象明显。

双基地互相仍有降本、优化空间，看好公司底部业绩抬升

德州基地方面，根据历年环评显示，公司煤气化炉单炉合成气产能普遍在 5-7 万 m³/h，而荆州基地 3 台气化炉总合成气产能为 53.8 万 m³/h，足见在气化平台效率上，德州基地仍有优化降本空间。荆州基地方面，2024 年公司虽再次加码 52 万吨尿素产能，但仍有合成氨外售，足见公司荆州品类仍然较少，平台优势尚未完全发挥。随着两个基地持续降本、优化、新增产能，看好公司底部业绩抬升。

风险提示：项目建设进度不及预期、产品价格大幅下跌、宏观经济下行等。

【煤炭开采：坚朗五金(002791.SZ)】营收利润承压，海外收入占比持续提升——公司信息更新报告-20250331

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

营收利润承压，海外收入占比持续提升。维持“买入”评级

公司发布 2024 年年报，2024 年公司实现营收 66.38 亿元，同比-14.92%；归母净利润 0.90 亿元，同比-72.23%。2024Q4 单季度实现营收 17.27 亿元，同比-23.33%，环比+1.58%；归母净利润 0.57 亿元，同比-68.22%，环比+104.19%；扣非归母净利润 0.46 亿元，同比-69.84%，环比+153.61%。考虑行业处于景气度底部，竞争加剧，我们适当下调 2025-2026 年盈利预测并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 1.99/2.82/3.57 亿元（2025-2026 前值为 2.43/2.93 亿元），同比+121.3%/+41.4%/+26.9%；对应 EPS 分别为 0.62/0.88/1.11 元；对应当前股价 PE 为 53.9/38.1/30.0 倍。随着在政策大力支持房地产企稳回升的背景下，房地产后周期行业有望受益，业绩增量可期，维持“买入”评级。

产品销售承压，毛利率保持平稳

受地产竣工需求下滑影响，除点支承玻璃幕墙构配件产品外，公司大部分产品销售承压。分产品看，公司门窗五金/家居类产品/门窗配套件/点支承玻璃幕墙构配件/门控五金/不锈钢护栏构配件的营收分别为29.24/10.83/5.42/4.42/3.67/1.93 亿元，增速分别为-18.50%/-21.99%/-12.08%/+11.35%/-10.54%/-4.21%；占总营收比重分别为44.05%/16.31%/8.16%/6.66%/5.53%/2.91%；毛利率分别为40.10%/28.65%/18.12%/30.63%/38.27%/23.73%，同比分别-0.33pct/0.97pct/-0.20pct/+2.51pct/+1.45pct。

期间费用率有所提升，应收规模降低

公司 2024 年期间费用率合计 26.84%，同比+1.69pct，其中销售/管理/研发/财务费用率为16.59%/5.89%/4.03%/0.32%，同比分别+0.51pct/+0.84pct/+0.27pct/+0.06pct。公司 2024 年末应收账款为 32.21 亿元，较年初-9.21%，应收规模同比-9.82%。

海外业务积极布局，收入占比持续提升

2024 年海外业绩延续增长，分地区看，大陆/港澳台及海外的收入增速分别为-18.17%/14.72%，收入占比为86.68%/13.32%。近年来已设立近 20 个海外备货仓，将中国仓储式销售复制到海外，以快速响应客户供货需求。当前公司在国内外设立销售网络点，销售团队 5,000 余人，未来还会根据实际情况继续下沉。

