

晨会纪要

数据日期: 2025-03-28	上证综指	深证成指	沪深300指数	中小板综指	创业板综指	科创50
收盘指数(点)	3351.30	10607.33	3915.16	11600.49	2895.28	1029.47
涨跌幅度(%)	-0.66	-0.56	-0.43	-0.91	-1.13	-1.06
成交金额(亿元)	4688.07	6501.66	2133.79	2211.69	2994.70	823.25

晨会主题

【常规内容】

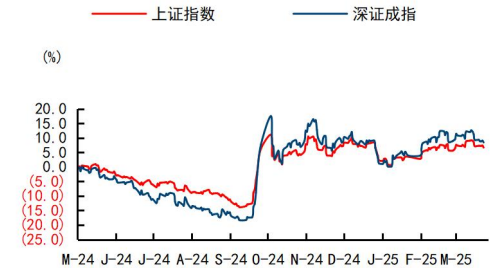
宏观与策略

宏观周报: 宏观经济宏观周报-国内经济增长动能环比加速上行
固定收益周报: 政府债务周度观察-Q2 地方债发行计划 1.45 万亿
策略专题: 估值周观察(3月第5期)-全球股市震荡整固, 估值收缩
策略专题: 主题投资月度观察(2025年第3期)-智能体时代加速到来, 政策驱动产业新浪潮

行业与公司

化工行业月报: 氟化工行业: 2025年3月月度观察-空调内销排产持续增长, 制冷剂二季度长协价格快速上涨
通信行业专题: 运营商专题: 2024年业绩总结与云计算业务重估
海外市场专题: 港股市场速览-科技与金融带动资金流出
海外市场专题: 美股市场速览-资金流出再次提速
中国财险(02328.HK) 财报点评: 负债端稳中提质, 资产端收益稳健
新华保险(601336.SH) 财报点评: 投资收益高弹性, 净利润历史新高
招商证券(600999.SH) 财报点评: 业绩稳健增长, 机构业务优势构建
华泰证券(601688.SH) 财报点评: 践行 Fin-Tech 赋能, 业绩稳健增长
东方证券(600958.SH) 财报点评: 自营回暖, 业绩反转
金发科技(600143.SH) 深度报告: 全球改性塑料龙头, 开拓高端材料应用
广东宏大(002683.SZ) 财报点评: 矿服驱动业绩增长, 海外业务加速发展
中国海油(600938.SH) 财报点评: 全年归母净利润同比增长 11.4%, 分红率达到 44.7%
华鲁恒升(600426.SH) 财报点评: 四季度归母净利润同环比提升, 多项目持续推进
常熟银行(601128.SH) 财报点评: 微贷阶段性承压, 回归做小做散初心
工商银行(601398.SH) 财报点评: 规模增长较快, 资产质量稳定
浦发银行(600000.SH) 财报点评: 存量不良出清, 资产质量稳定
光大银行(601818.SH) 财报点评: 规模稳健增长, 不良生成率下降
农业银行(601288.SH) 财报点评: 营收利润实现双增长
中远海能(600026.SH) 财报点评: 24年外贸油运需求疲软导致业绩承压, 继续看好刚性供给下运价弹性
招商南油(601975.SH) 财报点评: 业绩符合预期, 逐步摆脱历史包袱
兴通股份(603209.SH) 财报点评: 红海危机助力公司业绩高增, 积极回报股东增强价值属性
华能国际(600011.SH) 财报点评: 煤电盈利显著改善, 持续推进新能源发

市场走势



主要市场指数 03月31日

	收盘指数	涨跌幅%
道琼斯	33597.92	0
纳斯达克	10961.46	-0.48
S&P500	3801.78	-0.44
法国 CAC40	6000.24	-0.72
德国 DAX	14261.19	-0.57
日经 225	27574.43	-0.4
恒生	23426.6	-0.64

基金指数 03月31日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3228.49	0.00
股票基金指数	10179.38	0.46
混合基金指数	9484.07	0.52

汇率 03月31日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.08	0.25
美元兑人民币	7.22	-0.13
美元兑港币	7.77	0.03
美元兑日元	149.83	-0.8

非流通股解禁 03月31日

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

展

巨子生物(02367. HK) 财报点评:2024 年经调净利润同比增长 47%, 大单品势能持续强劲

广州酒家(603043. SH) 财报点评:2024 年业绩承压但分红加大, 股权激励方案稳定市场预期

山东黄金(600547. SH) 财报点评:量价齐增业绩实现高增长, 黄金产量有望持续提升

云南铜业(000878. SZ) 财报点评:矿铜产量平稳, 冶炼业务短期承压

天齐锂业(002466. SZ) 财报点评:锂价下行导致业绩阶段性亏损, 聚焦增产扩能

云铝股份(000807. SZ) 财报点评:连续两个季度满产, 现金流强劲

中国铝业(601600. SH) 财报点评:2024 年归母净利润同增 85%, 分红比例提升

南山铝业(600219. SH) 财报点评:2024 年归母净利润同增 39%, 印尼业务稳步推进

中国有色矿业(01258. HK) 海外公司财报点评:2024 年业绩实现高增长, 增储上产提升长期成长性

泉峰控股(02285. HK) 财报点评:经营走出底部, 盈利快速修复

地平线机器人-W(09660. HK) 海外公司财报点评:2024 年收入同比增长 54%, 智能平权时代征程 6 系列芯片加速放量

瑞鹄模具(002997. SZ) 财报点评:2024 年净利润同比增长 73%, 零部件+机器人加速拓展

扬杰科技(300373. SZ) 公司快评:拟收购贝特电子完善产品矩阵, 业务扩容与全球化布局加速推进

巴比食品(605338. SH) 财报点评:分红率提升至 69%回馈股东, 并购青露加强供应链整合

李宁(02331. HK) 海外公司财报点评:全年收入增长 4%, 品类表现分化

金融工程

金融工程专题报告:金融工程专题研究-广发恒生消费 ETF 投资价值分析——把握消费复苏脉络, 一键配置港股核心消费龙头

金融工程周报:热点追踪周报-由创新高个股看市场投资热点(第 187 期)

金融工程周报:主动量化策略周报-微盘股领跌, 成长稳健组合年内排名主动股基前 10%

金融工程周报:多因子选股周报-分析师类因子表现出色, 中证 500 增强组合年内超额 3.59%

金融工程周报:港股投资周报-医药板块领涨, 港股精选组合本周相对恒生指数超额 1.38%

金融工程日报:市场延续缩量调整, 封板率、连板率均创近一个月新低

【常规内容】

宏观与策略

◆ 宏观周报:宏观经济宏观周报-国内经济增长动能环比加速上行

主要结论：国内经济增长动能环比加速上行。

经济增长方面，本周（3月28日所在周）国信高频宏观扩散指数A维持正值，指数B继续上升且斜率变陡。从分项来看，本周投资和房地产领域景气上升，消费领域景气变化不大；本周投资和房地产领域表现相对较优。从季节性比较来看，春节后2-3个月内指数B均会季节性回升，平均每周上升0.17，本周指数B标准化后上升0.43，表现明显优于历史平均水平，也高于过去两周数值，指向国内以房地产、基建为代表的经济增长动能环比加速上行。

基于国信高频宏观扩散指数对资产价格进行预测，显示当前国内利率偏低，上证综合指数偏高，从均值回归的角度看，预计下周（2025年4月4日所在周）十年期国债利率将上行，上证综合指数将下行。

周度价格高频跟踪方面：

（1）本周食品价格小幅上涨、非食品价格下跌。预计3月CPI食品价格环比约为-1.5%，非食品价格环比约为-0.2%，整体CPI环比约为-0.5%，CPI同比回升至-0.1%。

（2）3月上旬国内流通领域生产资料价格小幅下跌，3月中旬延续下跌态势。预计2025年3月国内PPI环比约为-0.1%，PPI同比持平上月的-2.2%。

风险提示：海外市场动荡，存在不确定性。

证券分析师： 李智能（S0980516060001）、董德志（S0980513100001）

◆ 固定收益周报:政府债务周度观察-Q2地方债发行计划1.45万亿

国债净融资+新增地方债发行第12周（3/17-3/23）2200亿，第13周（3/24-3/30）4068亿。截至第12周（3/17-3/23）广义赤字累计2.2万亿，进度18.3%，超去年同期。

国债第12周（3/17-3/23）净融资1819亿，第13周（3/24-3/30）2450亿。截至第12周（3/17-3/23）累计超1.2万亿，进度18.4%。

新增一般债第12周（3/17-3/23）39亿，第13周（3/24-3/30）290亿。截至第12周（3/17-3/23）累计2466亿，进度30.8%。

新增专项债第12周（3/17-3/23）342亿，第13周（3/24-3/30）1327亿。截至第12周（3/17-3/23）累计6953亿，进度15.8%，超过去年同期。特殊新增专项债已发行1172亿，土地储备专项债已发行424亿。

二季度发行计划已披露1.45万亿，其中包括572亿新增一般债和6627亿新增专项债。

特殊再融资债第12周（3/17-3/23）921亿，第13周（3/24-3/30）1334亿。截至第12周（3/17-3/23）累计1.2万亿，发行进度60%。

城投债第12周（3/17-3/23）净融资130亿，第13周（3/24-3/30）预计-500亿。截至本周城投债余额约10.7万亿。

风险提示：数据统计误差，实际发行与计划差异较大。

证券分析师： 董德志（S0980513100001）

联系人： 王奕群

◆ 策略专题:估值周观察(3月第5期)-全球股市震荡整固，估值收缩

•近一周（2025.3.24-2025.3.28）海外市场指数多数下跌，韩国主要市场指数下跌幅度较大，全球核心宽

基估值收缩。CAC540，纳斯达克指数、纳斯达克 100 估值收缩幅度较大，PE 分别较 2025 年 3 月 21 日收缩 1.41x、0.97x、0.99x；德国 DAX 估值扩张 1.04x。分位数方面，韩国 PE、PB 分位数较低，指数估值分位数水平较 2025 年 3 月 14 日呈小幅收缩，日本、印度核心宽基 PE、PB、PS 分位数分化较大。

•A 股核心宽基估值整体收缩，中盘成长估值有所扩张。近一周（2025.3.24-2025.3.28），A 股核心宽基估值继续收缩。规模上来看，国证 2000、中证 1000 的 PE、PB、PS 和 PCF 收缩幅度相对较大，其中 PE 收缩幅度分别达 0.99x、0.42x。风格上来看，小盘指数、大盘成长估值收缩较大，中盘成长估值有所扩张。截至 3 月 28 日，A 股主要宽基指数近一年整体估值水平较上周有所收缩，PE、PB、PS 多数高于 60%分位数，PCF 位于近三年 50%-75%分位数。中盘价值中短期分位数水平依然占优，其中 PB、PS、PCF 滚动一年分位数水平分别为 18.67%、22.41%、51.45%。三年分位数视角，PB、PCF 分位数水平整体低于 PE、PS，中盘价值估值分位数水平依然占优。五年分位数视角，小盘成长估值分位数水平较高，均在 70%以上。

•一级行业方面，多数行业估值收缩。本周一级行业股价继续下跌，中游材料&制造、TMT 行业下跌幅度较大，其中计算机行业跌幅最大，周跌 4.89%。估值方面，多数一级行业估值下跌，TMT 行业估值收缩幅度最大，计算机行业 PE 收缩幅度达 4.21x。

•低协方差稳定红利行业估值性价比占优。综合看 PE、PB、PS、PCF 分位数，农林牧渔三年分位数四项均值仅为 11.47%，五年分位数四项均值仅为 11.26%；下游必选板块估值一年分位水平整体优于可选板块；上游资源 PB 三年和五年分位数水平均低于 PE；整体来看，以公用事业为代表的低协方差稳定红利行业估值性价比占优，滚动 1 年、3 年、5 年 PCF 均位于 20%分位数以下；TMT 行业短期估值分位数快速出清，通信在 PE、PB、PS、PCF 四个层面滚动一年分位数均回落至 70%以下。

•新兴产业及热门概念方向中，估值多数收缩。新兴产业各板块股价多数下跌，数字经济板块跌幅相对较大，其 IDC 跌幅最大，达 6.23%；估值方面，新兴产业估值多数收缩，半导体产业本周估值回调幅度较大，PE 收缩幅度高达 19.67x；光伏估值扩张幅度较大，本周 PE 扩张 7.29x。热门概念中，券商、央企银行、系统重要性金融机构逆势小幅上涨，光刻机指数 PE 小幅扩张（+0.59x），贵金属领涨主题但估值变化不明显。

风险提示：海外货币政策节奏和幅度的不确定性；文中所列指数、个股产品仅作为历史复盘，不构成投资推荐的依据

证券分析师：王开（S0980521030001）、陈凯畅（S0980523090002）

◆ 策略专题：主题投资月度观察（2025 年第 3 期）-智能体时代加速到来，政策驱动产业新浪潮

海外科技映射：（1）生成式 AI 面临羊群效应、黑箱模型和供应商集中度三大风险。预计监管将落地 AI 治理框架。（2）智驾出租车凭借规模效应冲击网约车市场。（3）大模型裂变人形机器人，量产将本演绎“估值拔升”。（4）AI 加速新药研发，AI 助力新药研发成功率提升。（5）英伟达全方位布局 AI 智能体：在 GTC 2025 大会上，英伟达推出开源模型 Llama Nemotron、硬件 Blackwell Ultra GPU、软件 Dynamo 系统和 AgentIQ 框架，全方位加速 AI 智能体布局发展。（6）OpenAI 三款语音模型重磅发布：OpenAI 推出 GPT-4o Transcribe、MiniTranscribe 和 GPT-4o MiniTTS，显著提升多语言和嘈杂环境下的语音交互能力，加速 AI 智能体的商业化落地。（7）OpenAI 新一代 AI 智能体开发工具包：OpenAI 发布 Responses API 和 Agents SDK，支持复杂任务的多工具协同，标志着 AI 从“回答问题”向“执行任务”跃迁。（8）谷歌 Gemini 2.5 Pro 重磅发布：谷歌推出新一代 AI 模型 Gemini 2.5 Pro，支持多模态输入，扩展至 100 万 token 上下文窗口，展现卓越的编程、推理和复杂问题解决能力。（9）谷歌 DeepMind 发布机器人基座模型 Gemini 系列：推出 Gemini Robotics 和 Gemini Robotics-ER，具备环境适应、自然语言交互和精细操作能力，显著提升机器人任务成功率。

国内热门主题：（1）政策组合拳激发并购重组活力：国家发改委鼓励并购基金发展，金融监管总局试点放宽科技企业并购贷款，解决企业资金瓶颈，市场活跃度显著提升。（2）央地协同推进具身智能产业化：北京、深圳先后发布具身智能产业发展行动计划，推动产业链国产化与场景落地双提速。（3）腾讯领投智元机器人 B 轮融资，京东切入家用具身智能：腾讯领投智元机器人新一轮融资，为其在具身智能领域首次布局，京东建立具身智能研发中心。（4）谷歌终止开源 Android，华为首款鸿蒙新机加速

AIoT 全场景布局：国产替代催化科技主题交投活跃。（5）深海科技政策支持：政府工作报告首次明确支持深海科技安全健康发展，推动建设全国海洋经济发展示范区，深海相关产业增速突出。（6）国产大模型与 AI 智能体协作：国内企业 Manus 与阿里通义千问深度合作，构建端到端智能体解决方案，推动工业、金融等垂类应用开发效率提升。（7）问界 M9 问世，激光雷达下放 20 万元价格带：问界 M9 巩固其在 50 万以上豪华 SUV 市场的领先地位。激光雷达技术下放 20 万元车型，“质价比”下价格平替成为头部车企主流打法。（8）固态电池产业化加速：中国电动汽车百人会预计 2027 年全国固态电池开启装车应用，头部车企公布明确时间表，技术验证与量产节奏加速。

国内政策关注：（1）2025 年全国两会《政府工作报告》：强调“能早则早、宁早勿晚”，通过超长期国债、专项债扩容等工具“一次性给足”，“安全”与“科技”提及率显著上升，反映政策在稳增长与风险防范间的精准平衡。（2）《北京具身智能科技创新与产业培育行动计划（2025-2027 年）》：聚焦具身智能“四新”突破，围绕多模态感知、大模型、机器人运动控制等百余项关键技术攻关。（3）《提振消费专项行动方案》：首次在促消费政策中明确“稳股市、稳楼市”，通过提振资本市场信心与修复居民资产负债表，直接增强消费预期。

风险提示：（1）人工智能技术发展前景不明朗；（2）产业政策落地节奏不确定性；（3）文中所提及的上市公司仅做统计汇总，不形成投资建议。

证券分析师：王开（S0980521030001）、陈凯畅（S0980523090002）

联系人：郭兰滨

行业与公司

◆ 化工行业月报：氟化工行业：2025 年 3 月月度观察-空调内销排产持续增长，制冷剂二季度长协价格快速上涨

3 月氟化工行情回顾：截至 3 月末（3 月 28 日），上证综指收于 3351.31 点，较 2 月末（2 月 28 日）上涨 0.92%；沪深 300 指数报 3915.17 点，较 2 月末上涨 0.65%；申万化工指数报 3454.06，较 2 月末上涨 2.45%；氟化工指数报 1284.04 点，较 2 月末下跌 0.93%。2 月氟化工行业指数跑输申万化工指数 3.38pct，跑输沪深 300 指数 1.58pct，跑输上证综指 1.85pct。据我们编制的国信化工价格指数，截至 2025 年 3 月 28 日，国信化工氟化工价格指数、国信化工制冷剂价格指数分别报 1217.60、1715.82 点，分别较 2 月底+1.61%、+3.88%。

3 月二季度长协价格逐渐落实，相比一季度长协价格大幅上涨约 6000 元/吨。据氟务在线，临近月末，制冷剂二季度长协订单出台，市场大幅上涨。“金三银四”需求旺季且外贸市场价格提升，最新二季度制冷剂长协定价 R32 承兑价格 46600 元/吨（较一季度定价上调 6000 元/吨，环比增加 14.77%），R410a 承兑价格 47600 元/吨（较一季度定价上调 6000 元/吨，环比增加 14.42%）。

制冷剂外贸方面，2025 年 1-2 月制冷剂出口量下滑较多，但出口均价大幅提升，内外贸价差快速收敛。据氟务在线，出口回落主要因 1 月海关编码重新梳理，要求各企业重新提交资料，导致 1 月出货量极低；2 月开始逐渐恢复，又因外贸商以及海外客户面对有违惯例的淡季价格大幅上涨，顾虑重重下观望接货。但随着淡季退去进入旺季，且价格继续水涨船高以及库存有限，外贸出口将回归正常。