风险提示：下游需求不及预期；产能释放不及预期；客户导入不及预期。

【非银金融：东方证券(600958.SH)】买方投顾深化，自营投资收益率改善——公司信息更新报告-20250331

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 卢崑（分析师）证书编号：S0790524040002

买方投顾深化，自营投资收益率改善

2024 年公司营业总收入/归母净利润为 191.9/33.5 亿元，同比+12.3%/+21.7%，单 4 季度净利润 0.48 亿元，环比-96%，与快报一致，年化加权平均 ROE4.14%，同比+0.69pct。考虑债市调整，我们调整自营投资收益率假设，下调 2025 年、上调 2026 年并新增 2027 年预测，预计 2025-2027 年归母净利润 50/64/76（调前 54/61）亿元，同比+51%/+27%/+18%，对应 EPS 为 0.6/0.8/0.9 元。公司拥有东方资管和汇添富两大资管品牌，财富管理持续转型深化，具有差异化优势。基金产品端降费靴子以及公募降佣政策落地，关注渠道环节收费优化落地。当前股价对应 2025-2027 年 PB1.04/0.98/0.91 倍，维持“买入”评级。

东证资管收入净利润有所下降，汇添富 AUM 同比增长

(1) 2024 年东证资管营收/净利润为 14.4/3.3 亿元，同比-30%/-32%，ROE8%，同比下降 5 个百分点。根据 Wind 数据，期末非货/偏股 AUM1399/919 亿元，同比-16%/-18%，市占率 0.73%/1.15%，环比-0.06/-0.08pct。(2) 汇添富营收/净利润为 48.3/15.5 亿元，同比-10%/+9%，年化 ROE15%，同比+0.3pct。期末汇添富非货/偏股 AUM4883/2458 亿元，同比+9%/+2%，市占率 2.54%/3.09%，环比-0.10/-0.02pct。

买方投顾转型深化，自营投资收益率改善，两融市占率提升

(1) 经纪业务净收入同比-10%，其中代买/席位/代销分别+17%/-38%/-25%，代买受益于 Q4 市场交投活跃，降佣落地影响席位收入。公司买方服务模式逐步成熟，基金投顾业务规模 153.7 亿元，同比+7.05%；存量账户数 19.28 万户，客户留存率 58.18%，复投率 76.80%。(2) 投行业务净收入同比-23%，主要受 IPO 低迷影响，公司增发项目数量排名行业第 8。根据 Wind 数据，公司债券承销业务承销总规模为 5204 亿元，同比+36%，市场排名第 6，同比上升 2 名。(3) 2024 年自营投资收益 49 亿元，同比+106%，自营投资收益率 4.41%，同比+2.1 个百分点，期末自营投资金融资产规模 1118 亿元，同比+6%。(4) 期末公司融资融券余额 274.61 亿元，同比+32.22%，市占率提升 0.21pct 至 1.47%，平均维持担保比例为 260.98%。

风险提示：市场波动风险；公司财富管理、资产管理规模增长不及预期。

【医药：恩华药业(002262.SZ)】业绩增长点多样，创新研发稳步推进——公司信息更新报告-20250331

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

收入利润稳健增长，业绩驱动因素明确，维持“买入”评级

公司 2024 年实现收入 56.98 亿元（同比+13.01%，以下为同比口径）；归母净利润 11.44 亿元（+10.28%）；扣非归母净利润 11.44 亿元（+12.88%）。公司 2024 年毛利率为 73.56%（+0.73pct），净利率为 20.02%（-0.49pct）。公司 2024 年销售费用率 34.83%（+0.38pct）；管理费用率 4.54%（+0.43pct）；研发费用率 10.45%（-0.45pct）。2024Q4 公司实现收入 15.52 亿元（+12.03%，环比 12.31%）；归母净利润 1.23 亿元（-18.39%，环比-68.44%）。公司专注布局中枢神经系统药物，受益于手术量的恢复叠加麻醉药应用场景不断拓展，公司精麻老产品、“羟瑞舒阿”及 TRV130 有望持续贡献公司收入。我们看好公司在麻醉领域的发展，但基于 TRV130 的入院推广和放量仍需一定时间，因此下调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 12.94、14.95、17.46 亿元（2025-2026 原预测为 14.01、16.68 亿元），EPS 为 1.27、1.47、1.72 元/股，当前股价对应 PE 为 18.5、16.0、13.7 倍，维持“买入”评级。

公司业绩增长点多样，创新研发稳步推进

分业务来看，公司 2024 年麻醉类 30.60 亿元（+13.22%）；精神类 12.02 亿元（+10.12%）；神经类 2.21 亿元（+74.61%）；原料药 1.82 亿元（+25.15%）；商业医药 7.80 亿元（+10.07%）。公司深化挖掘产品差异化优势，实现成熟产品力月西、福尔利、瑞芬太尼等稳定成长；加大产品在市场准入、学术推广等力度，加快创新产品 TRV130、羟考酮注射液、舒芬太尼、阿芬太尼及 BD 合作新产品安泰坦[®]的市场开拓；新兴事业部将麻醉业务下沉，深度挖掘县域基层市场。公司在研创新药项目 14 个，其中 NH600001 乳状注射液已完成 III 期临床，用于短时手术麻醉，预计 2025 年提交 NDA 资料；NH102 片和 NHL35700 片分别处于 II 期和 I 期临床阶段，分别用于抑郁症和精神分裂症的治疗。公司业绩驱动因素明确，创新研发稳步推进。

风险提示：集采降价的风险；药品研发失败的风险；产品竞争加剧的风险等。

【纺织服装：李宁(02331.HK)】2024 年跑步驱动增长，巩固基础，蓄力长期——港股公司信息更新报告-20250331

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 周嘉乐（分析师）证书编号：S0790522030002 | 张霜凝（分析师）证书编号：S0790524070006

2024 年跑步驱动增长，巩固基础，务实发展，维持“买入”评级

2024 年公司实现营收 286.76 亿元（同比+3.9%，下同），归母净利润 30.13 亿元（-5.5%），净利率 10.5%（-1.0pct），符合预期，派息率从 45%提至 50%。考虑加盟渠道健康发展短期影响发货增速以及加大对运动资源的费用投入，我们下调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 24.6/28.1/31.6 亿元（此前为 34.1/37.0 亿元），当前股价对应 PE 为 16.6/14.6/13.0 倍，公司专业品类驱动增长，短期加大投入，长期蓄力发展，维持“买入”评级。

收入：DTC 收入占比提升，高层级市场贡献稳定、新兴市场加速整改

分品类，2024 年鞋/服/配件收入增速分别+6.8%/-2.9%/+29.3%。分渠道，2024 年批发/零售/电商/海外收入为 129/69/83/5.5 亿元，分别+2.3%/-0.3%/+10.4%/+3.9%，集团电商收入占比提升。截至 2024 年底，公司共有 7585 家门店（-1.1%），分核心与 YOUNG 看：（1）李宁核心品牌门店 6177 家（-123，其中加盟+78/直营-201），平均月店效 30 万元，线下高层级市场贡献稳定、新兴市场加速整改，同时加速九代店升级计划，九代店净占比快速提升 13pct 至 16.8%。（2）李宁 Young 流水低单增长，其中 ASP 提升低单，门店 1468 家（+40），平均月店效 14 万元。

流水：2024 年全渠道流水持平，跑步快速增长，核心 IP 销量超 1060 万双

不包含 Young, 2024 年全渠道流水持平, Q1-Q4 分别低单增长/低单下降/中单下降/高单增长。分渠道: 线上/线下流水分别 10-20%低段增长/低单下降, 电商客流高单提升/折扣低单改善, 线下客流中双下降/折扣加深带动 ASP 低单下降, 其中线下批发流水(不含专业渠道)下降中单, 收入下降低单, 增速匹配。分品类: 跑步/健身/篮球/运动生活流水+25%/+6%/-21%/-6%, 受益于专业品类聚焦及科技创新, 2024 年推出全新中底科技超? 应用于跑步及篮球产品, 跑鞋核心三大 IP(超轻 21、赤兔 7 及 7pro、飞电 4C)销量突破 1060 万双, 预计未来加强核心跑者人群渗透; 篮球主动控货影响销售表现, 预计 2025 年加大场外篮球叙事。此外, 运动生活 Soft 连续两年亮眼, 销量破 250 万双, 预计 2025 年深挖运动生活潜力。