制冷剂配额制度下，看好产品长期景气度延续。2024 年 12 月 16 日，生态环境部发布《关于 2025 年度消耗臭氧层物质和氢氟碳化物生产、使用和进口配额核发情况的公示》，生态环境部受理了 48 家企业提交的 2025 年度二代制冷剂生产、使用配额申请，受理了 67 家企业提交的 2025 年度三代制冷剂生产、进口配额申请，并对最终各企业生产、进口二代、三代制冷剂配额进行了公示。其中 HCFCs 落实年度履约淘汰任务，生产量削减了 4.99 万吨，减幅 23.37%；三代制冷剂生产和使用总量控制目标保持在基线值，维持了 2024 年的生产配额总量为 18.53 亿吨 CO₂、内用生产配额总量为 8.95 亿吨 CO₂、进口配额总量为 0.1 亿吨 CO₂，在具体细分品类上，根据 2024 年的供需情况，R32、R125、R143a 相比 2024 年配额有所增加，R134a 相比 2024 年有所减少。我们认为，制冷剂配额政策的严肃性将持续，在供给端长期强约束的背景下，我们持续看好制冷剂产品长期景气度的延续。

2025 年国补政策延续，高基数下空调内销排产持续增长。根据产业在线，2025 年一季度空调内销排产数据持续上涨，其中 1-2 月让步出口被动减量，3 月逐步起量，除季节性备货因素影响，两新政策推动也有较大促进。此外由于去年国补在淡季开始全面推出，而今年国补惠及全年，预计将有部分去年未被激发的需求在二季度旺季起被催化。出口方面，根据海关数据显示，1-2 月我国空调累计出口 1404 万台，同比+17.4%，除北美洲外，其余洲均实现不同程度增长，美国及墨西哥市场主要受特朗普关税影响出现下滑，预计美国对华关税清单落地后，订单释放或将带动货量回升。排产方面，二季度开始订单出现回落。根据国家统计局数据显示，2024 年中国空调累计产量 26598 万台，同比增长 9%。据产业在线家用空调内销排产报告显示，2025 年 4 月排产 1342 万台，同比+9.1%；5 月排产 1462 万台，同比+17.4%；6 月排产 1385 万台，同比+31.3%。出口排产方面，2025 年 4 月出口排产 1058 万台，同比+7.5%；5 月出口排产 933 万台，同比+2.8%；6 月出口排产 746 万台，同比-10.9%。

本月氟化工要闻：东阳光：与中际旭创立合资公司从事液冷技术研发生产；东岳氢能 IPO 辅导状态变更为“撤回辅导备案”；华谊集团拟收购三爱富 60% 股权，加强氟化工领域竞争力；东岳集团发布 2024 年度业绩，公司全年实现归母净利润 8.11 亿元，同比增长 14.6%。

投资建议：2025 年二代制冷剂履约加速削减，三代制冷剂 R32 同比增发 4.0 万吨，R22、R32 等品种行业集中度高；需求端受国补政策刺激、欧美补库、东南亚等新兴区域需求增长等因素影响，海内外空调生产、排产大幅提升。二代制冷剂 R22 等品种在供给快速收缩、空调维修市场的支撑下，预计 2025 年将出现供需缺口；三代制冷剂 R32 供给虽同比小幅提升，但 2024 年库存消耗殆尽，需求端也呈现快速增长，预计 2025 年将保持供需紧平衡。我们认为，制冷剂配额约束收紧为长期趋势方向，在此背景下，我们看好 R22、R32 等二代、三代制冷剂景气度将延续，价格长期仍有较大上行空间；对应二代、三代制冷剂配额龙头企业有望保持长期高盈利水平。建议关注产业链完整、基础设施配套齐全、制冷剂配额领先以及工艺技术先进的氟化工龙头企业及上游资源龙头。相关标的：巨化股份、三美股份等公司。

风险提示：氟化工产品需求不及预期；政策风险（氟制冷剂环保政策趋严、升级换代进程加快、配额发放政策变更等）；全球贸易摩擦及出口受阻；地产周期景气度低迷；各公司项目投产进度不及预期；原材料价格上涨；化工安全生产风险等。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、张歆钰（S0980524080004）

◆ 通信行业专题：运营商专题：2024 年业绩总结与云计算业务重估

运营商经营稳健，2024 年营收和净利润保持稳定增长。2024 年中国移动/中国电信/中国联通营收同比分别增长 3.1%/3.1%/4.6%，归母净利润同比分别增长 5.0%/8.4%/10.5%，ROE 分别为 10.2%/7.3%/5.5%。其中：收入端：新兴业务保持快速增长。受益 AI 发展，运营商云计算、数据中心 IDC、政企信息化等业务呈现高景气度。运营商近些年重点布局数据中心、算力等产业数字化转型业务，相关新兴业务呈现快速增长，三大运营商 2024 年新兴业务收入 4381 亿元（同比+7.8%），其中移动、电信、联通 2024 年云计算业务同比分别增长 20%/17%/17%；算力规模分别达到 29EF0PLS/35EF0PLS/17EF0PLS。成本侧：资本开支出现拐点，成本费用管控较好。以中国移动为例，公司 2024 年资本开支占通服收入比下降至 18.4%，同比下降 2.5pp；并预计 2025 年资本开支绝对值下降 128 亿元，资本开支占通服收入比持续下降。中国移动 2024 年管理费用率、销售费用率、研发费用率同比基本持平。

三大运营商分红比例稳步提升，持续关注股东回报，运营商属优质红利资产。此前中国移动和中国电信规划自 2024 年起，三年内分红率将提升至 75%；2024 年中国移动、中国电信、中国联通分红率分别达 73%/72%/55%，三大运营商未来分红率有望持续提升，目前（截止 2025 年 3 月 28 日）移动、电信、联通 A 股股息率（TTM）分别为 4.4%/3.4%/2.8%，H 股股息率股息率（TTM）分别为 5.7%/4.5%/4.3%。

受益 AI 发展，运营商数据中心 IDC 服务及云计算业务有望持续增长。近两年全球 AI 大模型的爆发推动了数据中心/AIDC 景气发展，全球互联网云厂资本开支持续加大。资源与服务是我国数据中心服务商的核心竞争力。三大运营商已经占据我国一半以上的数据中心资源，且聚焦在核心数据中心枢纽节点重点投入，拥有数据中心互联网络优势，运营商数据中心 IDC 业务是云计算业务的重要支撑，云计算有望持续受益 AI 行业发展。

投资建议：三大运营商主营业务各有特点，并且在 AI 时代运营商云计算业务有望重估。中国电信算力

建设属行业头部，云计算业务行业领先。中国联通业绩改善空间大，且大数据业务较为领先。中国移动作为行业龙头，用户规模和网络规模领先行业，经营稳健，利润与分红稳定提升。三家运营商分红稳定提升，具备核心红利资产属性。运营商作为拥有数据中心 AIDC 核心资源，云计算份额持续提升，在 AI 发展浪潮下，其云计算业务有望重估，参考金山云目前（3 月 29 日）PS（TTM）为 3.5X 估值，谨慎选取 2025 年运营商云业务 PS 为 3X 估值，对应移动、电信、联通云业务市值分别为 3300/3750/2250 亿元；在 PB=1 的假设下，移动、电信、联通净资产分别为 13992/4624/1689 亿元，目前移动、电信、联通 A 股市值分别为 22969/7055/1748 亿元，H 股市值分别为 17845/5335/2641 亿港元。推荐关注中国移动、中国电信、中国联通 A 股及 H 股受益 AI 发展趋势下的成长性。

风险提示：5G 发展不及预期；新兴业务发展不及预期；行业竞争加剧；估值结果不准确风险。

证券分析师：袁文翀（S0980523110003）

◆ 海外市场专题：港股市场速览-科技与金融带动资金流出

股价表现：大盘缓步回撤，医药板块走强

本周，恒生指数跌 1.1%，恒生科技跌 2.4%。风格上，中盘（恒生中型股-0.4%）>大盘（恒生大型股-0.9%）>小盘（恒生小型股-1%）。

概念指数走势分化，表现居前的有：恒生创新药（+6.2%）、恒生消费（+1.5%）；表现落后的有：恒生汽车（-2.5%）、恒生互联网（-2%）。

港股通行业中，11 个行业上涨，18 个行业下跌，1 个基本持平。上涨幅度居前的行业为：基础化工（+4.8%）、医药（+3.9%）、农林牧渔（+3.8%）、有色金属（+3.2%）、轻工制造（+1.3%）；下跌幅度居前的行业为：电子（-5.8%）、电力设备及新能源（-5.2%）、钢铁（-3.5%）、建筑（-3.4%）、计算机（-2.9%）。

资金强度：科技与金融带动资金流出

本周，资金减速流出，港股通总体日均资金强度（日均涨跌 x 日均成交量）为-3.8 亿港元/日，上周为-6.4 亿港元/日，近 4 周平均为+2.2 亿港元/日；近 13 周为+4.8 亿港元/日。

分行业看，13 个行业资金流入，16 个行业资金流出，1 个基本持平。资金流入的行业主要有：医药（+0.7 亿港元/日）、电力及公用事业（+0.7 亿港元/日）、有色金属（+0.3 亿港元/日）、传媒（+0.1 亿港元/日），其余流入不显著；资金流出的行业主要有：电子（-3.5 亿港元/日）、计算机（-0.5 亿港元/日）、消费者服务（-0.5 亿港元/日）、银行（-0.3 亿港元/日）、非银行金融（-0.3 亿港元/日）。

盈利预测：钢铁板块业绩预期保持强势上升

本周，港股通总体法 EPS 较上周-0.4%，上周较两周前+0.3%。

结构上，14 个行业 EPS 预期上修，14 个行业 EPS 预期下修，1 个基本持平。上修的行业主要有：钢铁（+10.2%）、汽车（+3%）、建材（+2.8%）、基础化工（+1.8%）、农林牧渔（+1%）；下修的行业主要有：煤炭（-6%）、综合金融（-3.8%）、消费者服务（-2.5%）、电力及公用事业（-2.2%）、建筑（-1.9%）。

风险提示：经济基本面的不确定性，国际政治局势的不确定性，美国财政政策的不确定性，美联储货币政策的不确定性。

证券分析师：王学恒（S0980514030002）、张熙（S0980522040001）

◆ 海外市场专题：美股市场速览-资金流出再次提速

价格走势：贸易战再次引起市场恐慌

本周，美股在后三个交易日快速下跌，标普 500 跌 1.5%。

风格：大盘价值（罗素 1000 价值-0.5%）>小盘价值（罗素 2000 价值-1.1%）>小盘成长（罗素 2000 成长-2.1%）>大盘成长（罗素 1000 成长-2.6%）。

10 个行业上涨，14 个行业下跌。强势行业：汽车与汽车零部件（+4.7%）、电信业务（+3.3%）、食品饮料与烟草（+2.4%）、商业和专业服务（+2.4%）、保险（+1.9%）；弱势行业：半导体产品与设备（-6.8%）、

媒体与娱乐（-4%）、耐用消费品与服装（-3.5%）、软件与服务（-2.9%）、运输（-1.9%）。

资金流向：美股资金流出再次提速

本周，美股资金流出再次提速。标普 500 成分股本周估算资金流为-48.8 亿美元，上周为+3.7 亿美元，近 4 周为-375 亿美元，近 13 周为-758.5 亿美元。

9 个行业资金流入，15 个行业资金流出。流入行业：汽车与汽车零部件（+27.2 亿美元）、食品饮料与烟草（+1.5 亿美元）、食品与主要用品零售（+1.4 亿美元）、保险（+1.2 亿美元）、商业和专业服务（+1.1 亿美元）；流出行业：半导体产品与设备（-34.2 亿美元）、媒体与娱乐（-12 亿美元）、软件与服务（-8.9 亿美元）、耐用消费品与服装（-7 亿美元）、技术硬件与设备（-6.4 亿美元）。

盈利预测：业绩预期维持稳定

本周，标普 500 成分股动态 F12M EPS 预期较上周上升 0.2%，上周上升 0.2%。

19 个行业盈利预期上升，4 个下降，1 个基本持平。上修幅度领先的行业有：综合金融（+0.4%）、半导体产品与设备（+0.4%）、消费者服务（+0.4%）、材料（+0.4%）、商业和专业服务（+0.3%）；业绩下修的行业有：食品与主要用品零售（-0.3%）、能源（-0.1%）、耐用消费品与服装（-0.1%）、汽车与汽车零部件（-0.1%）。

风险提示：经济基本面的不确定性，国际政治局势的不确定性，美国财政政策的不确定性，美联储货币政策的不确定性。

证券分析师：王学恒（S0980514030002）、张熙（S0980522040001）

◆ 中国财险(02328.HK) 财报点评:负债端稳中提质，资产端收益稳健

投资收益驱动归母净利润创新高。受益于投资收益大幅增长及业务结构优化，公司 2024 年实现归母净利润 321.61 亿元，同比增长 30.9%，创历史新高。其中，原保险保费收入规模达 5380.55 亿元，同比稳定增长 4.3%，市场份额 31.8%，稳居行业首位。受自然灾害频发及车险竞争加剧等因素影响，公司 2024 年综合成本率小幅上升至 98.8%，盈利空间充足。

车险稳中提质，市场占有率提升至 38.8%。2024 年，公司车险业务实现保费收入 2947.01 亿元，同比稳定增长 4.5%。作为我国财产险行业龙头，公司持续优化风险模型，加大新兴家自车领域的业务拓展。公司实现新能源汽车保费收入 509 亿元，同比大幅增长 58.7%，其中家自车 COR 控制在 100%以内。截至 2024 年末，受自然灾害频发、新能源汽车零件价格波动、人伤赔偿标准上涨等因素影响，公司车险业务整体综合成本率达 72.6%，同比上升 2.2pt。在行业“报行合一”背景下，公司加大手续费管理，综合费用率为 24.2%，同比优化 2.3pt，车险业务整体 COR 为 96.8%，优于行业平均水平。

非车险保费增速亮眼，保费贡献上升至 39.3%。公司非车险业务保持较好增速，2024 年实现保险服务收入 1905.22 亿元，同比增长 8.8%。其中，意健险受益于普惠型保险的推广，保费收入同比增长 9.7%至 1101.60 亿元；责任险加快服务实体经济，实现保费收入 375.83 亿元，同比增长 9.9%。个人非车险业务保持高速增长，保费收入同比提升 18%，旧准则下综合成本率低于 95%，业务质态持续提高。

加大优质资产配置，OCI 股票投资收益率达 36.3%。2024 年，中国财险持续优化资产配置结构，把握二级市场投资机遇，优化 TPL 股票及基金投资策略，加大长债、高分红股票等配置规模。其中，国债投资规模占比同比大幅提升 9.9pt，OCI 股票投资规模提高 26.4%。新准则下，资产端投资收益回暖带动公司利润大幅改善。2024 年，公司实现投资收益 151.18 亿元，同比增长 270.8%，对应总投资收益率 5.5%。过去三年，公司股票资产业务收益率超越中证 800 指数 27.9%，投资收益能力稳健。

投资建议：当前生产生活的持续复苏及新能源车崛起等契机，利好公司业务的持续稳健增长。资本市场回暖及长端利率上行利好险企资产端估值修复，我们上调公司 2025 年及 2026 盈利预测并新增 2027 年盈利预测，预计 2025 至 2027 年公司 EPS 为 1.55/1.67/1.77 元/股（2025 及 2026 年原为 1.49 及 1.60 元/股），当前股价对应 P/B 为 1.15/1.10/1.06x，维持“优于大市”级。

风险提示：保费增速不及预期；自然灾害导致 COR 上升；资产收益下行等。

证券分析师：孔祥（S0980523060004）

联系人：王京灵

◆ 新华保险(601336.SH) 财报点评:投资收益高弹性，净利润历史新高

公司归母净利润同比提升 201.1%，超出业绩预告范围上限。2024 年，受三季度资本市场大幅反弹影响，公司营收及利润大幅提升。截至 2024 年末，公司实现营业收入 1325.55 亿元，同比增长 85.3%；实现归母净利润 262.29 亿元，同比增长 201.1%，创历史新高。公司持续优化各渠道及产品转型，推出“新华尊”等多个服务品牌，涵盖十大领域，更好地满足客户多元化保险保障需求。在此背景下，公司实现新业务价值 62.5 亿元，同比大幅增长 106.8%；实现内含价值 2584.48 亿元，同比增长 3.2%。公司改革成果持续释放，核心价值指标增幅位列上市险企首位。

个险依托“XIN 一代”计划，渠道价值高增。2024 年，公司陆续出台新《基本法》及“XIN 一代”销售团队改革举措，实现从渠道模式创新到优增优育的系统化渠道升级建设。同时，公司通过试点机构先行的方式推行“顾问式优增课程”的技能安装，更好地为客户提供全生命周期金融服务，进而提高代理人人均产能及留存率。截至 2024 年末，公司个险渠道月人均综合产能达 0.81 万元，同比增长 41%；月均绩优率 10.9%，同比提高 2.3pt。此外，公司持续加大产品长期期交化转型，长险首年期交保费同比增长 19.7%。在此背景下，公司个险渠道 NBV 同比大幅增长 37.2%，渠道转型结果持续释放。

银保坚持“一行一策”的经营策略，保费收入同比增长 8.1%。2024 年，渠道践行“报行合一”，加强费用管控。截至年末，公司银保渠道实现保费收入 516.74 亿元，增速持续回升。其中，长险首年期交保费达 138.73 亿元，创历史新高，同比增长 11.5%。此外，公司以传统险为基础，在预定利率下调背景下探索分红型产品销售，结合组合型产品策略，挖掘市场多元化保险保障需求。

增加优质股债投资，综合投资收益率达 8.5%。2024 年，公司坚持动态调整各类资产配置及交易机会，在市场低位时把握股票、债券等结构性机遇，总投资收益水平得到显著改善。截至 2024 年末，公司实现公允价值变动损益 354.37 亿元，同比大幅提升。此外，公司审慎下调投资收益率假设及风险贴现率至 4.0%（投资连结型资金为 6.0%）及 8.5%，提高新准则下 EV 真实度。

投资建议：公司持续推进负债端价值转型，业务价值率得到显著提升。此外，公司相对较高的权益配置规模铸就更好的资产收益弹性。我们上调公司 2025 年及 2026 盈利预测并新增 2027 年盈利预测，预计 2025 至 2027 年公司 EPS 为 8.28/8.93/9.02 元/股（2025 及 2026 年原为 8.21 及 8.89 元/股），当前股价对应 P/EV 为 0.57/0.52/0.47x，维持“优于大市”评级。