2024 年毛利率提升、控费显著, 净利润受其他收入基数和房地产计提影响

2024 年毛利率 49.4% (+1.0pct), 主要系电商和直营渠道折扣改善、DTC 占比上升, 销售/管理/财务费用率同比-0.8pct/+0.4pct/-0.5pct, 其中 A&P 占比提升 0.5pct 主要系奥运大年增加广宣投放, 计提投资性房地产减值增加 3.33 亿元导致经营利润率-0.1pct 至 12.8%, 由于 2023 年一次性收益 1.4 亿元的基数导致归母净利率-1pct 至 10.5%。2024 年全渠道库销比 4 个月, 库存吊牌金额同比上升高单位数; 公司存货 27.7 亿元 (+5%), 存货/应收/应付账款周转天数为 64/14/43 天 (+1/-1/持平), 净现金为 181.6 亿元(+1%), 现金充裕。

风险提示: 市场竞争加剧, 产品升级和渠道优化不及预期

【家电: 海信家电(000921.SZ)】2024Q4 盈利能力保持稳健提升, 海外增长亮眼——公司信息更新报告-20250331

吕明(分析师)证书编号: S0790520030002 | 周嘉乐(分析师)证书编号: S0790522030002 | 陈怡仲(联系人)证书编号: S0790123070024

2024Q4 盈利能力保持稳健提升, 海外增长亮眼, 维持“买入”评级

2024 年公司实现营业收入 927.5 亿元 (同比+8.3%, 下同), 归母净利润 33.5 亿元 (+18.0%), 扣非归母净利润 26.1 亿元 (+10.7%)。单季度看, 2024Q4 实现营业收入 221.7 亿元 (+7.1%), 归母净利润 5.5 亿元 (+34.9%), 扣非归母净利润 3.2 亿元 (+8.2%)。2024 年分红比例为 51%。地产阶段性承压, 我们下调 2025-2026 年盈利预测, 并新增 2027 年盈利预测, 预计 2025-2027 年归母净利润为 37.54/41.90/45.99 亿元 (2025-2026 原值为 38.4/43.4 亿元), 对应 EPS 分别为 2.71/3.02/3.32 元, 当前股价对应 PE 为 11.2/10.0/9.1 倍, 公司海外业务增速较快, 盈利能力持续提升, 我们仍看好公司利润端持续改善, 维持“买入”评级。

中高端冰洗业务快速突破, 海外白电业务保持较快增速, 多个市场实现突破

分业务看, 2024 年公司空调收入 402.8 亿元 (+4.2%), 其中央空国内多联机份额超 20%、保持引领, 空气产业融合、内部管理提效逐渐收获成效。家空线上/线下零售额同比分别+11%/+21%; 冰洗收入 308.9 亿元 (+18.5%), 冰冷产品中高端零售额增长 19.8%, 海信系冰箱零售额增长 21%; 其他主营业务收入 125 亿元 (+2.2%), 其中厨电业务营收同比+72%, 洗碗机销额同比+152%。分地区看, 2024 年境内收入 479.9 亿元 (-2.1%), 其中璀璨高端套系收入增长 52%, 高端化业务增长较好; 境外收入 356.3 亿元 (+27.6%), 其中白电收入增长 36%, 分区域看, 欧洲区增长 35%、美洲区增长 47%、中东非区增长 27%、亚太区增长 15%、东盟区增长 32%, 新兴市场与欧美成熟市场均保持较快增长。

2024Q4 盈利能力保持稳健提升, 运营周转情况良好

2024Q4 毛利率 19.7%(-2.3pct, 下降主系会计准则变更影响, 还原后收窄为-0.2pct), 除空调外其他品线均有改善。费用端: 2024Q4 销售/管理/研发/财务费用率同比分别-3/-0.2/+0.3/-0.6pct, 费用持续优化。综合影响下 2024Q4 净利率为 4.3% (+0.3pct), 归母净利率为 2.5% (+0.5pct), 扣非净利率为 1.4% (同比持平), 主要非经常性影响因素包括公允价值变动损益、政府补贴以及委托投资损益。截至 2024 年底, 公司净营业周期为-60.4 天, 同比减少 27.9 天, 运营情况良好。

风险提示：内销竞争加剧、原材料价格风险、海外自有品牌建设不及预期等。

【家电：苏泊尔(002032.SZ)】2024Q4 业绩经营稳健，稳定高分红标的——公司信息更新报告-20250331

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

2024Q4 业绩经营稳健，稳定高分红标的，维持“买入”评级

2024 年公司实现营收 224.27 亿元（同比+5.27%，下同），归母净利润 22.44 亿元（+2.97%），扣非净利润 20.65 亿元（+3.52%）。2024Q4 营收 59.15 亿元（-0.37%），归母净利润 8.12 亿元（-0.73%），扣非净利润 6.6 亿元（基本持平）。考虑到短期内需仍承压，我们下调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计 2025~2027 年归母净利润为 24.43/25.99/27.69 亿元（2025-2026 年原值为 25.71/27.86 亿元），对应 EPS 为 3.05/3.24/3.46 元，当前股价对应 PE 为 19.1/18.0/16.9 倍。短期关注 2025 年政策带动内需改善，长期继续看好经营稳健、利润率稳定，高质量稳健经营或维持较高分红比率（2024 年分红率 100%，超预期），维持“买入”评级。

2024Q4 外销经营稳健，关注 2025 年国补政策下内销修复

2024 年公司内外销营收同比分别-1.21%/+21.07%。外销受益于大客户终端动销良好维持稳健增长，2024Q1/2024Q2/2024Q3/2024Q4 SEB 集团消费者业务营收同比分别+5.8%/+5.9%/+8.1%/+5.5%，其中 2024Q4 EMEA/美洲地区营收同比分别+10.1%/+4.1%（2024Q3 为+13.6%/+9.8%），EMEA 中西欧/其他地区营收同比分别+7.2%/+17.1%（2024Q3 为+12.6%/+15.8%），美洲中北美/南美营收同比分别+4.9%/+2.4%（2024Q3 为+13.1%/+2.4%），2024 年公司对 SEB 及其附属公司收入为 70.5 亿元（+20.5%），预计 2025 年销售金额 73.7 亿元，或仍保持稳健增长。内销整体或仍受经济环境影响，SEB 数据显示 2024Q4/2024Q3/2024Q2 中国大区营收同比-3.4%/-1.9%/-0.6%，随着 2025 年国补范围扩大，关注内销逐步修复。

结构变化扰动致 2024 年毛利率仍有所下滑，积极控费下费用率持续改善

2024 年公司毛利率 24.65%（-1.65pct），整体毛利率下滑主系内外销结构变化以及外销毛利率下滑，2024 年内销/外销毛利率同比分别+0.43/-1.84pct，内销受益结构调整，外销毛利率下滑或主要系汇率以及原材料价格波动扰动。费用端，2024 年公司期间费用率为 13.27%（-1.07pct），销售/管理/研发/财务费用率同比分别-1.06/-0.08/+0.07/-0.01pct，费用率管控效果良好。2024Q4 期间费用率为 12.41%（-2.29pct），其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别-1.98/-0.01/-0.09/-0.22pct。综合影响下 2024 年公司净利率 10.01%（-0.22pct），盈利能力维持稳定。

风险提示：SEB 订单兑现不及预期；原材料价格上涨；行业竞争加剧等。

【地产建筑：张江高科(600895.SH)】归母净利润同比增长，“投资+培育”持续壮大——公司信息更新报告-20250331

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002 | 胡耀文（分析师）证书编号：S0790524070001 | 杜致远（联系人）证书编号：S0790124070064