风险提示：保费增速不及预期；长端利率下行；资产收益下行等。

证券分析师：孔祥（S0980523060004）

联系人：王京灵

◆ 招商证券(600999.SH) 财报点评:业绩稳健增长，机构业务优势构建

招商证券发布 2024 年年报。2024 年公司实现营业收入 208.91 亿元，同比提升 5.4%；实现归母净利润 103.86 亿元，同比提升 18.51%；ROE 为 8.82%，同比增加 0.91pct；EPS 为 1.13 元/股，同比提升 20.21%。公司业绩上涨主要因政策提振市场信心，股票市场呈反弹态势影响，交投活跃度提升，财富管理与机构业务明显回暖，自营业务成为业绩增长的主要驱动力。

财富管理构建“压舱石”，托管外包、私募服务优势明显。2024 年，公司实现经纪业务手续费净收入 61.83 亿元，同比提升 11.79%。公司期末货币资金 1,443.22 亿元、同比增长 31.18%，主因客户资金增加。财富管理方面，2024 年，公司托管客户资产规模达 4.27 万亿元，同比增长 14.78%；公司财富管理个人客户数同比增长 16.66%，高净值客户数同比增长 9.46%；公司非货币市场基金、权益基金、股票型指数基金保有规模（2024 年下半年度）分别为 959 亿元、699 亿元、533 亿元，分别排名证券行业第 4、第 5、第 4。机构业务方面，托管外包规模达 3.46 万亿元；私募基金产品托管数量市场份额达 21.72%，连续 11 年排名第一。公司将持续加大互联网等渠道导流，实现客户规模增长，公司经纪业务与财富产品份额有望保持上升态势。

自营业务收入成业绩增长主要驱动力。2024 年，公司实现投资收益（含公允价值变动收益）95.27 亿元，

同比增长 41.57%；公司金融资产规模 3788 亿元，同比上涨 1.13%，主要因资本市场系列政策落地，交投市场回暖，权益方向性投资业务实现了较好投资收益。后续持续稳定推进高分红策略，同时加强量化策略等中性投资业务，稳步推进代客属性业务，减少投资风险敞口。

资管业务稳步推进，投行业务承压，债承规模提升。2024 年，市场债券融资规模持续增长，但股权融资总规模同比明显下降，公司投行业务收入 8.56 亿元，同比下跌 34.22%。股权融资方面，公司股权承销金额 91.26 亿元，同比下滑 55%，行业排名第 8；IPO 储备项目 14 单，行业排名第 5；债券融资规模约为 4265.24 亿元，同比增长 30.91%，市占率持续提升。招商资管公募业务启航，资管业务业绩与管理规模稳步提升。2024 年，公司资管业务手续费净收入 7.17 亿元，同比提升 0.61%。

投资建议：我们对公司 2025 年与 2026 年的盈利预测分别上调 7.8%和 5.0%，预测 2025-2027 年公司归母净利润分别为 108.14 亿元、116.38 亿元、120.34 亿元，同比增长 4.1%/7.6%/3.4%，当前股价对应的 PE 为 15.4/14.3/13.8x，PB 为 1.4/1.3/1.2x。在市场活跃度提升的情况下，公司核心业务优势继续保持，展现出良好的发展韧性，维持“优于大市”评级。

风险提示：市场下跌对券商业绩与估值修复带来不确定性，政策风险等。

证券分析师： 孔祥（S0980523060004）、林珊珊（S0980518070001）

◆ 华泰证券(601688.SH) 财报点评:践行 Fin-Tech 赋能，业绩稳健增长

华泰证券发布 2024 年年报。2024 年公司实现营业收入 414.66 亿元，同比提升 13.37%；实现归母净利润 153.51 亿元，同比提升 20.4%；扣除非经常性损益后的净利润为 90.34 亿元，同比下滑 29.9%，对应 EPS1.62 元，同比提升 21.8%；ROE 为 9.24%，同比增加 1.12pct，业绩上涨主要因政策落地提振市场回暖、交投活跃度提升及有息负债利息支出下降影响，投资收益与利息收入大幅度增加所致。公司围绕国际化和智能化两条主线，持续探索“AI 智能提升”、“科技赋能平台”等业务赋能机会，释放“业务+科技”机会。

自营、利息业绩成主要驱动力。2024 年，公司实现投资业务收入（含公允价值变动）145.01 亿元，同比提升 24.25%，主要因权益、衍生品、股权市场回暖，公司积极推进 FICC 量化交易战略转型，投资收益增加。2024 年，利息净收入 27.05 亿元，同比大幅提升 184.09%，主要系有息负债利息支出下降所致。

市场活跃度提升经纪业务业绩回暖。2024 年，公司经纪业务收入 64.47 亿元，同比提升 8.19%。公司期末货币资金 1776.39 亿元，同比增长 18.17%，主因客户资金增加。截至 12 月末，公司权益基金、非货币市场基金和股票型指数基金保有规模分别为 1202 亿元、1666 亿元和 1087 亿元，均排名证券行业第二；买方基金投顾业务稳健发展，业务规模达 180.79 亿元。公司持续深化财富管理和机构服务“双轮驱动”战略，优化财富管理业务架构，构建完善全业务链联动的客户服务体系，提升客户粘性。

资管、投行业绩持续承压。2024 年公司资管业务实现净收入 41.46 亿元，同比下滑 2.58%。截至 12 月末，华泰柏瑞 AUM 达 6882 亿元（同比+73%），其旗下宽基指数基金沪深 300ETF 规模近 3600 亿元，位居沪深两市非货币 ETF 规模市场第一；南方基金 AUM 达 2.47 万亿元（同比+30%）。2024 年，市场股票融资总规模持续下降，公司实现投行业务收入 20.97 亿元，同比下滑 30.96%。2024 年公司股权承销金额 548.97 亿元，同比下滑 40%，行业排名第二；债券承销金额 1.3 万亿元，同比提升 3%，行业排名第三。

风险提示：盈利预测偏差较大的风险；市场大幅波动风险；境外监管风险等。

投资建议：基于资本市场回暖与市场政策的持续支持对证券业务的影响，我们对公司 2025 年和 2026 年的盈利预测分别上调 3.92%和 6.2%，预测 2025-2027 年公司归母净利润分别为 160.19 元、175.59 亿元、189.37 亿元，同比增长 4.3%/9.6%/7.8%，当前股价对应的 PE 为 10/9.1/8.4x，PB 为 0.79/0.74/0.7x。作为行业转型范例，对公司维持“优于大市”评级。

证券分析师： 孔祥（S0980523060004）、林珊珊（S0980518070001）

◆ 东方证券(600958.SH) 财报点评:自营回暖，业绩反转

东方证券发布 2024 年年报。公司 2024 年实现营业收入 191.90 亿元，同比+12.29%；实现归母净利润 33.50

亿元,同比+21.66%;基本每股收益为0.37,同比+23.33%;加权平均ROE4.14%,同比+0.69pct。分条线看,2024年营收同比增速:经纪-9.71%、投行-22.65%、资管-33.89%、利息-25.11%、投资+106.31%;占比分别为13.08%、6.09%、6.99%、6.89%、25.67%。公司业绩增长的主因系受债券及权益市场回暖影响,自营业务大幅提升所致。公司以“大财富、大投行、大机构”三大业务为主线,推动业务转型。

自营业务:TPL加大公募基金配置,OCI权益账户持续建仓。公司实现自营业务收入49.26亿元,同比+106.31%。金融投资资金增加262亿元,同比+13.36%。TPL账户减少69亿元,同比-7.09%,除公募基金投资增加63亿元外,债券和资产产品分别减少53/77亿元。OCI权益账户增加133亿元,年末持仓196亿元,同比+211.77%,系指定非交易规模增加:Q1/Q2/Q3/Q4分别增加17/59/28/29亿元。后续权益类投资将做深分红类投资策略,非权益类业务坚持非方向化转型。

财富及资产管理:金融产品代销和机构财富业务发力。金融产品代销和机构理财等方面,2024年,资本市场交投活跃,公司托管资产总额、非货产品销售规模、非货币保有规模、机构理财保有规模分别为8,782.73亿元、209.56亿元、558.24亿元、182.06亿元,同比分别+17.74%、+26.20%、+8.12%、+67.03%。资产管理方面,东证资管、汇添富基金AUM分别为2,165.68亿元、1.16万亿元,同比-8.1%、+9%。融资融券方面,公司融资融券余额274.61亿元,同比+32.22%,市占率提升0.21pct。后续大财富业务持续增强综合化客群经营能力,优化产品布局,提升客户资产配置服务水平。

投行业务承压,债券承销规模提升。公司实现投行业务收入11.68亿元,同比下降22.65%。2024年项目主承销金额13.31亿元,增发项目数量排名行业第8;债券承销总规模为5,204.43亿元,同比增加35.61%,市场排名第6,较2023年末上升2名。后续持续聚焦科创投行、能源投行、并购投行三大特色,推动投行业务特色化发展。

风险提示:政策风险,资本市场波动,汇率波动,经济增速不及预期等。

投资建议:基于公司年报数据及资本市场表现,我们对公司2025-2026年的归母净利润预测分别上调12.51%和12.35%,前值分别为31.99/33.56亿元,预计2025-2027年公司归母净利润为36.0/37.7/39.2亿元,同比增长7.4%/4.8%/4.1%,当前股价对应的PE为22.8/21.8/20.9x,PB为1.1/1.1/1.0x。公司综合实力强劲、持续推进业务转型,对公司维持“优于大市”评级。

证券分析师: 孔祥(S0980523060004)、陈莉(S0980522080004)

◆ 金发科技(600143.SH) 深度报告:全球改性塑料龙头,开拓高端材料应用

公司是一家专注化工新材料研发、生产和销售的企业,分为改性塑料、新材料、绿色石化、医疗健康四个板块。公司是国内改性塑料龙头,优势明显,在传统应用和新兴领域带动下业务持续增长;新材料板块公司不断充实产品品类与产能,成为公司重要增长点;绿色石化板块完善公司上游布局,通过精细化管理及股权转让控制对公司利润拖累;医疗健康板块公司持续开发新品、拓展海外市场,经营持续好转。

改性塑料板块优势明显,成长潜力足,机器人等新兴应用提高景气度。公司是全球规模最大、产品种类最为齐全的改性塑料生产企业。预计2025年公司改性塑料产能超300万吨,其中海外产能超35万吨。环保再生塑料产能约50万吨。公司海外业务发展速度快,毛利较高。家电、汽车、电子电器是改性塑料重要的下游应用领域,随着国内制造业高端化和国内消费复苏,传统需求有望持续保持增长。机器人及低空飞行器对轻量化有着更高的要求,这些新兴应用领域提高了改性塑料行业景气度。在原油价格下降期,公司毛利有望得到修复。

新材料业务品种不断丰富,产能持续投放。公司凭借自身领先的合成技术与工艺,持续加大对新材料的研发投入。特种工程塑料领域,公司不断研发新牌号产品,开拓新的应用领域,已实现在电子电器、新能源车、机器人和无人机等领域的应用。近年公司积极扩充产能以满足市场需求,目前拥有2.1万吨高温尼龙产能、2.1万吨LCP产能、3.6万吨碳纤维产能以及0.66万吨PPSU产能。可降解塑料方面,目前公司拥有18万吨PBAT产能和3万吨PLA产能,市占率国内领先。

绿色石化及医疗板块业绩触底,多种手段积极管控亏损。公司向上游布局了宁波金发和辽宁金发两个子公司,构建了“丙烷-丙烯-聚丙烯树脂-改性聚丙烯”和“丙烷-丙烯-丙烯腈-ABS树脂-改性ABS”产业链,保障了核心原料的供应安全与品质稳定。然而,由于国内近期产能扩张迅速,绿色石化业务对公司业绩产生了拖累。目前,公司通过降低能耗物耗、提高开工率等管理手段降低经营成本。

同时，公司还借助资本运作，在保持对辽宁金发控制权并实现并表的前提下，降低了其控股比例。医疗健康板块主要产品包括手套、口罩、熔喷布及防护服等，主要应用于医疗、个人防护、工业防护等领域。随着疫情结束，公司通过积极打造差异化产品、开拓海外市场等方式，降低了公司库存，提高了开工率。

投资建议：

公司改性塑料及新材料板块稳定增长，绿色石化及医疗健康板块有望不再恶化。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润为 8.92/13.45/17.01 亿元，摊薄 EPS 为 0.33/0.50/0.64 元。综合绝对估值与相对估值，股票合理估值区间在 12.85-15.33 元之间，相对于目前股价有 14.43%-36.51% 溢价空间。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示：原材料成本上涨、新产品放量及市场推广的风险、技术被赶超或替代的风险、新项目建设及产业化进度不及预期、汇兑风险等风险。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、董丙旭（S0980524090002）

◆ 广东宏大(002683.SZ) 财报点评：-矿服驱动业绩增长，海外业务加速发展

矿服业务驱动公司营收及利润稳健增长。2024 年公司实现营业收入 136.52 亿元，同比增长 17.6%；归母净利润 8.98 亿元，同比增长 25.4%；销售净利率 8.59%，同比提升 0.17 pcts。2024 年公司归母净利润的增长主要源自矿服收入的增长，公司紧持续加大在国内外重要地区的市场投入，公司大客户数量和大项目占比逐年稳步提升。2024 年公司矿山开采业务实现营业收入 108.11 亿元，同比增长 21.01%，毛利率 17.72%，同比提升 0.90 pcts。

积极整合民爆产能，持续优化民爆产能布局。2024 年公司收购了阳生化工及青岛盛世普天两家企业控股权，新增炸药产能 8.2 万吨/年，并于 2025 年 2 月完成对雪峰科技控股权的收购，公司拥有炸药产能提升至 69.75 万吨/年，位列全国前二。在整合民爆产能同时，公司通过将富余产能转移至新疆、西藏等需求旺盛市场，满足业务发展迫切需求和提升矿服大项目保供能力。

公司矿服业务服务矿种均衡，在手矿服订单逾 300 亿元。公司矿服业务秉承大项目、大客户战略，前五名客户营收占比达 45.70%，现矿服业务矿种主要以金属矿为主，其次为煤炭、砂石骨料等，抗风险、抗周期能力有所提升。公司目前在手矿服订单逾 300 亿元，新签订单稳中有增。2024 年广东宏大的爆破服务收入排名国内第一，市场份额 31.95%，较 2023 年提升 4.39 pcts。

海外业务营收增速达 43.66%，营收占比不断提升。2024 年公司海外业务实现营业收入 13.56 亿元，同比增长 43.66%，占营业收入比重由 8.13% 提升至 9.93%。公司正在赞比亚投资建设炸药厂，完成收购秘鲁 EXSUR 公司 51% 股权，以满足公司当地矿山项目需求，同时辐射周边地区民爆市场。

完成对江苏红光剩余股权收购，防务装备业务营收提升。2024 年，子公司宏大防务科技实现营业收入 3.23 亿元，较上年度上涨 88.03%，主要原因系 2024 年传统军品交付量有所增加且并购子公司江苏红光带来的利润增加。此外，公司还参与设立了北京宏大天力科技有限公司，对广东省军工集团有限公司持股比例提升至 65%，有利于壮大公司防务装备板块。

风险提示：下游需求不及预期风险；原材料价格波动风险；安全生产风险等。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。我们上调公司 2025/2026 年盈利预测并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 10.70/11.95/13.22 亿元（2025/2026 年原值为 9.51/10.50 亿元），摊薄 EPS 为 1.41/1.57/1.74 元，当前股价对应 PE 为 21.6/19.3/17.5x，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）

联系人： 王新航

◆ 中国海油(600938.SH) 财报点评：全年归母净利润同比增长 11.4%，分红率达到 44.7%

公司 2024 年实现归母净利润 1380 亿元，同比增长 11.4%。公司 2024 年实现营业收入 4205.1 亿元（同比+0.9%），归母净利润 1379.8 亿元（同比+11.4%），经营性净现金流 2208.9 亿元（同比+5.3%），自

由现金流 975.0 亿元（同比+9.7%）。公司 2024 年第四季度实现营业收入 944.2 亿元（同比-13.9%，环比-4.8%），主要由于原油价格下跌及贸易收入减少，归母净利润 212.8 亿元（同比-18.8%，环比-42.4%），主要由于计提资产减值损失 80.3 亿元，扣非归母净利润为 175.3 亿元（同比-40.5%，环比-52.2%），主要由于公允价值变动收益 36.2 亿元。

公司油气净产量再创新高，成本管控成效显著。公司 2024 年油气销售收入为 3556.2 亿元（同比+8.5%），油气净产量达到 726.8 百万桶油当量（同比+7.2%），其中国内净产量 493 百万桶油当量（同比+5.6%），得益于渤中 19-6 等油气田贡献，海外净产量 234 百万桶油当量（同比+10.8%），得益于圭亚那 Payara 项目等的投产。公司 2024 年石油液体平均实现价格 76.8 美元/桶（同比-1.6%），与布伦特原油均价贴水 3.1 美元/桶，较去年同期收窄 1.1 美元/桶，一方面受益于国内油价与布伦特油价价差收窄，另一方面受益于加拿大油砂折价大幅收窄。公司 2024 年桶油主要成本为 28.52 美元/桶油当量（同比-1.1%），同比下降 0.31 美元/桶油当量，成本管控效果显著。

资本开支力度稳步增长，与股东分享发展成果。公司 2024 年完成资本开支 1325 亿元，同比增加 29 亿元（同比+2.2%），2025 年预计资本开支为 1250-1350 亿元。公司全年共获得 11 个新发现，成功评价 30 个含油气构造，净证实储量达 72.7 亿桶油当量，同比增长 7.2%，储量寿命稳定在 10 年。公司在国内成功获得龙口 7-1、秦皇岛 29-6、惠州 19-6、陵水 36-1 等多个新发现，在国外圭亚那 Stabroek 区块获得亿吨级新发现 Bluefin，到 2030 年将实现 8 期项目运行，产能与产量将分别达到 170、130 万桶/天，同时成功获取莫桑比克、巴西和伊拉克共计 10 个新区块的石油合同。公司董事会建议派发每股 0.66 港元的末期股息（含税），全年股息达到 1.40 港元/股（含税），股息支付率为 44.7%，H 股股息率为 7.5%，A 股股息率为 4.9%。

风险提示：原油价格大幅波动；自然灾害频发的风险；地缘政治风险等。

投资建议：由于油价下跌，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测至 1401/1437 亿元（原值为 1564/1633 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 1494 亿元，摊薄 EPS 为 2.95/3.02/3.14 元，对于当前 A 股 PE 为 9.0/8.7/8.4x，对于 H 股 PE 为 6.0/5.8/5.5x，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、薛聪（S0980520120001）

◆ 华鲁恒升(600426.SH) 财报点评:四季度归母净利同环比提升，多项目持续推进

公司 2024 年四季度营收及归母净利同环比提升。公司发布 2024 年年度报告，2024 年公司实现营收 342.3 亿元（同比+26%），归母净利润 39.0 亿元（同比+9%）；其中，2024 年四季度营收 90.5 亿元（同比+14%，环比+10%），归母净利润 8.5 亿元（同比+32%，环比+4%），毛利率/净利率为 15.1%/9.9%，总费用率 4.1%，环比持平。营收及归母净利增长主要来自产品销量增长，公司通过内挖潜力降本增效、外拓市场提质增盈，保持了运营稳中有进的良好势头，行业竞争力得到进一步巩固。

2024 年四季度公司主营产品销量均同比提升。得益于新项目投产及技改扩能，2024 年四季度公司主营产品产销量均同比增长，新能源新材料/化肥/有机胺/醋酸及衍生品销量 65.17/151.25/15.20/42.51 万吨，同比均提升。2024 年四季度公司新能源新材料/化肥/有机胺/醋酸及衍生品营收分别为 164/73/25/41 亿元，占比分别为 48%/21%/7%/12%。

2024 年公司主营产品整体价格偏弱，己内酰胺价格同比上行。2024 年公司主营产品中尼龙 6 价格同比持平，己内酰胺价格同比上涨。2024 年己内酰胺原料纯苯价格高位震荡，成本支撑较强，叠加下游尼龙 6 开工率维持一定水平，需求端形成支撑，推动价格同比上行。而尿素、异辛醇、己二酸、醋酸、碳酸二甲酯等产品均受到市场供需宽松、原料价格波动等因素影响，价格同比下降。2024 年四季度，尿素进入农业用肥淡季，工业需求支撑有限，叠加原料煤价格下行，成本端支撑弱化，市场供需宽松，尿素价格走低。3 月以来春耕启动，备肥需求逐渐释放，复合肥采购增加，同时工业需求边际改善，成本端国际天然气价格上涨带动全球化肥行情走强，尿素价格震荡上行。

公司积极推进多个项目建设，以实现产品扩能增产和提升市场竞争力。2024 年，公司蜜胺树脂单体材料原料及产品优化提升项目、尼龙 66 高端新材料项目己二酸装置成功投产，为公司带来产能增长。同时，酰胺原料优化升级项目、20 万吨/年二元酸项目、BDO 和 NMP 一体化项目以及其他技术改造和在建项目均按计划顺利推进。

风险提示：项目投产不及预期；原材料价格上涨；下游需求不及预期等。

投资建议：公司成本优势相对稳固，新产能助销量增长，然而由于下游需求偏弱，且公司产品多数面临供给过剩压力，我们略微下调公司 2025-2026 年公司归母净利润预测为 43.7/46.5 亿元（原值为 45.9/49.5 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 47.8 亿元，对应 2025-2027 年 EPS 为 2.06/2.19/2.25 元，对应当前股价 PE 为 10.6/10.0/9.7 X，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、余双雨（S0980523120001）

◆ 常熟银行(601128.SH) 财报点评:微贷阶段性承压，回归做小做散初心

业绩实现较好增长。2024 年实现营收 109.1 亿元，同比增长 10.5%，归母净利润 38.1 亿元，同比增长 16.2%，仍维持同业前列。

个人信贷需求疲软，拖累信贷增速。期末资产总额 3666 亿元，较年初增长 9.6%，贷款总额为 2409 亿元，较年初增长了 8.5%，其中，企业贷款和零售贷款较年初分别增长了 16.1%和 2.2%。个人信贷需求疲软，住房抵押贷款和信用卡均有所压缩，个人经营性贷款和个人消费性贷款仅小幅增长。下半年压力进一步凸显，下半年个人贷款压降了 11.9 亿元，其中个人经营性贷款压降了 6.4 亿元。因此公司存在票据冲量行为，期末票据余额约占贷款总额的 6.7%，较年初提升了 0.9 个百分点。

微贷深化做小做散战略，提升核心竞争能力。2024 年末个人经营性贷款余额 934 亿元，占贷款总额的 38.8%，较年初下降了 1.6 个百分点。但微贷业务更加下沉，期末 30 万元（含）以下、30 万元~50 万元（含）比重分别为 31.8%和 13.2%，较年初分别提升 1.0 和 0.4 个百分点；期末信保类比重为 52.7%，较年初提升 2.1 个百分点。受益于微贷业务进一步做小做散，2024 年个人贷款收益率为 6.80%，同比提升 7bps，微贷业务核心竞争力持续提升。

净息差继续小幅收窄，资产质量阶段性承压。2024 年净息差 2.71%，同比下降 15bps，较前三季度下降 4bps，同比降幅收窄，绝对水平处在同业高位。

9 月末不良率 0.77%，较年初提升了 2bps，与 9 月末持平，依然处在低位。主要是公司加大了核销处置力度，2024 年全年核销和转出规模为 30.0 亿元，同比增加了 13.3 亿元，加回核销后的 2024 年不良生成率 1.43%，同比提升了 51bps。期末关注率 1.49%，逾期率 1.43%，较年初分别提升了 32bps 和 20bps。主要是经济持续下行后个人贷款不良有所暴露。但公司不良认定一直比较严格，且风险管控能力比较强，当前公司已经加大处置力度，未来伴随经济稳步复苏，资产质量压力也将缓解。期末公司拨备覆盖率 501%，较年初下降了 37 个百分点，较 9 月末下降了 28 个百分点，但依然处在行业前列。

投资建议：当前经济复苏依然较弱，微贷压力显现，调降 2025-2027 年归母净利润至 44/52/62 亿元（2025-2026 年原预测 46/56 亿元）的预测，对应同比增速为 15.7%/18.1%/18.4%。当前股价对应 2025-2027 年 PB 值为 0.67x/0.59x/0.52x。考虑到稳增长政策持续发力，以及公司微贷核心竞争优势持续强化，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济复苏不及预期会拖累公司净息差和资产质量。

证券分析师： 王剑（S0980518070002）、田维伟（S0980520030002）

◆ 工商银行(601398.SH) 财报点评:规模增长较快，资产质量稳定

营收降幅收窄，利润保持稳定。2024 实现营业收入 8218 亿元，同比下降 2.5%，降幅较三季报收窄 1.3 个百分点；全年实现归母净利润 3659 亿元，同比增长 0.5%，增速较三季报回升 0.4 个百分点。全年加权平均 ROE9.9%，同比下降 0.8 个百分点。

资产规模增速高于行业整体水平。2024 年总资产同比增长 9.2%至 48.8 万亿元，高于行业 7.2%的总体增速，体现出大行作为服务实体经济主力军的地位。其中存款同比增长 3.9%至 34.8 万亿元，主要是个人定期存款增长较多；贷款总额同比增长 8.8%至 28.4 万亿元，对公及零售贷款均实现增长。年末核心一级资本充足率 14.10%。

净息差降幅收窄。全年实现利息净收入 6374 亿元，同比下降 2.7%。披露的 2024 年日均净息差 1.42%，

同比下降 19bps，降幅较三季报收窄。其中生息资产收益率同比下降 28bps，负债成本同比下降 10bps，资产端收益率下降较多而负债成本相对刚性，主要是存款增长乏力、高成本的同业融资增长较多。环比来看，四季度日均净息差 1.39%，较三季度下降 4bps。

手续费净收入小幅下降，其他非息收入小幅增长。2024 年手续费净收入同比下降 8.3%，主要受落实保险“报行合一”政策、公募基金费率改革等因素影响，个人理财及私人银行、对公理财收入有所减少。其他非息收入同比增长 9.2%，与中小银行相比增幅较低，这样在今年利率上升的情况下压力也相对较轻。资产质量比较稳定。测算的 2024 年不良生成率 0.43%，同比下降 2bps，保持稳定。年末拨备覆盖率 215%，环比三季度末下降 5 个百分点，较年初增加 1 个百分点。年末不良率 1.34%，环比三季度末下降 1bp，较年初下降 2bps；关注率 2.02%，较年初上升 17bps。公司资产质量整体比较稳定。

投资建议：公司整体表现符合预期，我们根据年报信息小幅调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润 3716/3838/3987 亿元（上次预测的 2025-2026 年值为 3755/3920 亿元），同比增速 1.6%/3.3%/3.9%；摊薄 EPS 为 1.00/1.03/1.08 元；当前股价对应的 PE 为 6.9/6.6/6.4x，PB 为 0.63/0.59/0.55x，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济形势走弱可能对银行资产质量产生不利影响。

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

◆ 浦发银行(600000.SH) 财报点评: 存量不良出清，资产质量稳定

营收降幅收窄，净利润向正常水平回归。2024 实现营业收入 1707 亿元，同比下降 1.5%，降幅较三季报收窄 0.7 个百分点；全年实现归母净利润 453 亿元，同比增长 23.3%，向前几年的正常利润水平回归。全年加权平均 ROE6.3%，同比回升 1.1 个百分点。

规模稳定增长。2024 年总资产同比增长 5.0%至 9.46 万亿元，略高于股份行 4.5%的总体增速。其中存款同比增长 3.3%至 5.23 万亿元，主要是定期存款增长较多；贷款总额同比增长 7.4%至 5.39 万亿元，增量主要来自对公贷款。年末核心一级资本充足率 8.92%。

净息差同比下降。全年实现利息净收入 1147 亿元，同比下降 3.1%。披露的 2024 年日均净息差 1.42%，同比下降 10bps，其中生息资产收益率同比下降 25bps，负债成本同比下降 13bps，存款成本同比下降 19bps。净息差下行主要受 LPR 连续调降、存量房贷利率下调影响，整体生息资产收益率下行，以及存款长期化、定期化趋势仍在延续，付息率下降幅度慢于资产端。

手续费收入小幅下降，其他非息收入小幅增长。2024 年手续费净收入同比下降 6.7%，主要是代销以及银行卡手续费收入下降引起，与行业趋势一致。其他非息收入同比增长 8.7%，主要是债券投资收益增加。

存量不良出清，资产质量保持稳定。测算的 2024 年不良生成率 1.16%，同比基本持平。年末拨备覆盖率 187%，环比三季度末提高 7 个百分点，较年初提高 13 个百分点。年末不良率 1.36%，环比三季度末下降 2bps，较年初下降 12bps；关注率 2.34%，较三季度末和年初均上升 1bp。经历过前期存量不良出清之后，目前公司资产质量整体稳定。

投资建议：公司整体表现符合预期，我们根据年报信息小幅调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润 471/476/479 亿元（上次预测的 2025-2026 年值为 445/458 亿元），同比增速 4.1%/1.1%/0.5%；摊薄 EPS 为 1.42/1.44/1.45 元；当前股价对应的 PE 为 7.3/7.2/7.2x，PB 为 0.45/0.43/0.41x，维持“中性”评级。

风险提示：宏观经济形势走弱可能对银行资产质量产生不利影响。

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

◆ 光大银行(601818.SH) 财报点评: 规模稳健增长，不良生成率下降

营收降幅收窄，归母净利润实现正增长。2024 实现营业收入 1354 亿元，同比下降 7.0%，降幅较三季报收窄 1.8 个百分点；全年实现归母净利润 417 亿元，同比增长 2.2%，增速较三季报回升 0.3 个百分点。

全年加权平均 ROE7.9%，同比下降 0.5 个百分点。

规模稳健增长，有力支持实体经济。2024 年总资产同比增长 2.7%至 6.96 万亿元，业务规模实现稳健增长。其中存款同比下降 1.4%至 4.04 万亿元，贷款总额同比增长 3.9%至 3.93 万亿元，普惠金融、绿色、制造业、战略性新兴产业、科技型企业、民营企业等领域贷款均实现快速增长，有力支持实体经济。表外方面，2024 年对公 FPA 总量 5.31 万亿元，同比增长 4.5%，零售 AUM2.95 万亿元，同比增长 8.4%。年末核心一级资本充足率 9.82%，保持在较高水平。

净息差同比下降。全年实现利息净收入 967 亿元，同比下降 10.1%。披露的 2024 年日均净息差 1.54%，同比下降 20bps，其中生息资产收益率同比下降 34bps，负债成本同比下降 11bps。净息差下行主要受 LPR 重定价、新发放贷款利率下行、国内市场利率下行等因素影响。

手续费收入减少，其他非息收入大幅增加。2024 年手续费净收入同比下降 19.5%至 191 亿元，主要是银行卡服务手续费收入同比减少，与同业表现接近。其他非息收入同比大幅增长 36%，主要得益于债券投资收益和公允价值变动收益增加。

资产质量整体保持稳定，不良生成率下降。测算的 2024 年不良生成率 1.28%，同比下降 24bps。年末拨备覆盖率 181%，环比三季度末提高 10 个百分点，较年初持平。年末不良率 1.25%，环比三季度末和较年初均保持稳定；年末关注率 1.84%，较年初持平。整体来看，公司资产质量整体保持稳定，其中不良生成率改善表现较好。

投资建议：公司整体表现符合预期，我们根据年报信息小幅调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润 421/425/427 亿元（上次预测的 2025-2026 年值为 414/426 亿元），同比增速 1.0%/0.9%/0.4%；摊薄 EPS 为 0.63/0.64/0.64 元；当前股价对应的 PE 为 5.7/5.7/5.7x，PB 为 0.42/0.40/0.38x，维持“中性”评级。

风险提示：宏观经济形势走弱可能对银行资产质量产生不利影响。

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

◆ 农业银行(601288.SH) 财报点评:营收利润实现双增长

营收利润实现双增长。2024 实现营业收入 7106 亿元，同比增长 2.3%，增幅较三季报提高 1.0 个百分点；全年实现归母净利润 2821 亿元，同比增长 4.7%，增速较三季报回升 1.3 个百分点。全年加权平均 ROE10.5%，同比下降 0.4 个百分点。

资产规模增速有所回落。2024 年总资产同比增长 8.4%至 43.2 万亿元，增速较此前有所回落，但仍高于行业 7.2%的总体增速。其中存款同比增长 4.9%至 30.3 万亿元，主要是个人定期存款增长较多；贷款总额同比增长 10.2%至 24.9 万亿元，对公及零售贷款均实现较好增长。年末核心一级资本充足率 11.42%。

净息差下降。全年实现利息净收入 5807 亿元，同比增长 1.6%。披露的 2024 年日均净息差 1.42%，同比下降 18bps，其中生息资产收益率同比下降 29bps，负债成本同比下降 11bps。净息差下降主要是由于 LPR 下调、存量住房贷款利率下调、市场利率下行等因素影响，生息资产收益率下降相对较多。环比来看，四季度日均净息差 1.34%，较三季度下降 11bps。

手续费净收入小幅减少，其他非息收入增长较多。2024 年手续费净收入同比下降 5.7%至 756 亿元，其中代理业务收入下降较多，主要是代理保险相关手续费收入减少。其他非息收入同比增长 26.3%至 543 亿元，主要是债权投资相关投资收益和公允价值变动增加。

资产质量保持稳定。测算的 2024 年不良生成率 0.43%，同比上升 4bps，保持在较低水平。年末拨备覆盖率 300%，环比三季度末下降 2 个百分点，较年初下降 4 个百分点。年末不良率 1.30%，环比三季度末下降 2bps，较年初下降 3bps；年末关注率 1.40%，较年初下降 2bps。公司资产质量整体比较稳定。

投资建议：公司整体表现符合预期，我们根据年报信息小幅调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润 2952/3074/3241 亿元（上次预测的 2025-2026 年值为 2945/3120 亿元），同比增速 4.6%/4.2%/5.4%；摊薄 EPS 为 0.79/0.82/0.87 元；当前股价对应的 PE 为 6.5/6.2/5.9x，PB 为 0.64/0.60/0.56x，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济形势走弱可能对银行资产质量产生不利影响。

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

◆ 中远海能(600026.SH) 财报点评:24 年外贸油运需求疲软导致业绩承压,继续看好刚性供给下运价弹性

中远海能发布 2024 年年报,业绩表现偏弱。中远海能 2024 年实现营业收入 232.44 亿元,同比+5.22%;归母净利润约 40.37 亿元,同比+20.47%;扣非归母净利润 39.79 亿元,同比-3.77%。

2024 年海能外贸油运业务量增价减,景气度较低。中远海能 2024 年外贸油运周转量同比增长 14.4%,但是实现毛利为 35.9 亿元,同比下滑 13.5%,其中,原油/成品油/船舶期租毛利 17.0 亿/8.4 亿/10.7 亿元,同比分别-29.6%/+0.1%/+16.0%。不难发现,原油运输是主要的拖累项,其背后的原因一方面是全球经济表现疲软导致 OPEC+减产,原油运输需求下降;另一方面是 2024H2 俄油、伊朗油等低成本黑市油更受青睐,挤压了合规油的运输需求,结构化问题显著。

内贸及 LNG 稳健增长提供安全垫,收购 LPG 及石油气运输业务拓宽新领域。公司内贸油(原油+成品油)运输周转量同比增长 4.2%;毛利 14.8 亿元,同比下滑 0.9%,亦是受到了需求侧的抑制。LNG 业务贡献归母净利润 8.1 亿元,同比增长 2.7%,表现较为稳健。此外,海能 2024 年完成对中远海运集团 LPG 和化学品海运业务的收购,进一步拓宽业务领域,完善能源物流环节,LPG 和化学品分别为公司贡献毛利 5229/5301 万元。

展望 2025 年,供需格局有望改善,看好运价向上弹性。需求侧,一方面 4 月起 OPEC+有望开始增产,全球原油海运需求有望随之回升,另一方面,年初以来,美国加强对伊朗油的制裁,此前的黑市需求有望回归至合规市场需求。供给侧来看,在不考虑拆解的情况下,2025 年原油轮供给增长率不足 1%,且随着全球对黑市油的制裁逐步推进,黑市船或逐步开始退出市场,有望带来供需结构改善。当前全球油运船东具备较强信心,且经过新增供给断层期后,供给侧相对紧张,我们继续看好运价的潜在向上弹性。

风险提示:全球经济超预期下滑、安全事故、油轮供给超预期释放。

投资建议:

考虑到 2025 年全球 VLCC 的供应偏紧,且随着 OPEC+及美国增产,原油海运需求有望提升,我们预计行业运价中枢有望上移,且旺季的向上弹性有望提升,考虑到目前尚不明确中东及美国的增产幅度,将 2025-2026 年盈利预测由 53.3/58.6 亿元下调至 47.6/49.4 亿元,并引入 2027 年盈利预测 50.6 亿元,对应 PE 估值为 11.4/11.0/10.8 倍,维持“优于大市”评级。

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

◆ 招商南油(601975.SH) 财报点评:业绩符合预期,逐步摆脱历史包袱

招商南油公布 2024 年年报,全年业绩较快增长,但是 Q4 环比快速下行。招商南油发布 2024 年年报,公司全年实现营收 64.75 亿元,同比增长 4.50%;实现归母净利润 19.21 亿元,同比增长 23.38%。其中 Q4 单季度营业收入为 14.67 亿元,环比下降 0.89%;归母净利润为 2.65 亿元,环比下降 39.10%。

2024 年成品油运输需求波动较大,运价前高后低。2024 年在红海、俄乌等地地缘政治因素影响以及 OPEC+减产节奏等因素的影响下,虽上半年行业运价表现优异,但是三季度后原油轮开始跨界抢占成品油轮市场,全年运价均值并未明显上涨,2024 年 MR-TCE 均值约 2.8 万美元/天,同比-4.7%;TC7、TC11-TCE 均值 2.8、2.3 万美元/天,同比+6.6%、+16.2%。这也导致南油的成品油运输业务虽然营业收入提升 9.3%至 37.5 亿元,但是毛利率下滑 2.88pct 至 32.8%。

原油及化学品运输业务稳步增长,利润垫逐步夯实。2024 年招商南油的原油运输业务实现营收 18.7 亿,同比+4.1%,毛利率 37.7%,同比+0.41%;化学品运输营收 4.7 亿,同比+6.4%,毛利率 18.7%,同比+1.35%;乙烯运输营收 2.0 亿,同比+10.6%,毛利率 32.4%,同比+4.1%。

展望 2025 年,成品油需求有望回归常态,中长期成长逻辑不变。随着 OPEC+将于 4 月开始增产,合规原油运输市场的需求有望回升,相关原油运输运力有望退出成品油运市场,且长期的“炼能东移”趋势仍在继续,有望对中长期需求形成支撑;供给侧方面,存量运力正在加速老龄化,目前成品油轮船队中,20 岁以上的运力占比为 18%、15-20 岁的运力占比为 30%,预计未来几年老龄船的占比会大幅提升,即

便行业当前在手订单占运力比已超过 20%，但是整体来看供给增长仍有限，行业供需有望达到新平衡。

风险提示：全球经济超预期下滑、安全事故、供给订单超预期释放等。

投资建议：

2024 年行业运价呈现出较高波动性，导致公司毛利率有所下滑，但是由于公司 2024 年内处置 4 艘老旧船舶，贡献资产处置收益 2.7 亿元，带动公司业绩较快增长。综合考虑当前的运价水平以及来年或不再有重大资产处置计划的可能，我们将 2025-2026 年业绩预测由 22.6/23.7 亿元下调至 15.7/16.1 亿元，并引入 2027 年盈利预测 16.4 亿元，对应 PE 估值 9.3/9.0/8.9 倍，将评级由“优于大市”下调至“中性”。

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

◆ 兴通股份(603209.SH) 财报点评:红海危机助力公司业绩高增，积极回报股东增强价值属性

兴通股份公布 2024 年年报。2024 全年兴通实现营业收入营业总收入 15.15 亿元人民币，同比增长 22.43%；归母净利润 3.5 亿元人民币，同比增长 38.95%；扣非归母净利润 3.38 亿元人民币，同比增长 42.58%。单四季度，实现营业收入 3.53 亿元人民币，同比增长 6.65%；归母净利润 0.72 亿元人民币，同比增长 3.35%；扣非归母净利润 0.69 亿元人民币，同比增长 11.83%。

新运力投放推动兴通 2024 年业绩较快增长，内外贸形成对冲。兴通 2024 年的主要增长点在于外贸化学品业务的量价齐升，一方面来说，公司加大外贸船的投入，外贸运量大幅增长，全年突破 100 万吨，另一方面来说，受红海危机等地缘政治影响，亚洲-欧洲化学品航线的距离与时间大幅增加，化学品船 TCE 上升。但是内贸化学品方面，受国内油化产业开工率等因素影响，国内化学品运输营收下降 8%。此外，成品油及 LPG 运输业务稳步发展，收入分别同比增长 10%和 27%。

船队规模有序增长，内贸运力持续扩张，体现公司强劲竞争力。兴通股份是中国化学品航运业的龙头企业。据公司公告，2024 年度，其在内贸航运上新投入 2 艘不锈钢化学品船，运力规模 1.14 万载重吨；年末在营内贸化学品船 23 艘，运力规模 24.36 万载重吨，占市场总运力比例近 16%。此外，公司公告，2025 年其控股子公司兴通万邦 2 艘 1.30 万载重吨内外贸兼营不锈钢化学品船舶将投入运营，将进一步扩大公司内贸化学品船队规模，优化船队结构，巩固行业龙头地位。

坚持分红回购回馈股东。虽 2024 年为兴通资本开支大年，但公司仍拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2.00 元（含税），总共拟派发现金红利 5594.6 万元（含税），股利支付率达 15.97%。此外，公司 2024 年度回购股份 419.9973 万股，体现了公司具有持续回馈股东的意愿与能力。

风险提示：油化产业链景气度超预期下滑、安全事故、行业竞争加剧等。

投资建议：

兴通股份是国内化学品运输龙头企业，公司的“1+2+1”战略稳步推进，外贸业务增长较快，且随着我国经济逐步走向正轨，内贸业务亦有望回升。考虑到 2025 年内贸业务尚存不确定性，而 2026 年大概率较 2025 年有所改善，将 2025-2026 年业绩 4.2/4.8 亿元调整至 4.2/5.0 亿元，并引入 2026 年业绩预测 5.8 亿元，对应 PE 估值 10.9/9.1/7.9 倍，维持“优于大市”评级。

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

◆ 华能国际(600011.SH) 财报点评:煤电盈利显著改善，持续推进新能源发展

电价下降致营业收入同比下降，归母净利润同比增长。2024 年，公司实现营业收入 2455.51 亿元（-3.48%），归母净利润 101.35 亿元（+20.01%），扣非归母净利润 105.22 亿元（+87.50%）。2024 年公司营业收入下降主要系电价下降影响，2024 年公司中国境内各运行电厂平均上网结算电价为 494.26 元/兆瓦时（-2.85%），同时新加坡、巴基斯坦业务收入受电价下降影响而有所下降，新加坡业务营业收入同比下降 19.85%，巴基斯坦业务营业收入同比下降 13.12%。公司归母净利润增长主要由于燃料成本同比下降促进煤电盈利增长，且公司新能源规模有序扩增带来增量利润，2024 年公司煤炭采购均价同

比下降 8.27%，境内发电燃料成本同比下降 9.69%，单位燃料成本 300.31 元/兆瓦时（-8.00%）。

新能源项目建设持续推进，驱动未来业绩增长。2024 年，公司新增并网可控发电装机容量 9.69GW，其中火电 0.28GW，风电 2.65GW，光伏 6.77GW，新能源合计 9.42GW。截至 2024 年底，公司可控发电装机容量 145.13GW，其中煤机 93.14GW，燃机 13.51GW，风电 18.11GW（含海上风电 5.49GW），太阳能 19.84GW，水电 0.37GW，生物质 0.16GW，低碳清洁能源装机容量占比 35.82%。未来公司将大力发展新能源，力争在“十四五”末期公司低碳清洁能源装机占比达到 45%左右。新能源发电上网电价市场化改革政策落地，有助于新能源发电项目维持合理收益率水平，新能源发电项目盈利有望逐步趋于稳健。

持续优化火电发展，择优布局调峰气电，火电盈利趋稳。公司加快煤电结构优化升级，按照控增量、优存量、促减量的思路优化煤电发展，实现向基础保障性和系统调节性电源并重转型，同时择优发展气电及其它清洁能源发电。2025 年以来，煤价显著下降，有助于对冲电价下降对煤电机组盈利的影响，预计公司煤电机组仍有望实现合理收益。

风险提示：行业政策不及预期；用电量下滑；煤价上涨；电价下滑。

投资建议：由于电价下降影响，下调盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 119.3/126.6/133.4 亿元（2025-2026 年原预测值为 120.3/128.5 亿元），EPS 为 0.76/0.81/0.85 元，对应 PE 分别为 9.3/8.7/8.3 倍。给予公司 2025 年 10-11xPE，公司合理市值为 1193-1312 亿元，对应每股合理价值为 7.60-8.36 元，较目前股价有 8%~19%的溢价空间，维持“优于大市”评级。

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

联系人：崔佳诚

◆ 巨子生物(02367.HK) 财报点评:2024 年经调净利润同比增长 47%，大单品势能持续强劲

公司业绩维持高速增长。公司 2024 年实现营业收入 55.39 亿/yoy+57.2%，经调整利润为 21.52 亿/yoy+46.5%，全年经调净利润率 38.8%/yoy-2.8pct。其中 2024H2 实现营收 29.98 亿/yoy+56.3%，经调净利润 11.25 亿/yoy+42.0%，经调净利润率为 37.5%/yoy-3.8pct。同时公司派发末期股息及特别股息合计每股 1.19 元。同时公司给出 2025 年指引，预计实现收入增速 25-28%，毛利率由于产品结构下降 1-2%，销售费用率中低个位数增长，归母净利润在 25-25.5 亿/yoy+21-24%。

分品牌看，可复美实现营收 45.42 亿/yoy+62.9%，收入占比提升至 82%。其中胶原棒和敷料产品占比均不足 30%；焦点面霜收入超 2 亿，同时今年有望实现翻倍增长。可丽金实现营收 8.41 亿元/yoy+36.3%，其中预计线下下滑超 10%，线上接近翻倍增长，线上占比已超 60%。分品类看，功效性护肤实现收入 43.02 亿/yoy+62.5%，医用敷料实现收入 12.18 亿/yoy+41.5%。分渠道看，DTC 直销/电商直销/线下直销/经销分别实现收入 35.87/3.77/1.70/14.05 亿，分别同比增长 66.5%/112.5%/92.0%/27.3%，目前线上仍是公司主要增长渠道，线下则靠拓展销售触点、扩大线下客户覆盖。

毛销差受多因素影响不断降低。公司 2024 年毛利率和净利率分别实现 82.1%/37.2%，分别同比-1.5/-3.8pct，产品结构调整导致毛利率下滑，销售/管理/研发费用率分别为 36.3%/2.7%/1.9%，分别同比+3.2/0.0/-0.2pct。2024H2 毛利率和净利率分别实现 81.8%/36.0%，2024H2 销售/管理/研发费用率分别为 37.2%/2.8%/1.9%，毛销差达 44.6%，同环比分别下降-6.8pct/-2.7pct，主要由于 1）下半年整体线上平台流量成本提升；2）高费用率线上渠道占比提高；3）为推动新品发展营销投放增多。

风险提示：宏观环境风险，销售不及预期，行业竞争加剧。

投资建议：公司依托多年研发积累，核心大单品持续稳健增长，同时新品不断放量带动业绩持续表现亮眼，验证了其在重组胶原蛋白领域的龙头地位及产品矩阵的市场竞争力。后续随着产品矩阵搭建的逐步完善，叠加医美产品获批预期也给公司中长期增长贡献新引擎。考虑到今年整体线上平台费用率持续高企，同时多款新品推动导致投放增加，但公司产品品质长期发展竞争力犹存，因此我们略调整公司 2025-2026 年并新增 2027 年归母净利润至 25.49/30.92/36.73（2025/2026 年原值为 25.67/30.49）亿元，对应 PE 为 26/21/18 倍，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 张峻豪（S0980517070001）、孙乔容若（S0980523090004）、柳旭（S0980522120001）

◆ 广州酒家(603043.SH) 财报点评:2024 年业绩承压但分红加大,股权激励方案稳定市场预期

2024 年公司收入稳健利润承压, 分红率提升至 55%。2024 年, 公司实现收入 51.24 亿元/+4.55%, 归母净利润 4.94 亿元/-10.29%, 扣非净利润 4.52 亿元/-10.73%。2024Q4 公司实现收入 10.21 亿元/-0.39%; 实现归母净利润 0.46 亿元/-22.12%; 扣非净利润 0.18 亿元/-43.71%, 其中 2024 中秋更早月饼业务在四季度存在确认差异。公司拟每 10 股现金红利 4.8 元, 分红率 55.28%。

月饼速冻同比略有下滑, 餐饮伴随门店扩张收入增长。食品业务: 2024 年公司月饼主业收入 16.36 亿元/-1.95% (其中销量同比下滑 1.58%), 外围环境承压下整体相对平稳; 速冻收入 10.30 亿元/-2.97% (其中销量同比增长 3.54%), 量增价减; 其他食品收入 0.90 亿元/+12.49%。综合看食品制造收入 35.70 亿元/+1.03%, 平稳表现。餐饮业务: 2024 年收入 14.55 亿元/+15.24%, 主要系餐饮门店增加贡献, 但目前消费环境下单店收入预计承压。

竞争加剧致公司速冻等业务毛利率有所下滑, 但期间费率控制良好。2024 年公司毛利率 31.7%/-3.90pct, 其中月饼/速冻/其他食品/餐饮业务毛利率分别下滑 0.74/4.70/5.22/3.96pct, 公司月饼业务盈利能力相对稳健, 速冻与其他产品业务受行业竞争加剧公司促销增加扰动, 餐饮业务与门店爬坡有关。2024 年期间费率为 19.86%/-1.35pct, 控制良好。

公司经营稳健, 股权激励促进中线稳定增长。食品业务方面, 过往外围环境扰动下公司月饼主业借助品牌力与扎实的产销配合经验实现稳健发展, 2025 年因中秋和国庆相连, 按历史规律相对利好月饼主业销售。速冻和其他产品或仍受行业竞争加剧扰动需要跟踪。餐饮方面, 文昌店改造后初步预计 2025 年推出, 后续整体保持稳健扩张步伐。此外, 公司近期发布新一轮股权激励草案, 业绩考核目标为以 2023 年基数, 2025-2027 年营业收入增长率不低于 16%/28%/40.85%, 估算 2025-2027 年收入同比增长 10.9%/10.3%/10.0%, 同时明确每年归母扣非加权平均净资产收益率、营业收现率、分红率 (不低于 40%) 等指标, 有助于促进中线稳定增长。

风险提示: 宏观经济等系统性风险, 竞争加剧、食品安全、异地扩张等风险。

投资建议: 综合 2024 年经营情况和当前消费仍渐进复苏, 我们略下修公司 2025-2026 年公司归母净利润至 5.5/6.1 亿元 (此前为 5.7/6.4 亿元), 新增 2027 年预测 6.7 亿元, 3 年 CAGR 为 10.4%, 当前股价对应估值 17/16/14x。公司月饼主业经营稳健, 速冻业务尚受外界环境影响, 股权激励落地有望促进公司主观经营动能及后续稳定增长, 分红比例增加后当前股息率为 2.9%, 维持中线“优于大市”评级。

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

◆ 山东黄金(600547.SH) 财报点评:量价齐增业绩实现高增长, 黄金产量有望持续提升

公司发布年报: 实现营收 825.18 亿元, 同比+39.21%; 实现归母净利润 29.52 亿元, 同比+26.80%; 实现扣非归母净利润 29.91 亿元, 同比+35.15%; 实现经营活动产生的现金流量净额 133.40 亿元, 同比+94.78%。其中, 公司 Q4 业绩环比明显提升, 主要得益于沪金价格的持续上行, 沪金 Q3/Q4 均价分别为 571/616 元/克, Q4 环比+7.93%。

矿产金产量大幅增长: 2024 年, 公司矿产金产量 46.17 吨, 同比+10.51%, 其中 Q1/Q2/Q3/Q4 产量分别为 11.91/12.61/10.92/10.73 吨。产量增长主要得益于部分在手矿山生产优化后产量的提升, 及山金国际实现全年并表增加公司黄金产量。公司 2025 年的生产经营计划是: 黄金产量不低于 50 吨。

利润分配方面: 公司拟每 10 股派发现金红利累计人民币 2.28 元 (含税, 含半年已派发现金红利), 总计约 10.20 亿元, 占 2024 年度合并报表扣除永续债利息后归属于上市公司普通股股东净利润 40.05%。

黄金产量远期有望持续提升: 2024 年, 公司完成西岭金矿探矿权收购, 与三山岛金矿采矿权实现整合, 取得 495 万吨/年整合采矿许可证; 成功竞得大桥金矿外围探矿权; 完成包头昶泰矿业 70%股权收购, 增加一座在产成熟的矿山, 实现当年并购、当年复产、当年盈利; 玲珑金矿的玲珑矿区于 2024 年 10 月取得安全生产许可证及 11 月取得爆破作业单位许可证, 实现全面复产; 卡蒂诺公司纳穆蒂尼金矿项目于

2024 年 11 月初启动选厂项目带料试车，目前处于试生产阶段；焦家金矿各矿权已完成整合，成功取得 660 万吨/年采矿证，自 2024 年开始扩大再生产项目建设及安全设施建设。公司将加快世界级黄金资源产业基地建设，未来随着扩能改造项目投产达产，公司黄金产量有望持续提升。

风险提示：项目建设进度不及预期；黄金价格大幅回调；安全和环保风险。

投资建议：维持“优于大市”评级。

预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 891/931/983（原预测 1005/1049/-）亿元，同比增速 8.0%/4.4%/5.7%；归母净利润分别为 57.44/66.45/78.41（原预测 57.91/68.93/-）亿元，同比增速 94.6%/15.7%/18.0%；摊薄 EPS 分别为 1.28/1.49/1.75 元，当前股价对应 PE 分别为 20/17/15X。考虑到公司是行业龙头企业，聚焦黄金主业，多项扩能改造工程有序推进，未来几年黄金产量有望大幅提升，维持“优于大市”评级。

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

◆ 云南铜业(000878.SZ) 财报点评:矿铜产量平稳，冶炼业务短期承压

2024 年公司归母净利润同比下降 20%。2024 年归母净利润 12.6 亿元（-19.9%），扣非归母净利润 11.9 亿元（-22.5%），经营活动产生的现金流量净额 1.45 亿元（去年同期 64.4 亿元），2024Q4 公司归母净利润-2.6 亿元（同比-521%，环比-156%）。四季度亏损主因铜精矿冶炼加工费价格大幅下降。经营性净现金流同比下降主要是西南铜业搬迁项目投产备料，存货和预付款增加。2024 年合计现金分红总额 5.4 亿元，占 2024 年公司归母净利润 43%。

生产方面，2024 年公司精矿含铜产量按合并报表口径为 5.48 万吨，同比下降 1 万吨，因主力矿山普朗铜矿产量下降；权益量统计为 5.78 万吨，同比下降 11.6%。2024 年并表阴极铜产量 120.6 万吨，同比下降 12.6%，主因西南铜业搬迁产量同比减少了 23.5 万吨；东南铜业电解提质增效项目完成，阴极铜产量达到 47 万吨创新高。

冶炼业务短期承压，长期向好。根据我们的模型测算，铜精矿加工费每增加 10 美元/吨，2025 年公司归母净利润增加 4.3 亿元。今年铜精矿长单加工费仅 21.25 美元/吨，是历史最低值，现货加工费频频破零，铜冶炼企业压力较大。如果长周期来看，国内大型上市铜冶炼企业大部分是国有企业，抗风险能力强；冶炼技术处于全球领先水平，冶炼成本处于全球成本曲线左侧，在极低加工费的情况下仍能保持一定利润，长期来看受益于全球铜冶炼产能出清。国家相关部门已发文严控铜冶炼新增产能，行业远期格局向好。

风险提示：铜价下跌风险，铜精矿加工费下跌风险。

投资建议：维持“优于大市”评级

我们假设 2025-2027 年铜现货含税价均为 78000 元/吨，铜精矿 TC 均为 30/40/50 美元/吨，硫酸价格为 450 元/吨，黄金价格 690 元/克，白银价格 8000 元/千克，预计 2025-2027 年归母净利润 11.24/24.96/28.12 亿元，同比增速-11.1%/122.1%/12.7%；摊薄 EPS 分别为 0.56/1.25/1.40 元，当前股价对应 PE 分别为 23.6/10.6/9.4x。公司借助近几年铜行业高景气周期，资产质量得到提升，作为中铝集团旗下唯一铜上市平台，大股东优质资产注入可期。虽然铜冶炼业务短期承压，但国家发文严控铜冶炼新增产能，且公司受益于全球铜冶炼产能出清，行业远期格局向好。维持“优于大市”评级。

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

◆ 天齐锂业(002466.SZ) 财报点评:锂价下行导致业绩阶段性亏损，聚焦增产扩能

公司发布年报：全年实现营收 130.63 亿元，同比-67.75%；实现归母净利-79.05 亿元，同比-208.32%；实现扣非净利-79.23 亿元，同比-210.40%；实现经营活动产生的现金流量净额 55.54 亿元，同比-75.52%。

公司 2024 年业绩大幅转亏，主要原因包括：1）锂价下行，同时受公司控股子公司泰利森化学级锂精矿定价机制与公司锂化工产品销售定价机制存在时间周期错配影响；2）SQM 由于税费影响，净利润同比大幅下降；3）公司对澳大利亚二期氢氧化锂项目的资产全额计提了减值准备；4）澳元及人民币兑美元的

汇率变动导致 2024 年汇兑损失金额同比大幅增加。

核心产品产销量数据：2024 年泰利森共生产锂精矿 141.0 万吨，其中化学级锂精矿 135.3 万吨，技术级锂精矿 5.7 万吨；锂产品方面，公司 2024 年锂化合物及衍生品的产销量均实现同比大幅提升，其产量约 7.07 万吨，同比+39.44%，销量约 10.28 万吨，同比+81.46%。

资源端：格林布什锂矿目前锂精矿产能为 162 万吨/年，CGP3 设计产能为 52 万吨/年，预计将于 2025 年 10 月生产出第一批锂精矿产品；另外公司拥有四川雅江措拉锂矿开采权，正在积极有序地推进关于雅江措拉锂辉石矿采选工程的相关工作。

产品端：公司目前有 5 个在产锂化工产品生产基地，综合产能 9.16 万吨/年，未来有进一步扩产规划，中游锂加工产能优势明显。其中四川遂宁安居工厂项目于 2024 年中完成产能爬坡，目前处于满产运营状态；澳大利亚奎纳纳工厂项目于 2024 年 10 月完成一次大规模技改工程，目前处于爬坡阶段。

投资端：公司持有 SQM 22.16% 股权，是其第二大股东。SQM 2024 年锂盐销量约 20.5 万吨，同比+20.53%，SQM 2024 年度营业收入折合人民币 323.15 亿元，净利润折合人民币-28.85 亿元。

风险提示：项目建设进度不达预期；锂矿和锂盐产品产销量不达预期。

投资建议：维持“优于大市”评级。

由于锂价波动较大，进一步下修公司盈利预测。预计公司 2025-2027 年营收分别为 108.06/133.40/160.97 (原预测 123.34/146.83/-) 亿元，同比增速-17.3%/23.4%/20.7%；归母净利润分别为 23.85/25.11/31.80 (原预测 35.67/47.14/-) 亿元，同比增速 130.2%/5.3%/26.6%；摊薄 EPS 分别为 1.45/1.53/1.94 元，当前股价对应 PE 为 21/20/16X。公司拥有全球最好的锂辉石和锂盐湖资源，成本优势突出，有效抵御行业下行风险，资源端仍有较强扩产潜能，为中游锂盐产能的快速扩张提供坚实的原料保障，中长期成长性值得期待，维持“优于大市”评级。

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

◆ 云铝股份(000807.SZ) 财报点评:连续两个季度满产,现金流强劲

2024 年公司归母净利润同比增长 12%。2024 年营收 544.5 亿元，同比+27.6%，归母净利润 44.1 亿元，同比+11.5%，扣非归母净利润 42.6 亿元，同比+8.3%，经营性净现金流 69.5 亿元，同比+18.3%。2024Q4 归母净利润 5.9 亿元（同比-59.2%，环比-54.5%），主因 Q4 氧化铝价格暴涨挤占铝冶炼利润。公司 2024 年累计现金分红有望达 14.2 亿元，占 2024 年归母净利润的 32.2%。

原铝产量同比增加 54 万吨，连续两个季度满产。公司电解铝产能 305 万吨，2024 年生产原铝 294 万吨，同比增长 23%，达到历史新高。随着 2024 年上半年云南供电形势好转，公司抓住机遇快速复产，2024 年三四季度产量均在 79 万吨以上。2024 年除了原铝之外，公司的氧化铝、炭素等产品产量均符合年度计划。

财务负担显著减轻，现金流强劲。截至 2024 年 12 月末，公司货币资金达到 62.8 亿元，比 2023 年末增加 10 亿元。与其他电解铝上市公司类似，云铝股份借助近几年电解铝行业高景气周期，持续降低财务杠杆率，截至 2024 年 12 月末，公司带息债务 29 亿元，比 2023 年末减少 15 亿元，公司资产负债率进一步降至 23.3%。2024 年财务费用降至 0.23 亿元，较 2020 年之前动辄每年 8-10 亿元的财务费用下降，显著增强了公司盈利能力。2024 年公司经营性净现金流达到 69.5 亿元，近几年折旧摊销稳定在 17 亿元左右，资本开支在 7 亿元左右，现金流强劲。

公司对铝价具有高盈利弹性：公司电解铝权益产能 255 万吨，氧化铝自给率 23%，显著受益于铝价上涨，以及云南电费、氧化铝价格下降，冶炼利润有望显著扩大。以 2025 年为例，铝价每上涨 1000 元/吨，公司归母净利润增加近 20 亿元；氧化铝价格每下降 200 元/吨，公司归母净利润增加 6 亿元。

风险提示：铝价下跌风险，氧化铝价格上涨风险，电费上涨风险。

投资建议：维持“优于大市”评级

我们假设 2025-2027 年铝现货价格分别为 20500 元/吨，氧化铝价格为 3300 元/吨，预焙阳极价格为 4500 元/吨，公司用电含税价格为 0.44 元/度，预计 2025-2027 年归母净利润 68.72/77.13/78.01 亿元，同比增速 55.8/12.2/1.1%；摊薄 EPS 分别为 1.98/2.22/2.25 元，当前股价对应 PE 分别为 8.9/7.9/7.8x。

公司是国内绿色水电铝龙头企业，电力成本较低且稳定，产品低碳优势将进一步凸显，维持“优于大市”评级。

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

◆ 中国铝业(601600.SH) 财报点评:2024 年归母净利润同增 85%，分红比例提升

公司 2024 年归母净利润同比增加 85%。公司 2024 年营收 2,370.66 亿元，同比+5.21%；实现归母净利润 124.00 亿元，同比+85.38%；实现扣非归母净利润 119.79 亿元，同比+81.12%。其中单四季度实现营收 632.88 亿元，同比+71.44%，环比+0.36%；实现归母净利润 33.83 亿元，同比+153.13%，环比+69.14%；实现扣非归母净利润 32.63 亿元，同比+93.72%，环比+75.54%。此外，公司计划按每股 0.217 元（含税）向股东派发现金红利，派息总额约为 37.23 亿元（含税），占公司 2024 年归母净利润的 30.02%。

公司业绩大幅增长主要受益于商品价格提升。公司 2024 年归母净利润同比大幅增长，主要由于原铝和氧化铝市场价均有上涨，2024 年长江有色市场 A00 铝含税均价为 1.99 万元/吨，同比提升 6.5%；国内氧化铝含税均价为 4,077.29 元/吨，同比提升 39.7%。在净利润大幅增长的同时，公司营收增速相对较低，主要由于压降了低毛利的贸易业务。值得注意的是，公司在 2024 年计提资产减值损失 27.51 亿元，较 2023 年的 7.55 亿元有较大增加，主要由于更新老旧设备，对效益不佳、停用淘汰的资产计提减值同比增加。

2024 年公司原铝（含合金）产量同比提升 12%。2024 年全年，公司实现氧化铝总产量 2,118 万吨，其中冶金氧化铝产量 1,687 万吨（+1.20%），精细氧化铝产量 431 万吨（+7.75%），自产冶金氧化铝外销量 635 万吨（-2.61%）；原铝产量 761 万吨（+12.08%），自产原铝外销量 760 万吨（+11.76%）；煤炭产量 1,316 万吨（+0.84%）；外售电厂发电量 163 亿 kwh（+0.62%）。单四季度来看，公司实现氧化铝总产量 536 万吨，其中冶金氧化铝产量 430 万吨，精细氧化铝产量 106 万吨，自产冶金氧化铝外销量 158 万吨；原铝产量 199 万吨，自产原铝外销量 200 万吨；煤炭产量 342 万吨；外售电厂发电量 44 亿 kwh。板块业绩方面，2024 年公司氧化铝实现税前利润 116.85 亿元，原铝 89.66 亿元，贸易 18.75 亿元，能源 9.91 亿元。

风险提示：电解铝和氧化铝价格波动；原料价格上行致电解铝盈利能力下降。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。预计公司 2025-2027 年营业收入 2,697.14/2,754.16/2,806.09 亿元，同比增速 13.77%/2.11%/1.89%；归母净利润 147.10/164.70/179.76 亿元，同比增速 18.62%/11.97%/9.14%；摊薄 EPS 为 0.86/0.96/1.05 元，当前股价对应 PE 为 8.9/8.0/7.3x。考虑到公司为大型有色央企龙头，拥有完整铝产业链，维持“优于大市”评级。

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

◆ 南山铝业(600219.SH) 财报点评:2024 年归母净利润同增 39%，印尼业务稳步推进

公司 2024 年归母净利润同比增加 39%。公司 2024 年实现营收 334.77 亿元，同比+16.06%；实现归母净利润 48.30 亿元，同比+39.03%；实现扣非归母净利润 49.08 亿元，同比+80.77%。其中单四季度实现营收 92.51 亿元，同比+29.31%，环比+8.09%；实现归母净利润 13.40 亿元，同比+0.59%，环比+2.96%；实现扣非归母净利润 14.99 亿元，同比+134.50%，环比+19.70%。此外，公司计划按每 10 股 0.9 元（含税）向股东派发现金红利，派息总额约为 19.76 亿元（含税），占公司 2024 年归母净利润的 40.92%。

2024 年氧化铝迎来量价齐升。公司业绩大幅提升主要由于商品价格的提升以及主要产品之一氧化铝产量的同比提升，2024 年长江有色市场 A00 铝含税均价为 1.99 万元/吨，同比提升 6.5%；山东氧化铝含税均价为 4,035.70 元/吨，同比提升 39.03%；澳洲氧化铝 FOB 均价为 500.22 美元/吨，同比增长 45.81%；2024 年为公司印尼氧化铝完全达产的第一个完整年，2023 年产量为 190 万吨左右，2024 年产量为 210 万吨左右。

期间费用率保持稳定，资产负债率稳步下降。2024 年，公司毛利率为 27.18%，同比提升 6.84pct；净利率为 17.79%，同比提升 3.91pct。销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.93%/2.71%/4.15%/-1.03%，相较于 2023 年基本保持稳定。同时，公司的资产负债率持续优化，截至 2024 年末为 19.98%，较 2023 年

末下降 1.51pct。

加强上游布局，2025 年计划再投 100 万吨印尼氧化铝。在国内，公司 2023 年淘汰了 13.6 万吨高耗能的电解铝产能，获得资产处置收益 7 亿元左右，目前具备电解铝产能 68 万吨。在海外，公司自 2017 年开始规划印尼宾坦工业园氧化铝项目，成本和税收优势显著，目前已达产 200 万吨，并于 2024H1 开始新建 200 万吨氧化铝产能；据南山铝业国际招股书，预计新建设的氧化铝产能有望于 2025H2 先投产其中的一期 100 万吨，二期 100 万吨有望于 2026H2 投产，即 2027 年公司印尼 400 万吨氧化铝有望实现满产。

风险提示：电解铝需求不及预期、氧化铝价格大幅下跌、项目进度不及预期。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。预计公司 2025-2027 年营业收入 317.07/349.53/382.28 亿元，同比增速 -5.29%/+10.24%/+9.37%；归母净利润 51.49/51.00/54.33 亿元，同比增速 +6.61%/-0.95%/+6.52%；摊薄 EPS 为 0.44/0.44/0.47 元，当前股价对应 PE 为 8.8/8.9/8.3x。考虑到公司在印尼的氧化铝产能仍在扩张，且盈利能力优于国内，维持“优于大市”评级。

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

◆ 中国有色矿业(01258.HK) 海外公司财报点评：2024 年业绩实现高增长，增储上产提升长期成长性

公司发布 2024 年业绩：全年实现营收约 38.16 亿美元，同比+5.55%；实现归母净利润约 3.99 亿美元，同比+43.55%，其中，24Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现归母净利润约 0.84/1.35/0.95/0.85 亿美元。自有矿山生产粗铜及阳极铜约 7.77 万吨，同比-11.43%，主要因为中色非矿东南矿体因故更换采矿服务商，导致矿山生产进度受到影响；自有矿山生产阴极铜约 8.15 万吨，同比-0.20%；公司 2024 年自有矿山产铜总计约 15.92 万吨，同比-6.02%。

核心矿山方面：2024 年，中色非洲矿业生产阳极铜约 6.82 万吨，同比下降约 11%；中色卢安夏生产阴极铜约 4.44 万吨，同比增长约 2%，生产阳极铜 4159 吨，同比下降约 47%；刚波夫矿业生产阴极铜约 3.44 万吨，同比增长约 4%。

高分红比例：公司拟派发股息每股 4.2893 美分，总计分红金额约为 1.67 亿美元，占公司 2024 年归母净利润的 42%，公司自 2020 年起连续四年维持 40%以上的分红比例，分红率及股息率处于同行业领先水平。

公司自有矿山年产铜中长期有望逐步提升至约 30 万吨：公司于 2024 年自有矿山产铜合计约 15.92 万吨，原料自给率 38.62%，自有矿山产铜的成本相对稳定，铜价上涨能够给公司带来较大的利润弹性。另外公司目前在建和筹建矿山项目共有 5 个，分别为：1) 谦比希湿法桑巴铜矿 150 万 t/a 项目；2) 中色卢安夏新矿项目，目前正在推进排水、可研设计及设施修复工程，具备增加铜精矿含铜产能约 4 万吨/年的潜力；3) 刚波夫门赛萨矿体项目，目前已启动积水抽排及排污工程，预计将于今年启动露采工程建设；4) 刚波夫西矿体项目，目前在可研和论证阶段；5) 谦比希东南矿体二期项目，拟建成开采矿石 330 万吨/年的矿山项目，具备增加铜精矿含铜产能约 4.6 万吨/年的潜力。待以上 5 个项目全部投产且达产之后，预计公司将新增年产 15 万吨铜产能，预计 2030 年自有矿山年产铜金属量将达到近 30 万吨。

风险提示：矿产品销售价格不达预期的风险，公司项目建设进度不达预期的风险，海外国家矿产资源相关政策变动的风险。

投资建议：维持“优于大市”评级

预计公司 2025-2027 年营收分别为 42.27/42.71/43.15(原预测 43.94/46.14/-) 亿美元，同比增速 10.8%/1.0%/1.0%；归母净利润分别为 4.14/4.22/5.40(原预测 4.87/5.29/-) 亿美元，同比增速 3.9%/1.8%/28.1%；摊薄 EPS 为 0.11/0.11/0.14 美元，当前股价对应 PE 为 6.9/6.8/5.3X。考虑到公司铜增储上产有序推进，有望充分享受铜价上涨所带来的利润弹性，公司分红率及股息率处于同行业领先水平，维持“优于大市”评级。

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

◆ 泉峰控股(02285.HK) 财报点评:经营走出底部, 盈利快速修复

经营加速回暖, 盈利显著改善。泉峰控股 2024 年实现营收 17.7 亿美元, 同比增长 29.0%, 其中 H2 实现营收 9.5 亿美元, 同比增长 49.5%; 实现归母净利润 1.12 亿美元, 同比扭亏。随着海外去库进入尾声, 公司经营状况止跌回升, 2024 年营收实现加速回暖, 盈利大幅改善。公司宣布每股派息 0.6258 港元, 折合 3 月 26 日收盘价股息率为 3.3%, 现金分红率约为 36.4%。

各业务线均实现强劲增长, 北美区收入强势复苏。公司 2024 年 OPE (户外动力设备) 收入 10.1 亿美元/+24.2%, 增长主要系去库进程加快及客户订单增加, 自有品牌 EGO 增长更快; 电动工具收入 7.5 亿美元/+36.3%, 主要系 FLEX 及 ODM 业务的复苏及拓展, 其中 FLEX 品牌增长超 50%。分区域, 公司北美/欧洲/中国/其他地区收入为 12.9/3.1/1.1/0.56 亿美元, 分别增长 37.5%/11.2%/9.8%/8.9%, 北美收入在去库结束后, 迎来快速反弹, 增长势能强劲。

毛利率提升、费率改善, 净利率快速修复。公司 2024 年毛利率提升 6.6pct 至 34.7%, 主要系规模恢复及经营效率提升、有利的原材料成本和汇率。其中预计 H1 毛利率提升 0.8pct 至 32.9%, H2 毛利率提升 12.9pct 至 36.3%。随着收入规模的恢复, 公司各项费用率有所下降, 2024 年销售/管理/研发费用率分别-2.9/-1.1/-0.4pct 至 14.8%/5.9%/4.7%。公司 2024 年归母净利率同比提升 9.0pct 至 6.3%, 排除因关闭德国工厂导致的非经常性成本 0.23 亿美元, 公司经调整的净利润为 1.36 亿, 净利率达到 7.7%。

拟出售泉峰汽车全部股权, 并建议派发特别股息。公司拟出售泉峰汽车精密技术全部股权, 合计为 6467 万股, 约占泉峰汽车的 23.8%, 总代价人民币 5.7 亿元。泉峰汽车精密专注于汽车动力系统及汽车零部件业务, 出售该股权有助于公司聚焦核心主业, 提升股东价值, 且泉峰汽车 2022-2024 年持续亏损。出售事项条件达成后, 董事会建议派发特别股息 1.1905 港元/股, 总额为 6.08 亿港元, 约占公司 3 月 26 日收盘价的 6.2%。

风险提示: 海外需求增长不及预期; 中美关税风险; 原材料价格大幅波动; 汇率大幅波动; 行业竞争加剧; 新品及渠道拓展不及预期。

投资建议: 考虑到关税影响, 下调盈利预测, 维持“优于大市”评级

OPE 及电动工具锂电化空间广阔, 公司作为全球领先的锂电 OPE 龙头, 有望充分受益于锂电化趋势。考虑到当前美国加征关税对 2025 年短期盈利能力有所拖累, 下调盈利预测, 预计公司 2025-2027 年归母净利润 1.2/1.4/1.7 亿美元(前值为 1.5/1.7/-亿美元), 同比+7%/+19%/+17%; 摊薄 EPS=0.24/0.28/0.33 美元, 对应 PE=10/9/7 倍, 维持“优于大市”评级。

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

联系人: 李晶

◆ 地平线机器人-W(09660.HK) 海外公司财报点评:2024 年收入同比增长 54%, 智能平权时代征程 6 系列芯片加速放量

2024 年公司实现营业收入 23.8 亿元, 同比增长 54%。2024 年, 地平线机器人-W 实现总收入为 23.8 亿元, 同比增长 53.6%; 净利润为 23.5 亿元, 2023 年为-67.39 亿元, 主要系优先股及其他金融负债的公允价值变动收益 46.77 亿元影响(2023 年为-47.6 亿元)。2024 年公司经调整经营亏损 14.95 亿, 相比 2023 年的 16.87 亿元有所收窄。分业务来看, 2024 年, 汽车解决方案收入 23.12 亿元, 同比增加 57.2%, 1) 汽车产品解决方案收入 6.64 亿元, 同比增加 31.2%, 主要系公司全年交付量增加所推动; 2) 授权及服务业务收入 16.58 亿元, 同比增加 70.9%, 主要是由于客户对算法、软件开发工具及技术服务的庞大需求。

研发与经营活动降本增效, 毛利率同比提升。2024 年, 公司毛利率 77.25%, 同比+6.7pct, 主要受收入组合变化, 尤其是利润率较高的授权及服务收入占比上升推动, 分业务来看, 汽车产品解决方案、授权及服务业务、非车解决方案毛利率分别 46%/92%/23%, 同比分别+2/+3/+10pct。2024 年, 公司三费率为 176.36%, 同比-25.81pct。

2024 年, 公司交付量及车型定点双双创纪录。2024 年, 公司的汽车产品解决方案的交付量达至约 290 万套, 汽车产品解决方案的累计交付量达至约 770 万套。2024 年, 公司取得 100 多款车型定点, 截至

2024 年 12 月 31 日，公司的累计车型定点总数增加到 310 多款车型。

地平线征程 6 系列量产落地，地平线以技术革新成为智驾平权最大公约数。2024 年，公司推出征程 6 系列处理硬件，旨在为公司的高级辅助驾驶及高阶自动驾驶解决方案赋能，2025 年 2 月开始生产征程 6 处理硬件。截至目前，地平线征程 6 系列已正式由 BYD 天神之眼 C 率先搭载量产，并将持续在超 20 家车企及品牌的智驾平台实现规模化落地。自 2025 年起，超 100 款搭载征程 6 系列的车型将陆续上市，全面覆盖从自主品牌到国际品牌、从经济型到豪华车、从燃油车到新能源车的全品类市场。此外，基于公司专有处理硬件，HSD 已获多个领先的 OEM 品牌指定集成到其战略车型，预计将于 2025 年第三季度开始量产。

风险提示：原材料价格上涨，汽车价格竞争持续激化。

投资建议：维持盈利预测，维持优于大市评级。公司为国产智能驾驶芯片龙头，我们维持盈利预测，预计 2025-2027 年营收为 33.9/53.4/74.5 亿元，归母净利润为-18.7/-3.4/7.9 亿元，维持优于大市评级。

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

◆ 瑞鹄模具(002997.SZ) 财报点评:2024 年净利润同比增长 73%，零部件+机器人加速拓展

公司 2024 年业绩同比增长 73%，营收增速超越行业 25.3pct。瑞鹄模具 2024 年实现营收 24.24 亿元，同比+29%，超越行业 25pct（24 年国内汽车产量同比增长 3.7%）；实现归母净利润 3.5 亿元，同比+73%；单季度看，24Q4 收入 6.98 亿元，同比+21%，环比+15%；实现归母净利润 0.98 亿元，同比+103.9%，环比+7.6%。截至 24 年底，公司装备业务在手订单 38.56 亿元，同比+12.78%。

数字化制造+内部管理效率提升+原材料利好，公司归母净利润率同比+3.7pct。2024 年公司实现毛利率 25.01%，同比+3.35pct；归母净利率 14.43%，同比提升 3.7pct。盈利能力提升来自数字化制造+内部管理效率提升+原材料利好。2024 年公司装备业务启动将 AI 技术应用于覆盖件模具设计，持续提高模具开发效率、缩短周期，同时零部件业务加速起量，规模效应逐季兑现。

自主品牌出海+协作机器人有望加速公司装备业务成长。2024 年，公司装备业务积极陪同国内头部品牌深化海外本地化开发。后续有望受益于自主品牌加速“出口”到“出海”，受益于自主车企海外建厂、加速海外车型投放。同时，2024 年公司启动开发智能协作机器人，推进工业机器人线体-线边仓储物流全场景应用，加快无人化“黑灯工厂”智能制造方案落地推进。拟投资 1.78 亿元用于年产 3000 台智能机器人及周边智能制造系统解决方案的生产制造能力构建，公司装备业务布局持续完善。

轻量化零部件 24 年收入同比增长 154%，在手订单持续增加。2024 年轻量化零部件收入 7.3 亿元，同比增长 154%。其中铝合金一体化压铸车身结构件产品为 4 款车型量产，铝合金精密成形铸造动总件为 3 款机型量产，全年合计供货量达 76.69 万件，同比增长 125.49%；高强度板及铝合金板材冲焊件为 10 余款车型量产，全年供货量 5888 万件，同比增长 210.25%。展望后续，伴随高强度板及铝合金冲焊件新能源车型定点陆续量产；一体压铸增程车型量产+插混定点，公司轻量化有望持续拓展。

风险提示：行业竞争加剧风险、原材料价格上涨风险。

投资建议：调高盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑瑞鹄模具装备业务受益于车型改款加速、自主车企海外建厂稳健增长；汽车零部件业务处于快速放量期，受益于与奇瑞等客户深度合作有望迎来业绩高速增长。看好公司客户拓展及产品矩阵外延带来利润的持续向上突破，我们调高盈利预测，25/26/27 年净利润 4.5/5.7/7.0 亿元（原 25/26 年业绩预测为 4.30/5.4 亿元），维持“优于大市”评级。

证券分析师：唐旭霞（S0980519080002）

联系人：余珊

◆ 扬杰科技(300373.SZ) 公司快评:拟收购贝特电子完善产品矩阵，业务扩容与全球化布局加速推进

公司公告：拟通过发行股份及支付现金的方式购买东莞市贝特电子科技有限公司 100%股份。贝特电子产品主要为电子电路系统的过流和过温保护元器件，24 年已实现收入 8.26 亿元（YoY+31%），净利润 1.52 亿元（YoY+44%）。

国信电子观点：1）产品矩阵方面，贝特电子产品对扬杰保护器件产品可进行补充，24 年贝特电子已实现收入 8.26 亿元（YoY+31%），净利润 1.52 亿元（YoY+44%），此前在熔断器领域 22 年全球市占率已超 4%；若收购完成，扬杰在保护器件领域产品矩阵完整度将提升。2）在客户与市场方面，贝特电子与扬杰科技客户重叠度高，产品方案渐完整有助于公司在头部客户的份额加速做大。3）贝特电子 2023 年外销占比为 26.88%，综合毛利率为 42%，对扬杰毛利率中枢及海外业务均有正向贡献。若本次收购顺利，我们认为对公司产品矩阵、海外布局及盈利能力均有正向推动；中长期维度，我们看好公司“双品牌”覆盖国内外市场的全球化业务能力，产品与产能升级的长期规模优势，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 胡剑（S0980521080001）、胡慧（S0980521080002）、叶子（S0980522100003）、张大为（S0980524100002）

联系人： 连欣然

◆ 巴比食品(605338.SH) 财报点评:分红率提升至 69%回馈股东，并购青露加强供应链整合

巴比食品 2024 年收入同比增长 2.53%。巴比食品公布 2024 年业绩，2024 年公司实现营业总收入 16.71 亿元，同比增长 2.53%；实现归母净利润 2.77 亿元，同比增长 29.42%；实现扣非归母净利润 2.10 亿元，同比增长 18.05%；2024Q4 实现营业总收入 4.61 亿元，同比增长 3.84%；实现归母净利润 0.82 亿元，同比增长 39.23%；实现扣非归母净利润 0.63 亿元，同比增长 13.96%。

单店经营逐季改善，外部扰动边际弱化。2024 年公司特许加盟/直营门店/团餐渠道收入同比 -0.4%/-22.8%/+15.3%，年末门店净增加 100 家至 5143 家，受人口流动变化及早餐赛道竞争加剧影响，2024 年展店节奏有所放缓，闭店率阶段性上行，2024 年关店率约 18%。2024 年公司单店营收（特许加盟门店平均收入）承压但是逐步改善，短期扰动因素有所弱化。

盈利能力修复，凸显供应链韧性。2024 年公司毛利率同比提升 0.4pcts 至 26.7%，销售/管理费用率同比 -1.3/+0.1pct 至 4.3%/7.4%，扣非归母净利率同比提升 1.7 个百分点至 12.6%，其中第四季度单季达 13.8%，环比改善趋势明确，主要源自供应链效率提升。另外，公司拟每股发放股利 0.8 元，相比 2023 年翻倍，对应 2024 年度现金分红预计约 1.9 亿元，分红比例约 69%（2023 年约 47%），反映管理层长期发展信心。

内生外延并进，展店企稳，并购项目积极推进。内生层面，巴比品牌 2025 年计划新开门店 1000 家，体现连锁化战略定力。外延方面，2024 年完成南京“蒸全味”品牌收购并于 4 月并表，2024 年末推进的“青露”品牌项目已完成供应链整合及股权收购，预计 2025 年 3 月实现并表，组织架构上投资并购部门引进人员亦体现公司的积极态度。

风险提示：行业竞争加剧，原材料成本大幅上涨，餐饮需求恢复不及预期等。

投资建议：我们预计 2025-2026 年公司实现营业总收入 18.3/19.9 亿元（前预测值为 18.7/20.3 亿元）并引入 2027 年收入预测 21.4 亿元，2025-2027 年同比增长 9.4%/8.6%/8.0%；2025-2026 年公司实现归母净利润 2.5/2.7/3.0 亿元（前预测值为 2.4/2.6 亿元），同比 -8.6%/+8.0%/+8.1%。我们预计 2025-2027 年公司实现 EPS1.01/1.09/1.18 元；当前股价对应 PE 分别为 18.0/16.6/15.4 倍。维持中性评级。

证券分析师： 张向伟（S0980523090001）

联系人： 王新雨

◆ 李宁(02331.HK) 海外公司财报点评:全年收入增长 4%，品类表现分化

2024 年业绩符合预期，毛利率同比改善。2024 年公司收入同比增长 3.9%至 286.8 亿元，归母净利润同比下滑 5.5%至 30.1 亿元，基本符合预期。毛利率同比提升 1 个百分点至 49.4%，主要由电商和直营渠道折扣回升带动，销售费用率同比 -0.8 个百分点至 32.1%，主要由于增加营销开支占比，管理费用率和财

务费用率也小幅增加。经营利润率同比接近持平，在其他收入及利息减少 6.48 亿影响下，净利率同比-1 个百分点至 10.5%。经营性现金流净流入 52.7 亿元，全年派息率 50%，净现金同比增加 2 亿元至 182 亿元。2024 年下半年公司收入同比增长 5.5%，归母净利润同比增长-0.4%至 10.6 亿元，其中经营利润率同比提升 0.9 个百分点，归母净利润同比下降 0.4 个百分点。

跑步品类引领增长，专业跑鞋销量破千万双。分品类流水增速，跑步/篮球/综训/运动时尚分别为 25%/-21%/6%/-6%，其中跑鞋大单品超轻/赤兔/飞电系列销量破 1060 万双，篮球品类下滑主要由于主动调控发货节奏，运动生活品类 soft 系列年销 250 万双。

库存健康度高，电商表现突出。分渠道收入增速，批发/直营/电商分别增长 2.6%/-0.3%/10.3%，流水方面线上也好于线下，第四季度整体流水增长高单位数，环比加速明显。全渠道库存吊牌金额上升高单位数，库销比 4 个月，公司存货周转天数同比持平至 63 天，应收账款周转天数同比-1 天至 14 天。门店方面，总数 7585 家（净减 83 家），其中大货收缩、童装扩张，直营渠道优化调整门店减少，加盟渠道扩张。

2025 年收入增速指引持平，净利率高单位数。管理层在公开业绩会上表示，2025 年以稳健经营务实发展为基础，会加大营销资源、研发、人才投入，为长期增长蓄力。

风险提示：消费需求疲软；原材料价格波动；品牌恶性竞争；系统性风险。

投资建议：短期品牌投入加大盈利压力，期待营销带动规模增长。2024 年公司在具有挑战的经营环境中实现了稳健的业绩表现，专业跑鞋大单品影响力强，篮球品类主动收缩拖累增长。由于公司今年将增加中国奥委会合作等资源投入，短期将产生额外费用但转化时间较晚，我们下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润 25.1/28.3/30.4 亿元（2025-2026 年原为 30.6/34.2 亿元），同比-16.8%/12.8%/7.6%。我们看好公司当前高度健康的渠道库存和公司现金运营情况，以及营销发力对品牌重启增长的潜力，维持 17.9-19.2 港元的目标价，对应 2025PE17.2-18.5x，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 丁诗洁（S0980520040004）、刘佳琪（S0980523070003）

金融工程

◆ 金融工程专题报告：金融工程专题研究-广发恒生消费 ETF 投资价值分析——把握消费复苏脉络，一键配置港股核心消费龙头

政策加持叠加资金青睐，港股消费启新程

消费复苏正当时，收入上扬拓宽消费增长空间：我国第三产业增加值占 GDP 比重连续 10 年超 50%，对经济增长贡献率高，成为经济结构优化的重要驱动力。居民可支配收入的稳步提高，提振了居民的消费能力与意愿，为消费市场的繁荣和经济的持续增长提供了稳定且可预期的动力，2024 年 11 月以来社零总额同比呈连续回升态势。

政策工具箱持续发力，消费补贴效果显著：政策逐步加码，2024 年中央经济工作会议将“提振消费、扩大内需”列为 2025 年首要任务，2025 年 1 月消费刺激新政落地。从家电和汽车两大消费核心领域来看，新政对家电领域在补贴范围、力度、流程与资源分配方面进行优化，对汽车领域围绕扩大报废与置换范围、升级新能源与智能技术支持、系统化配套措施等方面进行改进。政策效果上，2024 年消费品以旧换新行动有效激发了消费活力，2025 年补贴力度加大的背景下有望持续刺激消费。

南向资金流入加速，港股消费后市可期：2024 年 Q4 以来，流入港股市场的资金量不断增长，2025 年 2 月更是以 1430.37 亿元的天量净流入创下了近 4 年新高，成为支撑港股股价的强劲力量。从南向资金流入的行业来看，截至 20250327，非必需消费行业近 1 个月以来资金流入断档领先，表明资金较为看好港股消费板块的后市表现，积极进行配置。

恒生消费指数投资价值分析

恒生消费指数（HSCGSI.HI）发布于 2015 年 8 月 17 日，旨在反映与日常消费相关的消费品制造及服务的香港上市公司的整体表现。市值方面，指数偏大市值风格；行业分布与重仓个股方面，指数专注于纯粹消费领域，均匀配置衣食住行等全场景消费龙头，整体持仓较为集中；指数业绩表现方面，指数 2024

年以来表现相对同类指数具备优势；估值层面，指数估值处在历史与同类指数低位，安全边际充足。

广发恒生消费 ETF（159699）产品投资价值分析

广发恒生消费 ETF（基金代码：159699，场内简称：恒生消费 ETF）是广发基金发行的以跟踪恒生消费指数为目标的 ETF，基金经理为刘杰先生。产品成立于 2023 年 8 月 10 日，截至 2025 年 3 月 27 日基金规模为 15.84 亿元，为跟踪恒生消费指数产品中规模最大的一只。产品同时有相应的场外 ETF 联接产品（A 类：020743.OF，C 类：020744.OF），为投资者场内和场外布局港股消费主题提供了良好的配置工具。

风险提示：本报告研究分析及结论完全基于公开数据进行测算和分析，相关模型构建与测算均基于国信金融工程团队客观研究。基金过往业绩及基金经理管理其他产品的历史业绩不代表未来表现，对基金产品和基金管理人的研究分析结论并不预示其未来表现，不能保证未来可持续性，亦不构成投资收益的保证或投资建议。本报告不涉及证券投资基金评价业务，不涉及对基金公司、基金经理、基金产品的推荐，亦不涉及对任何指数样本股的推荐。请详细阅读报告风险提示及声明部分。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）

联系人： 李子靖

◆ 金融工程周报:热点追踪周报-由创新高个股看市场投资热点（第 187 期）

乘势而起：市场新高趋势追踪：截至 2025 年 3 月 28 日，上证指数、深证成指、沪深 300、中证 500、中证 1000、中证 2000、创业板指、科创 50 指数 250 日新高距离分别为 3.97%、7.72%、8.01%、6.55%、5.20%、6.32%、16.55%、8.64%。中信一级行业指数中家电、银行、有色金属、汽车、机械行业指数距离 250 日新高较近，煤炭、石油石化、房地产、农林牧渔、电力及公用事业行业指数距离 250 日新高较远。概念指数中，汽车、工业母机、家用电器、银行精选、银行等概念指数距离 250 日新高较近。

见微知著：利用创新高个股进行市场监测：截至 2025 年 3 月 28 日，共 928 只股票在过去 20 个交易日间创出 250 日新高。其中创新高个股数量最多的是机械、基础化工、汽车行业，创新高个股数量占比最高的是汽车、银行、机械行业。按照板块分布来看，本周制造、科技板块创新高股票数量最多；按照指数分布来看，中证 2000、中证 1000、中证 500、沪深 300、科创 50、创业板指指数中创新高个股数量占指数成份股个数比例分别为：21.55%、17.00%、8.60%、8.67%、16.00%、7.00%。

平稳创新高股票跟踪：我们根据分析师关注度、股价相对强弱、趋势延续性、股价路径平稳性、创新高持续性等角度，本周从全市场创新高股票中筛选出了包含卧龙电驱、新大陆、艾利斯等 29 只平稳创新高的股票。按照板块来看，创新高股票数量最多的是制造、科技板块，分别有 8、8 只入选。其中，制造板块中创新高最多的是机械行业；科技板块中创新高最多的是电子行业。

风险提示：市场环境变动风险，模型失效风险，本报告基于历史客观数据统计，不构成任何投资建议，历史股价表现不代表未来股价表现。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、胡志超（S0980524070001）

◆ 金融工程周报:主动量化策略周报-微盘股领跌，成长稳健组合年内排名主动股基前 10%

国信金工主动量化策略表现跟踪：

本周，优秀基金业绩增强组合绝对收益-0.10%，相对偏股混合型基金指数超额收益 0.47%。本年，优秀基金业绩增强组合绝对收益 4.28%，相对偏股混合型基金指数超额收益-1.04%。今年以来，优秀基金业绩增强组合在主动股基中排名 49.21%分位点（1707/3469）。

本周，超预期精选组合绝对收益 0.30%，相对偏股混合型基金指数超额收益 0.87%。本年，超预期精选组合绝对收益 10.23%，相对偏股混合型基金指数超额收益 4.91%。今年以来，超预期精选组合在主动股基中排名 15.39%分位点（534/3469）。

本周，券商金股业绩增强组合绝对收益 0.72%，相对偏股混合型基金指数超额收益 1.29%。本年，券商金股业绩增强组合绝对收益 8.04%，相对偏股混合型基金指数超额收益 2.71%。今年以来，券商金股业

绩增强组合在主动股基中排名 24.04%分位点（834/3469）。

本周，成长稳健组合绝对收益-0.64%，相对偏股混合型基金指数超额收益-0.07%。本年，成长稳健组合绝对收益 12.31%，相对偏股混合型基金指数超额收益 6.98%。今年以来，成长稳健组合在主动股基中排名 9.83%分位点（341/3469）。

本周，股票收益中位数-2.61%，25%的股票上涨，75%的股票下跌；主动股基中位数-0.53%，31%的基金上涨，69%的基金下跌。

本年，股票收益中位数 3.72%，64%的股票上涨，36%的股票下跌；主动股基中位数 4.16%，82%的基金上涨，18%的基金下跌。

优秀基金业绩增强组合：

在构建量化组合时，从传统地对标宽基指数，转变为对标主动股基。在借鉴优秀基金持仓的基础上，采用量化方法进行增强，达到优中选优的目的。

超预期精选组合：

以研报标题超预期与分析师全线上调净利润为条件筛选超预期事件股票池，接着对超预期股票池进行基本面和技术面两个维度的精选，挑选出同时具备基本面支撑和技术面共振的超预期股票，构建超预期精选股票组合。

券商金股业绩增强组合：

以券商金股股票池为选股空间和约束基准，采用组合优化的方式控制组合与券商金股股票池在个股、风格上的偏离，构建券商金股业绩增强组合。

成长稳健组合：

采用“先时序、后截面”的方式，构建成长股二维评价体系。以研报标题超预期及业绩大增为条件筛选成长股股票池，根据距离正式财报预约披露日的间隔天数进行分档，优先选择距离财报预约披露日较近的股票，当样本数量较多时，采用多因子打分精选优质个股，构建 100 只股票等权组合。

风险提示：市场环境变动风险，模型失效风险。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、张宇（S0980520080004）

◆ 金融工程周报：多因子选股周报-分析师类因子表现出色，中证 500 增强组合年内超额 3.59%

国信金工指数增强组合表现跟踪

- 沪深 300 指数增强组合本周超额收益 0.49%，本年超额收益 2.83%。
- 中证 500 指数增强组合本周超额收益 0.77%，本年超额收益 3.59%。
- 中证 1000 指数增强组合本周超额收益 0.95%，本年超额收益 3.55%。

因子表现监控

以沪深 300 指数为选股空间。最近一周，3 个月盈利上下调、一年动量、特异度等因子表现较好，而三个月反转、预期 EPTTM、股息率等因子表现较差。最近一月，EPTTM、预期 EPTTM、单季营收同比增速等因子表现较好，而三个月反转、预期净利润环比、一年动量等因子表现较差。

以中证 500 指数为选股空间。最近一周，三个月换手、股息率、一个月换手等因子表现较好，而标准化预期外收入、单季营收同比增速、SPTTM 等因子表现较差。最近一月，预期 EPTTM、单季 ROE、股息率等因子表现较好，而特异度、单季营收同比增速、非流动性冲击等因子表现较差。

以中证 1000 指数为选股空间。最近一周，一个月换手、EPTTM、三个月换手等因子表现较好，而预期净利润环比、BP、DELTAROA 等因子表现较差。最近一月，一个月波动、一个月换手、三个月波动等因子表现较好，而预期净利润环比、一年动量、DELTAROE 等因子表现较差。

以公募重仓指数为选股空间。最近一周，3 个月盈利上下调、单季超预期幅度、DELTAROA 等因子表现较好，而 SPTTM、BP、预期 BP 等因子表现较差。最近一月，一个月换手、三个月换手、预期 EPTTM 等因子

表现较好，而特异度、一年动量、单季营收同比增速等因子表现较差。

公募基金指数增强产品表现跟踪

目前，公募基金沪深 300 指数增强产品共有 67 只（A、C 类算作一只，下同），总规模合计 815 亿元。中证 500 指数增强产品共有 68 只，总规模合计 493 亿元。中证 1000 指数增强产品共有 46 只，总规模合计 169 亿元。

沪深 300 指数增强产品最近一周：超额收益最高 1.10%，最低-0.87%，中位数 0.19%。最近一月：超额收益最高 2.29%，最低-0.88%，中位数 0.79%。

中证 500 指数增强产品最近一周：超额收益最高 0.97%，最低-0.41%，中位数 0.26%。最近一月：超额收益最高 4.40%，最低-0.21%，中位数 1.86%。

中证 1000 指数增强产品最近一周：超额收益最高 1.87%，最低-0.29%，中位数 0.74%。最近一月：超额收益最高 4.42%，最低 0.49%，中位数 2.31%。

风险提示：市场环境变动风险，因子失效风险。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、张宇（S0980520080004）

◆ 金融工程周报：港股投资周报-医药板块领涨，港股精选组合本周相对恒生指数超额 1.38%

港股精选组合绩效回顾

本周，港股精选组合绝对收益 0.26%，相对恒生指数超额收益 1.38%。

本年，港股精选组合绝对收益 17.09%，相对恒生指数超额收益 0.31%。

港股市场创新高热点板块跟踪

我们根据分析师关注度、股价相对强弱、股价路径平稳性、创新高连续性等角度在过去 20 个交易日创出过 250 日新高的股票池中筛选出平稳创新高股票。

近期，盛业等股票平稳创出新高。

按照板块来看，创新高股票数量最多的是大金融板块，其次为医药、消费、科技、制造和周期板块，具体个股信息可参照正文。

港股市场一周回顾

宽基指数方面，本周恒生中型股指数收益最高，累计收益-0.40%；恒生科技指数收益最低，累计收益-2.36%。

行业指数方面，本周医疗保健业行业收益最高，累计收益 3.41%；资讯科技业行业收益最低，累计收益-2.31%。

概念板块方面，本周婴童概念板块收益最高，累计收益 7.14%；今日头条系概念板块收益最低，累计收益-13.60%。

南向资金监控

南向资金整体方面，本周港股通累计净流入 372 亿港元，近一个月以来港股通累计净流入 1574 亿港元，今年以来港股通累计净流入 4357 亿港元，总体来看近期南向资金呈现出整体流入的走势。

本周港股通资金中，小米集团-W、招商银行和美团-W 流入金额最多，腾讯控股、比亚迪电子和中芯国际流出金额最多。

投资港股公募基金表现监控

本周，港股通股票收益中位数-1.11%，投资港股的主动基金收益中位数-0.52%。

本年，港股通股票收益中位数 5.01%，投资港股的主动基金收益中位数 14.27%。

风险提示：市场环境变动风险，模型失效风险。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、张宇（S0980520080004）

◆ 金融工程日报:市场延续缩量调整，封板率、连板率均创近一个月新低

市场表现：20250328 市场全线下跌，规模指数中上证 50 指数表现较好，板块指数中中小 100 指数表现较好，风格指数中沪深 300 价值指数表现较好。综合金融、传媒、非银、有色金属、汽车行业表现较好，基础化工、综合、石油石化、煤炭、纺织服装行业表现较差。稀土、黄金精选、黄金珠宝、短剧游戏、虚拟人等概念表现较好，磷化工、环氧丙烷、钛白粉、降落伞、纯碱等概念表现较差。

市场情绪：20250328 收盘时有 34 只股票涨停，有 37 只股票跌停。昨日涨停股票今日表现低迷，赚钱效应较弱，收盘收益为-0.74%，昨日跌停股票今日收盘收益为-5.62%。今日封板率 50%，较前日下降 11%，连板率 11%，较前日下降 2%，从封板率和连板率来看，市场情绪较为低迷，封板率创近一个月新低，连板率创近一个月新低。

市场资金流向：截至 20250327 两融余额为 19265 亿元，其中融资余额 19152 亿元，融券余额 114 亿元。两融余额占流通市值比重为 2.4%，两融交易占市场成交额比重为 8.7%。

折溢价：20250327 当日 ETF 溢价较多的是沪港深 500ETF 易方达，ETF 折价较多的是 2000ETF。近半年以来大宗交易日均成交金额达到 16 亿元，20250327 当日大宗交易成交金额为 10 亿元，近半年以来平均折价率 5.38%，当日折价率为 6.94%。近一年以来上证 50 股指期货主力合约年化升水率中位数为 0.24%，近一年以来沪深 300 股指期货主力合约年化贴水率中位数为 1.29%，近一年以来中证 500 股指期货主力合约年化贴水率中位数为 6.48%，近一年以来中证 1000 股指期货主力合约年化贴水率中位数为 10.83%，当日上证 50 股指期货主力合约年化贴水率为 0.36%，处于近一年来 44%分位点，当日沪深 300 股指期货主力合约年化贴水率为 3.62%，处于近一年来 35%分位点；当日中证 500 股指期货主力合约年化贴水率为 14.02%，处于近一年来 9%分位点；当日中证 1000 股指期货主力合约年化贴水率为 13.77%，处于近一年来 33%分位点。

机构关注与龙虎榜：近一周内调研机构较多的股票是三花智控、环旭电子、日月股份、巨星农牧、澜起科技、普蕊斯、华岭股份、云南铜业等，三花智控被 409 家机构调研。20250328 披露龙虎榜数据中，机构专用席位净流入较多的股票是华西能源、湖北宜化、回盛生物、新亚电缆、佛山照明、江天化学、邵阳液压、果麦文化、众业达、南方精工等，机构专用席位净流出较多的股票是深城交、新莱应材、红宝丽、汉邦高科、合锻智能、久盛电气、国林科技、恒星科技、尤夫股份、华尔泰等。陆股通净流入较多的股票是湖北宜化、深城交、大连重工、鲁抗医药、大位科技、雪人股份、佛山照明、新莱应材、众业达、沐邦高科、富岭股份等，陆股通净流出较多的股票是中信重工、三房巷、常青科技等。

风险提示：市场环境变动风险；本报告基于历史客观数据统计，不构成投资建议。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）

联系人： 李子靖

【市场数据】

商品期货

商品	收盘价	涨跌幅	商品	收盘价	涨跌幅
黄金	715.86	1.28	ICE 布伦特原油	73.63	-0.54
白银	8439.00	1.16	铜	80670.00	-1.10
铝	20600.00	-0.81	铅	17460.00	-0.65
豆一	3878.00	0.25	锌	23820.00	-1.14
豆粕	2826.00	0.14	镍	130750.00	0.58
玉米	2265.00	0.22	锡	280730.00	0.48
螺纹钢	3122.00	-0.57	SR505	6061.00	-0.19

本月国内重要信息披露

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

近期非流通股解禁明细

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

301177. SZ	不适用	36000. 00	40001. 00	100. 00	2024-12-16
000737. SZ	南风化工	104599. 31	169128. 73	100. 00	2024-12-16
603216. SH	梦天家居	16600. 00	22136. 00	100. 00	2024-12-16
688246. SH	不适用	3663. 35	13787. 75	100. 00	2024-12-16
301138. SZ	不适用	9000. 00	12000. 00	100. 00	2024-12-16
301101. SZ	不适用	8456. 60	13434. 14	100. 00	2024-12-16
603071. SH	不适用	32026. 96	55795. 44	100. 00	2024-12-16
002074. SZ	国轩高科	38416. 33	156267. 38	79. 01	2024-12-16
301168. SZ	通灵股份	7034. 70	12000. 00	100. 00	2024-12-10
300678. SZ	中科信息	381. 96	12858. 48	5. 95	2024-12-10
688192. SH	迪哲医药	21784. 60	40000. 01	100. 00	2024-12-10
600886. SH	国投电力	48830. 64	745417. 97	100. 00	2024-12-10
688110. SH	东芯股份	16571. 30	44224. 97	100. 00	2024-12-10
301126. SZ	达嘉维康	8187. 02	20650. 57	100. 00	2024-12-09
301193. SZ	家联科技	5985. 00	12000. 00	100. 00	2024-12-09
301111. SZ	粤万年青	8986. 15	16000. 00	100. 00	2024-12-09
301199. SZ	迈赫股份	7650. 00	13334. 00	100. 00	2024-12-09
301179. SZ	泽宇智能	9900. 00	13200. 00	100. 00	2024-12-09
688151. SH	华强科技	24234. 68	34450. 00	100. 00	2024-12-06
301213. SZ	观想科技	4804. 56	7999. 99	100. 00	2024-12-06
301167. SZ	建研设计	2400. 00	8000. 00	100. 00	2024-12-06
301108. SZ	洁雅股份	4571. 77	8120. 98	100. 00	2024-12-03
000155. SZ	川能动力	17899. 55	144899. 55	100. 00	2024-12-03

全球证券市场统计

股票市场指数

简称	最新收盘价	1日 涨跌幅(%)	1周 涨跌幅(%)	1个月 涨跌幅(%)	3个月 涨跌幅(%)	12个月 涨跌幅(%)	30天 波动率(%)
道琼斯工业平均指数	41583. 89	-1. 692221	46. 89	46. 89	46. 89	46. 89	44. 51
德国 DAX 指数	22455. 90	-0. 982594	76. 30	-0. 42	12. 36	21. 43	50. 26
法 CAC40 指数	7916. 08	-0. 926520	-1. 57	-2. 41	7. 62	-3. 53	46. 36
恒生指数	23426. 60	-0. 645495	-1. 11	2. 11	16. 60	41. 62	69. 99
沪深 300 指数	3915. 16	-0. 438500	0. 01	0. 64	-1. 65	11. 19	67. 64
美国 SP500 指数	5580. 94	-1. 973720	-1. 52	-6. 27	-6. 53	6. 21	51. 50
纳斯达克综合指数	17322. 99	-2. 701860	-2. 59	-8. 08	-12. 16	5. 76	57. 49
日经 225 指数	37120. 33	-1. 797991	-1. 47	-0. 09	-7. 84	-7. 58	不适用

沪深港通资金流入流出 Top10

A 股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流入资金 (RMB, 万元)	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流出资金 (RMB, 万元)
1	601899. SH	紫金矿业	18. 1600	1. 6797	无数据	601899. SH	紫金矿业	18. 1600	1. 6797	无数据
2	300750. SZ	宁德时代	256. 8000	-0. 8035	无数据	600989. SH	宝丰能源	15. 3000	-3. 5309	无数据
3	300059. SZ	东方财富	23. 0000	0. 0870	无数据	300750. SZ	宁德时代	256. 8000	-0. 8035	无数据
4	600276. SH	恒瑞医药	48. 6100	0. 4546	无数据	300059. SZ	东方财富	23. 0000	0. 0870	无数据
5	000858. SZ	五粮液	133. 2300	-0. 5004	无数据	000858. SZ	五粮液	133. 2300	-0. 5004	无数据
6	688256. SH	寒武纪-U	627. 0000	-1. 7626	无数据	688256. SH	寒武纪-U	627. 0000	-1. 7626	无数据
7	300476. SZ	胜宏科技	82. 9600	-0. 0843	无数据	300476. SZ	胜宏科技	82. 9600	-0. 0843	无数据

8	600900.SH	长江电力	27.8500	0.2881	无数据	600900.SH	长江电力	27.8500	0.2881	无数据
9	002594.SZ	比亚迪	382.5000	-1.0349	无数据	002594.SZ	比亚迪	382.5000	-1.0349	无数据
10	000338.SZ	潍柴动力	16.3000	3.4264	无数据	000338.SZ	潍柴动力	16.3000	3.4264	无数据

港股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流入资金 (HKD, 万元)	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流出资金 (HKD, 万元)
1	9868.HK	小鹏汽车-W	77.2500	-0.02338812	39581.79	1810.HK	小米集团-W	51.0500	-0.01257253	629698.68
2	9992.HK	泡泡玛特	153.2000	-0.00325309	42228.52	0981.HK	中芯国际	48.0000	-0.04667329	208896.82
3	3690.HK	美团-W	160.1000	-0.01658477	55655.67	9988.HK	阿里巴巴-W	131.0000	0.00691776	177936.49
4	1336.HK	新华保险	30.0000	0.05448155	59295.92	0700.HK	腾讯控股	509.5000	0.00098232	163629.30
5	1024.HK	快手-W	56.1000	-0.00883392	102525.97	0883.HK	中国海洋石油	18.4600	-0.01177730	88544.03
6	0883.HK	中国海洋石油	18.4600	-0.01177730	111405.45	1336.HK	新华保险	30.0000	0.05448155	83234.96
7	0700.HK	腾讯控股	509.5000	0.00098232	221152.51	1024.HK	快手-W	56.1000	-0.00883392	73234.34
8	9988.HK	阿里巴巴-W	131.0000	0.00691776	274582.26	9992.HK	泡泡玛特	153.2000	-0.00325309	52440.53
9	0981.HK	中芯国际	48.0000	-0.04667329	284522.68	9868.HK	小鹏汽车-W	77.2500	-0.02338812	45011.76
10	1810.HK	小米集团-W	51.0500	-0.01257253	536665.19	2269.HK	药明生物	26.8000	-0.03423423	35662.29

免责声明

分析师声明

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

国信证券投资评级

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

重要声明

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

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

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

证券投资咨询业务的说明

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

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

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032