归母净利润同比增长，“投资+培育”持续壮大，维持“买入”评级

张江高科发布 2024 年年报，公司营业收入同比下降，归母净利润同比增长，产业投资力度持续提升。我们维持 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 13.3、14.6、15.2 亿元，对应 EPS 为 0.86、0.94、0.98 元，当前股价对应 PE 为 29.1、26.6、25.6 倍，维持“买入”评级。

营收规模有所下降，归母净利润同比增长

公司 2024 年实现营业收入 19.83 亿元，同比减少 2.09%；利润总额达到 12.75 亿元，同比减少 2.80%；实现归母净利润 9.82 亿元，同比增长 3.64%；实现毛利率、净利率分别为 56.77%、50.14%，同比分别-1.27pct、+3.71pct。

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

12 / 16

截至 2024 年末，公司资产负债率 69.04%，权益乘数 3.23，流动比率 1.39，速动比率 0.26。公司营业收入同比减少主要系产业地产销售收入同比减少，公司归母净利润增长得益于公司持有的金融资产公允价值上升金额同比增加。

租赁收入同比微增，销售业务毛利率有所下滑

分业务结构看，公司 2024 年实现租赁业务收入 10.49 亿元，同比增长 0.25%，毛利率 62.78%，同比+10.61pct；实现空间载体销售收入 9.11 亿元，同比下降 4.70%，实现毛利率 49.06%，同比-14.62pct。公司全年在建项目 20 个，总建筑面积约 334 万平方米，新开工项目 2 个，总建筑面积 34 万平方米。

“投资+培育”持续壮大，创新孵化卓有成效

截至 2024 年末，公司基金直投累计投资规模已超 95 亿元。其中，直投项目 56 个，投资金额 40.77 亿元；参与投资基金 30 个，认缴出资 54.64 亿元，撬动了 588.96 亿元的资金规模。投资方向上，集成电路占 28%、生物医药及器械占 20%、新能源汽车占 35%、新一代信息技术占 8%、智能制造占 8%。公司加大对具有重要影响力企业的追投力度，积极参与上汽集团高端电动车品牌智己汽车 B 轮融资，完成出资 2 亿元；参与投资 EDA 创新中心，进一步融入产业赛道，打造全流程国产 EDA 生态。

风险提示：地产行业销售下行风险、政策调整导致经营风险、产业投资风险。

【化工：盐湖股份(000792.SZ)】2024Q4 业绩超预期，2025Q1 业绩同比预增，4 万吨锂盐产能将有序释放——公司信息更新报告-20250331

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 徐正凤（分析师）证书编号：S0790524070005

2024Q4 业绩超预期，2025Q1 业绩同比预增，4 万吨锂盐产能拟有序释放

公司发布 2024 年报，实现营收 151.34 亿元，同比-29.86%；归母净利润 46.63 亿元，同比-41.07%；扣非净利润 44.01 亿元，同比-49.56%。其中 Q4 实现营收 46.86 亿元，同比-19.05%、环比+45.88%；归母净利润 15.22 亿元，同比-34.22%、环比+63.83%；扣非净利润 13.30 亿元，同比-58.68%、环比+45.87%，Q4 业绩超我们预期，公司因缴纳 2021-2023 年销售成锂卤水资源税和增值税滞纳金产生的营业外支出 1.69 亿元。此外，公司公告 2025Q1 预计实现归母净利润 11.3-12.0 亿元，同比增长 20.97%-28.47%，主要受益于氯化钾价格同比上涨。考虑钾锂业务景气度及公司计划 2025 年开始实现 4 万吨锂盐项目部分产能释放，我们维持 2025-2026 年、新增 2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 52.48、57.74、61.07 亿元，EPS 分别为 0.99、1.09、1.15 元/股，当前股价对应 PE 为 16.6、15.0、14.2 倍。我们看好公司不断巩固国内氯化钾龙头、碳酸锂低成本典范的优势地位，积极融入中国五矿体系和中国盐湖，全面迈向高质量发展，维持“买入”评级。

2024 年碳酸锂销量同比增长，2025Q1 氯化钾价格上行助力业绩同比预增

2024 年，公司氯化钾、碳酸锂销量分别为 467、4.16 万吨，同比-16.56%、+10.51%；对应 Q4 销量分别为 151、1.33 万吨，子公司蓝科锂业全年实现净利润 5.35 亿元，同比-82.0%。2025Q1，据 Wind 数据，截至 3 月 28 日，Q1 氯化钾(60%粉)市场价 2,812 元/吨，同比+11.3%；碳酸锂(工业级,99%,国产)均价 7.32 万元/吨，同比-22.4%，Q1 公司氯化钾与碳酸锂产销态势平稳，氯化钾市场价格显著上扬推动业绩同比增长。展望 2025 年，公司计划 2025 年生产碳酸锂 4.3 万吨，新建 4 万吨基础锂盐项目计划 2025 年内实现部分产能释放。公司将积极融入中国五矿体系和中国盐湖，加快建设世界级盐湖产业基地。

风险提示：钾锂价格波动、项目投产不及预期、需求不及预期、其他风险 1。

【电力设备与新能源：中升控股(00881.HK)】新车利润阶段性承压，售后业务稳定贡献利润——港股公司信息更新报告-20250331

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001 | 陈诺（联系人）证书编号：S0790123070031

受新车毛利影响，业绩阶段性承压

中升控股发布 2024 年年报，2024 年实现营业收入 1681 亿元，yoy-6.2%；实现毛利额 106.72 亿元，yoy-22.5%；实现归母净利润 32.12 亿元，yoy-36.0%。截至 2024 年末，公司活跃客户数已达到 419 万，yoy+10.7%，在 32 个中心城市已积累 14.1% 的豪华汽车品牌用户，稳居行业领先地位。2024 年 11 月，中升公告与赛力斯签订了初步协商协议，同意就合作分销其旗下的新能源汽车进行进一步磋商。2024 年经销商行业受新车价格倒挂利润承压，公司作为头部经销商集团有望逆势提高市场份额，问界授权也标志着公司积极拥抱新能源，我们上调公司 2025-2026 年的盈利预测，预计公司 2025-2026 年的净利润为 35.19/49.44 亿元(前值为 31.64/49.40 亿元)，新增 2027 年净利润预测为 64.39 亿元，EPS 为 1.5/2.1/2.7 元，对应当前股价 PE 为 8.9、6.3、4.9 倍，我们持续看好公司在行业变革下的业绩增长韧性，维持“买入”评级。

2024 年新车销售毛利承压，全年较 2024H1 有止跌企稳趋势

2024H1 公司实现销售新车 23.25 万台，yoy+3.9%，受新车市场竞争加剧影响，经销商新车销售毛利承压，2024H1 新车销售毛利额为-19.9 亿元，毛利率为-3.3%，平均单台亏损约 8600 元。2024 全年实现新车销量 48.53 万台，yoy-3.2%，毛利额为-32.08 亿元，毛利率为-2.6%，平均单台亏损 6600 元，新车单台亏损出现止跌企稳态势。随着主机厂对经销网络的优化和问界授权的加入，公司的新车毛利有望迎来修复。

售后入厂台次创新高，售后业务稳定贡献利润

2024 年公司售后服务实现收入 220.01 亿元，yoy+9.6%，毛利为 102.16 亿元，yoy+9.9%，毛利率为 46.4%，售后服务利润保持稳定增长。2024 年全年保养、保修及钣喷的售后入厂台次达到 805 万次，yoy+7.8%，售后业务保持稳健增长。

风险提示：新车市场持续价格战的风险；售后业务竞争加剧风险；转型新能源业务的不确定性。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

¹ 根据新凤鸣 2024 年三季报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团有限责任公司控股孙公司共青城胜帮投资管理有限公司持有新凤鸣 5.43% 的股份。尽管开源证券与共青城胜帮投资管理有限公司分别属于陕西煤业化工集团有限责任公司的控股子公司和孙公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对共青城胜帮投资管理有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与新凤鸣不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn