

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-03-31

宏观策略

2025 年 03 月 31 日

宏观深度报告 20250326: 走出低通胀: “去产能”和“促消费”谁更有效?

去产能政策常被当做是提振物价的不二之选,但是对当前价格周期而言,更重要的不是去产能,而是扩大消费需求,以促进服务价格回升。这是因为,服务价格降至历史最低水平,才是本轮低通胀的核心症结,而去产能政策通常只能带动工业价格回升,对服务价格无济于事。假设采取去产能政策,使得短期工业价格在 2024 年的基础上回升 2 个点, GDP 平减指数将从 2024 年的-0.7%回升到-0.02%,仍不足以走出低通胀;但如果促消费政策力度更大,使得服务价格回升同样 2 个点的幅度, GDP 平减指数将从-0.7%回升到+0.39%,加上消费回暖带动的商品价格回升,最终 GDP 平减指数还会更高。 风险提示: (1) 历史比较可能忽略一些因素,比如除了产能政策和消费政策外,1998 和 2015 年扩投资、房地产等政策也发挥了很大作用。(2) 影响价格的因素很多,除了政策发力之外,还有很多因素是无法把控的,如国际油价的变动,还有供给端猪周期的变动、气候因素的影响等等。(3) 需要注意到政策的成本问题,促消费政策要拉动物价回升,可能需投入的资金量较大,并且可能像美国一样出现通货膨胀的恶果,这是需要警惕的风险。

晨会编辑 曾朵红

执业证书: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

固收金工

固收深度报告 20250328: 转债精选系列(1)——星球石墨/星球转债

综合判断,我们认为星球转债后市存在正股、转股溢价率“戴维斯双击”的可能性,值得持续关注。

行业

推荐个股及其他点评

光大证券(601788): 2024 年年报点评: 经纪业务表现稳定,投行、资管收入降幅较大

盈利预测与投资评级: 我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 33.19、35.66、37.21 亿元,对应同比增速分别为 8.53%、7.44%、4.35%,对应 EPS 分别为 0.72、0.77、0.81 元/股,当前市值对应 PB 估值分别为 0.96x、0.91x、0.86x。公司聚焦主业稳健发展,看好持续强化竞争力,首次覆盖给予“买入”评级。 风险提示: 1) 交易量持续走低; 2) 权益市场波动加剧致投资收益持续下滑。

中国广核(003816): 2024 年报点评: 电量增长业绩稳健,新项目充足加速投运

盈利预测与投资评级: 考虑市场化电价影响,我们下调 25-26 年归母净利润从 123/133 亿元至 105/111 亿元,预计 27 年归母净利润 127 亿元,对应 PE 为 18/17/14 倍(2025/3/28),维持“买入”评级。 风险提示: 电力价格波动,装机进度不及预期,核电机组运行风险。

中国财险(02328.HK): 2024 年年报点评: 投资收益提升带动净利润增

长，分红回报表现稳定

盈利预测与投资评级：结合公司 2024 年经营情况，我们小幅上调公司盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 352/379/419 亿元（前值为 323/345/-亿元），当前市值对应 2025E PB 1.0x，维持“买入”评级。风险提示：1）行业保费增速低于预期；2）自然灾害等不确定因素。

广电计量（002967）：2024 年报点评：业绩符合市场预期，战略新兴业务增速亮眼

盈利预测与投资评级：公司业绩近预告上限，且出于谨慎性考虑，我们调整公司 2025-2026 年归母净利润分别为 4.0（原值 3.8）/4.5（原值 4.7）亿元，预计 2027 年归母净利润为 5.2 亿元，当前市值对应 PE 分别为 30/27/23X，维持“增持”评级。风险提示：宏观经济波动、地缘政治风险、原油价格波动等

李子园（605337）：新品布局功能饮料，供应链持续打磨

展望 2025 年，主业甜牛奶系列产品升级与渠道拓展并进，新品维他命水卡位功能饮料赛道，成本红利释放叠加费投精准投放，盈利仍有提升空间。我们基本维持此前预测，预计 2024-2026 年收入 14.1/15.6/17.2 亿元，同比+0.1%/+10%/10%；归母净利润为 2.3/2.6/2.9 亿元，分别同比-3%、12%、11%，对应估值 21、18、17 倍，维持“增持”评级。

招商证券（600999）：2024 年年报点评：敦行致远，净利润连续两年正增长，ROE 近 9%

事件：招商证券发布 2024 年业绩：实现营业收入 208.9 亿元，同比+5.4%；归母净利润 103.9 亿元，同比+18.5%；对应 EPS 1.13 元，ROE 8.8%，同比+0.9pct。第四季度实现营业收入 66.1 亿元，同比+33.6%，环比+41.2%；归母净利润 32.4 亿元，同比+37.0%，环比+34.7%。盈利预测与投资评级：我们预计公司 2025-2027 年的归母净利润为 123/131/140 亿元，分别同比+18%/7%/7%，对应 2025-2027 年 PB 为 1.27/1.16/1.07 倍，资本市场改革持续优化，宏观经济逐渐复苏，大型券商控制风险能力更强，能更大程度的享受政策红利。首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：交易量持续走低，权益市场波动加剧致投资收益持续下滑。

拼多多（PDD）：2024Q4 业绩点评：收入低于预期，投入增加导致盈利能力有所下滑

盈利预测与投资评级：由于 2024 年拼多多利润释放不及预期，且未来还将会牺牲利润以获取更大的市场份额，因此我们将 2025-2026 年的 Non-GAAP 净利润从 1486.3/1817.1 亿元调整至 1356.3/1647.1 亿元，我们预测 2027 年的 Non-GAAP 净利润为 1885.2 亿元，2025-2027 年对应 PE 分别为 7.4/6.1/5.3 倍（美元/人民币=7.26，2025/3/26 当日汇率，每 ADR=4 股股票）。我们维持公司“买入”评级。风险提示：营收和利润增长不及预期，公司处于高质量发展转型期，短期利润有下降风险。

新华保险（601336）：2024 年年报点评：利润、NBV 增速领先同业，分红大超预期

盈利预测与投资评级：结合公司 2024 年经营情况，我们上调盈利预测，2025-2027 年归母净利润为 283/292/303 亿元（前值为 135/144/-亿元）。当前市值对应 2025E PEV 0.57x、PB 1.52x，仍处低位。我们看好公司将以深化供给侧改革为主线，深刻把握新时代广大居民健康、养老、财富管理等发展机遇，维持“买入”评级。风险提示：长端利率趋势性下行，权益市场波动，新单保费承压。

祥鑫科技 (002965): 深耕传统赛道稳根基, 多元布局拓新程

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 4.12/5.07/6.20 亿元, 当前股价对应动态 PE 分别为 28/23/19 倍, 考虑到公司新能源汽车、储能设备与通信设备零部件供应能力领先, 人形机器人与低空经济等新兴业务成长性突出, 我们给予公司 2025 年 30xPE, 对应目标价 75 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

双汇发展 (000895): 2024 年报点评: 业绩符合预期, 吨利创新高

根据最新公司业绩, 我们调整 2025~2026 年并新增 2027 年盈利预测, 预计公司 2025-2027 年收入分别 620、641、660 亿元, 同比+3.9%/3.4%/2.9%; 归母净利润分别为 52.1、54.9、57.2 亿元 (前次 2025-2026 年为 50.0、52.6 亿元), 同比+4.4%/+5.4%/+4.3%。对应 PE 为 18x、17x、16x, 维持“买入”评级。

吉比特 (603444): 2024 年年报点评: 高额分红回报股东, 静待新游周期兑现

盈利预测与投资评级: 考虑到公司存量游戏流水仍有一定承压, 新游上线收入费用存在一定错配, 我们下调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测, 预计 2025-2027 年 EPS 分别为 13.62/15.05/16.82 元 (2025-2026 年前值为 14.30、15.34 元), 对应当前股价 PE 为 16/15/13 倍。我们看好公司强化分红回报股东, 同时新游有望陆续兑现, 维持“买入”评级。 风险提示: 存量游戏下滑风险, 新游不及预期风险, 行业监管风险

天齐锂业 (002466): 2024 年年报点评: 资产减值和汇兑损失影响 Q4 业绩, 盈利有望逐步恢复

盈利预测与投资评级: 锂价底部区间震荡, 我们下调 2025-2026 年盈利预测, 预计 2025-2027 年公司归母净利润 16.2/18.6/24.0 亿元 (25-26 年原预期为 22.2/29.9 亿元), 同比+121%/+15%/+29%, 对应 25-27 年 31x/27x/21x PE, 考虑公司资源禀赋优异, 且高价库存逐步消化完, 成本优势将凸显, 维持“买入”评级。 风险提示: 产能释放不及预期, 需求不及预期。

知行科技 (01274.HK): 2024 年业绩公告点评: 自研域控爆发增长, 地平线芯片域控亟待放量

盈利预测与投资评级: 由于新产品放量需要时间, 我们下调 2025-2026 年营收为 17.7/27.8 亿元 (原为 25.3/35.4 亿元), 同比分别+42%/+57%, 预计 2027 年营业收入为 35.4 亿元, 同比+27%; 下调 2025-2026 年归母净利润-2.2/-0.2 亿元 (原为-0.3/1.0 亿元), 预计 2027 年归母净利润为 1.4 亿元, 对应 30x 2027E P/E, 维持“买入”评级。 风险提示: 高阶智驾方案落地不及预期, 中美贸易摩擦超预期, 智驾渗透不及预期。

九方智投控股 (09636.HK): 2024 年年报点评: 市场红利推动, 公司总订单金额创历史新高

盈利预测与投资评级: 我们认为, 公司通过深化智能投顾产品矩阵、拓展全域流量生态及持续加码研发投入, 有望在快速扩张的在线投教市场中巩固龙头地位; 且公司各项业务仍处于快速成长期, 付费客户数量将持续稳健增长, 我们上调盈利预测, 预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 12.93、17.01、22.45 亿元 (2025-2026 年前值为 9.6/12.6 亿元), 分别同比+375%/+32%/+32%, 对应 13/10/7 倍 PE, 维持“买入”评级。 风险提示: 市场波动风险, 宏观经济与政策风险, 监管合规风险。

蓝天燃气 (605368): 2024 年年度业绩点评: 业绩承压, 分红比例达 127%

盈利预测与投资评级: 河南省天然气顺价逐步推进, 下游居民价差有望修

复；公司承诺 2023-2025 年分红比例不低于 70%，2024 年分红比例达 126.93%，对应全年股息率 8.4%（估值日期 2025/3/27），彰显安全边际。考虑到公司 2024 年利润不及预期，我们下调 2025-2026 年公司归母净利润预测至 5.10/5.28 亿元（原值 6.09/6.20 亿元），引入 2027 年盈利预测 5.33 亿元，2025-2027 年业绩同比增速 1.35%/3.44%/1.07%，对应 2025-2027 年 P/E 15.21/14.71/14.55X（估值日 2025/3/27），维持“买入”评级。

福莱特（601865）：2024 年报点评：盈利低点已现，25 年有望逐步改善
盈利预测与投资评级：考虑玻璃价格上涨，我们基本维持公司盈利预测，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润 10.4/16/21.6 亿元（2025-2026 年前值为 10.4/21.0 亿元），同比+3%/+54%/+35%，维持“买入”评级。风险提示：竞争加剧、政策不及预期。

南山铝业（600219）：2024 年年报点评：分红比例逐年提升，印尼业务打造公司第二成长曲线

事件：公司披露 2024 年年报，业绩同比大幅增长。2024 年公司实现营业收入 334.77 亿元，同比+16.1%；归母净利润 48.3 亿元，同比+39.0%；公司第四季度实现营业收入 92.51 亿元，同比+29.3%，归母净利润 13.40 亿元，同比+0.6%，扣非归母净利润 14.99 亿元，同比+134.5%。 印尼氧化铝业务贡献全年业绩主要增量：2024 年受到全球铝土矿供应维持紧缺、以及国内氧化铝产能错配影响，全年海外氧化铝均价为 503 美元/吨左右，较 2023 年上涨 46%，公司印尼 200 万吨氧化铝项目全年满产，且项目公司 PT.Bintan Alumina Indonesia 在印尼产业园享受所有的 100%减免优惠政策，全年实现净利润 34.7 亿元，同比+175.1%。 公司连续现金分红，提高股东回报：1）公司公告 2024 年利润分配预案，拟再向全体股东按每 10 股派发现金红利 0.90 元（含税），叠加前三季度分红本年度内累计分红 19.76 亿元，分红比例为 40.92%，按 3 月 27 日收盘价测算，公司股息率为 4.35%，呈逐年提高态势。 公司未来业务增长点：印尼加码布局 25 万吨电解铝与 200 万吨氧化铝项目。公司于印尼宾坦工业园布局年产 25 万吨电解铝、26 万吨炭素项目，我们预计该项目有望于 2026 年底投产，此外子公司 PT.Bintan Alumina Indonesia 于印尼工业园内分两期扩建年产 200 万吨氧化铝项目，其中一期 100 万吨项目已于 2024 年内完成土建安装，二期 100 万吨项目处于土建阶段；2）汽车板产能进一步扩大，高端业务毛利占比不断提高。截至 2024 年底，公司高端产品的销量约占公司铝产品总销量的 14%，高端产品毛利约占公司铝产品总毛利的 23%，随着公司的新增 20 万吨汽车板、以及航空板产能利用率的不断提高，公司业绩有望进一步稳健增长。 盈利预测与投资评级：我们继续看好公司印尼氧化铝项目的盈利能力，以及汽车板、航空板等高端铝加工业务的持续放量，由于氧化铝价格下行速度超预期，我们下调公司 2025-26 年归母净利润为 48.64/50.95 亿元（前值为 50.95/55.48 亿元），新增 2027 年归母净利润预测值为 53.08 亿元，对应 2025-27 年的 PE 分别为 9.12/8.71/8.36 倍，维持“买入”评级。

北特科技（603009）：汽零筑基擎双翼，丝杠拓疆启新程

公司成立于 2002 年，深耕汽车零部件的研发和制造，核心产品主要包括转向减震类零部件、底盘高精密零部件、铝合金轻量化零部件、车辆空调及热管理产品，客户深度绑定耐世特、博世、采埃孚、比亚迪等国内外头部零部件或主机厂，积极拓展海外市场，24 年实现海外收入 1.38 亿元，同比+9%，我们预计随着新签定点项目推进，海外收入有望实现快速增

长。依托工艺协同性和技术积累，公司积极拓展机器人丝杠业务，打开远期成长空间。1) 底盘业务：公司为国内转向器+减震器细分龙头，其中齿条+活塞杆市占率达 40-50%，产品实现稳健增长，此外高精度产品步入收获期，后续有望实现高速增长，底盘业务 24 年营收 13.8 亿，同比+7%，毛利率 21.8%，同比增 1pct，耐世特、比亚迪、博世等贡献主要增量。2) 压缩机业务：公司 2018 年收购上海光裕，上海光裕传统商用车压缩机市场份额超 25%，由于行业增速放缓、竞争加剧，该业务持续亏损，为此公司布局新能源商用车空调压缩机+热管理系统，优化产品结构，进而改善业务盈利能力，2024 年该业务收入 4.9 亿，同比增 10%，毛利率 7%，同比增 2.4pct。同时光裕商誉原值 2.6 亿，24Q4 末商誉账面价值已降至 0.6 亿，减值风险充分释放。3) 铝合金业务：轻量化成为主流趋势，产能扩张规模效应逐步释放。全球劳动力短缺，人形机器人替代人类性价比突出，人形机器人产业快速发展，特斯拉 Optimus 量产在即，全球机器人领域百花齐放，30 年我们测算行星滚柱丝杠市场规模有望超 900 亿，增长空间很大。公司深耕汽车底盘零部件加工 20 年，在材料和精密加工等方面有深厚的技术和经验积累，24 年 10 月在江苏昆山投资 18.5 亿元建设行星滚柱丝杠生产基地，布局人形机器人关键零部件市场，我们认为凭借工艺技术积累+完备的精密加工设备+优质客户基础，丝杠业务有望成为公司重要的第二增长曲线。盈利预测与投资评级：公司转向器零部件、减震器零部件绑定头部 Tier 1 客户增长稳健，商用车空调压缩机持续减亏，盈利稳步提升，人形机器人丝杠业务打开公司远期成长空间，我们预计公司 25-27 年实现归母净利润分别为 1.22/2.02/5.65 亿元，同比+70%/66%/180%，现价对应估值分别为 122x、74x、26x。首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：下游乘用车销量不及预期，原材料价格上涨超出预期

巨子生物 (02367.HK)：2024 年业绩点评：重组胶原蛋白龙头高歌猛进，业绩高增持续兑现

盈利预测与投资评级：公司是我国重组胶原领域引领者，品牌力和产品力领先，未来拓展肌肤焕活可期。我们将 2025-2026 年归母净利润预测由 24.65/30.11 亿元上调至 25.66/32.15 亿元，分别同比+24%/+25%，新增 27 年归母净利润预测 40.47 亿元，同比+26%，预计 2025-27 年经调整净利润分别为 26.4/32.7/40.5 亿元，分别同比+23%/+24%/+24%，2025/3/26 收盘价对应 2025-27 年 PE 为 25/20/16X，维持“买入”评级。风险提示：终端需求不及预期，行业竞争加剧等

华润万象生活 (01209.HK)：2024 年业绩公告点评：各经营指标逆势高增长，慷慨分红积极回报股东

盈利预测与投资评级：公司商业航道龙头优势显著，物业航道战略清晰稳步发展，提质增效逐步推进，股东回报积极慷慨。考虑到近年来房地产市场下行及行业竞争加剧，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润至 43.5/50.9 亿元（原值为 44.1/53.1 亿元），预计 2027 年归母净利润为 58.3 亿元。对应的 EPS 为 1.91/2.23/2.55 元，对应的 PE 为 16.7X/14.3X/12.5X，维持“买入”评级。风险提示：市场化外拓不及预期；消费复苏不及预期。

海底捞 (06862.HK)：2024 年业绩公告点评：成本优化，业绩超预期

2024 年公司实现营业收入/净利润 427.55/47.08 亿元，同比分别+3.14%/4.65%，2024H2 实现营业收入/净利润 212.64/26.70 亿元，同比-

5.78%/+19.14%。全年分红率 95%，对应股息率 5%。

光大环境 (00257.HK): 2024 年业绩公告点评: 自由现金流转正大增, 分红比例同增 11pct 至 42%

固废龙头现金流价值凸显, 存量优化+增量探索共促高质量发展。固废龙头运营项目积累夯实业绩基础, 在 2024 年自由现金流转正之年, 公司提升分红, 当前股价对应 2024 年股息率 6.6%。公司积极盘活存量业务, 2024 年环保能源及绿色环保板块 B 端供热供汽量同比增长 37%, 增厚盈利&改善现金流。未来公司将深化“两化一型”发展方向, 科技赋能存量业务提质增效及新业务发展, 稳步推进国际化, 开拓协同业务, 延伸产业链条, 提升增量业务贡献力度。(估值日期: 2025/3/26) 盈利预测与投资评级: 固废龙头运营业绩稳健, 现金流预计持续向好。我们维持 2025-2026 年业绩预测为 38.67/41.05 亿港元, 预计 2027 年归母净利润 41.97 亿港元。维持“买入”评级。风险提示: 应收账款延长, 资本开支超预期上行, 资产减值风险等。

山西汾酒 (600809): 多价位精准发力, 统筹兼顾规模、效益

青 26、老白汾加码布局增量, 全国化培育久久为功。结合宏观需求变化, 2025 年公司在延续产品四轮驱动框架下, 规划重点优化价盘体系及渠道利润水平, 提升各品类专业化运营水平, 边际上加强青 26/30 组合及老白汾的增量开拓要求: ①青花 26/30 及以上产品规划同比增长 20~30% (预计青 26 新品投放有望贡献 10~20 亿元增量), 青花 20 同比实现 10%+增长, 以期做好挺价过渡。②老白汾作为全国化发力重点, 通过扩点投放, 规划同比增长 20~30%。③玻汾采取总量控制与区域调控策略, 优先投放至薄弱或新开拓市场。其中, 青花 26 投放初期要求做好量价管控, 通过选取核心渠道和终端限量投放, 以顺价模式驱动渠道加强团购推广, 25Q1 在山西、环山西市场反响积极。老白汾目前已设立专职工作组统筹运营, 确保资源聚焦与战略协同, 2025 春节后开始推进铺市下沉工作。相比区域酒, 公司品宣资源更具优势, 渠道运作更成体系 (价盘管控及稳定性更强), 产品组合协同更优 (玻汾、青 20 作为强动销的盈利单品, 可与老白汾组合导入终端), 规划通过抖音、快手推广及品牌活动强化产品曝光, 通过免品、餐饮、陈列等推广组合拳加强氛围营造, 动销培育久久为功。盈利预测与投资评级: 公司产品矩阵优势持续发挥, 各区域市场有的放矢、各有侧重: 山西着重结构升级, 提升青花 25/26 占比; 环山西老白汾提速, 做好汇量增长; 华东、华南保持青 20 增速引领, 同时做好腰部/基座产品的下沉导入。需求承压背景下公司注重保证价盘及渠道利润稳定, 我们微调 2024~26 年归母净利润预测为 121/135/156 亿元 (前值 121/134/155 亿元), 对应 PE 为 22/20/17 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 宏观经济持续走弱超预期风险; 紧缩形势加剧风险; 省外竞争超预期风险等。

鸿远电子 (603267): 2024 年报点评: 下游景气度有望恢复, 看好拐点来临

盈利预测与投资评级: 公司业绩承压, 考虑到公司在业务上的持续调整, 我们下调先前的预测, 预计公司 2025-2026 年归母净利润预测分别为 3.26/4.81 亿元, 前值 6.99/7.97 亿元, 新增 2027 年预测 5.71 亿元, 对应 PE 分别 37/25/21 倍。但考虑到公司在军工电子领域的领先卡位, 且我国军用 MLCC 业务或迎来恢复式增长, 因此维持“买入”评级。风险提示: 1) 市场风险; 2) 营运资金周转风险; 3) 利润下降风险; 4) 产品研发风险。

朗鸿科技 (836395): 2024 年年报点评: 年度业绩创新高, 长期发展信心足

盈利预测与投资评级: 公司业绩超我们此前预期, 考虑到公司所处赛道复苏, 技术领先优势, 和今年管理、研发费用增加的预期, 我们向上调整公司 2025-2026 年归母净利润预测至 0.61 (+0.06) / 0.65(+0.06) 亿元, 新增 2027 年预测为 0.72 亿元, 对应 PE 分别 37.14/34.72/31.51 倍, 维持“买入”评级。

华岭股份 (430139): 2024 年年报点评: 业绩遇挑战, 夯实基本盘

盈利预测与投资评级: 华岭股份在 2024 年业绩出现大幅下滑, 营收同比减少 12.43%, 归母净利润亏损 0.15 亿元。由于公司的关键客户近年来订单不稳定, 目前体外订单尚有较大不确定性, 我们保守调整公司 2025-2026 年归母净利润预测至 0.01 (-0.78) / 0.11(-0.91) 亿元, 新增 2027 年预测为 0.23 亿元。公司围绕“三重拓展”制定了一系列发展策略, 且集成电路行业前景向好, 但短期内公司业绩改善仍存在不确定性。综合考虑, 我们维持“增持”评级。

奥迪威 (832491): 2024 年年报点评: 技术创新引领行业, 盈利能力稳中求进

盈利预测与投资评级: 公司业绩基本符合我们此前预期, 考虑到公司管理费用的增长和行业毛利率承压的情况, 我们小幅下调公司 2025-2026 年归母净利润预测至 1.01 (-0.13) / 1.15(-0.26) 亿元, 新增 2027 年预测为 1.37 亿元, 对应 PE 分别 44.57/38.88/32.69 倍。考虑到公司在赛道发展的确定性和布局的稀缺性, 我们依然看好公司成长, 维持“买入”评级。

宏观策略

宏观深度报告 20250326：走出低通胀：“去产能”和“促消费”谁更有效？

核心观点：去产能政策常被当做是提振物价的不二之选，但是对当前价格周期而言，更重要的不是去产能，而是扩大消费需求，以促进服务价格回升。这是因为，服务价格降至历史最低水平，才是本轮低通胀的核心症结，而去产能政策通常只能带动工业价格回升，对服务价格无济于事。假设采取去产能政策，使得短期工业价格在 2024 年的基础上回升 2 个点，GDP 平减指数将从 2024 年的-0.7%回升到-0.02%，仍不足以走出低通胀；但如果促消费政策力度更大，使得服务价格回升同样 2 个点的幅度，GDP 平减指数将从-0.7%回升到+0.39%，加上消费回暖带动的商品价格回升，最终 GDP 平减指数还会更高。

1、从供需对比来看，本轮物价压力更多来自于需求端，供给端压力比前两轮小很多。第二产业对本轮低通胀的贡献只有 48%，远低于 1998 的 57%和 2015 年的 100%。但当前服务价格降至历史最低水平，2024 年甚至有 3 个季度负增长（历史首次），代表着需求端的价格压力比供给端可能更大。

2、从历史经验来看，价格周期的不同特点，决定了走出低通胀的不同模式：1998 年是“去产能+促消费”双管齐下，2015 年是去产能为主，促消费政策力度小。1998 年和 2015 年低通胀的成因并不完全相同，尽管工业价格下降都是主因，但 1998 年最大的就业部门价格下降（第一产业占就业的 50%），引发价格和需求的负反馈循环。为了打破负循环，1998 年促消费政策力度极大，用于居民增收的财政资金占到 GDP 的 1.2%和财政收入的 9.4%，相当于今天的 1.6-2.1 万亿。2015 年物价下行主要来自工业，而服务业涨价强劲，使得劳动工资上涨和低通胀并存，消费仍维持相对强劲。

3、当前应如何走出低通胀：双管齐下，促消费比去产能更重要，促消费政策需要“加强版的 1998 年”。假设采取去产能政策，使得短期工业价格在 2024 年的基础上回升 2 个点，GDP 平减指数将从 2024 年的-0.7%回升到-0.02%，仍不足以走出低通胀；但如果促消费政策力度更大，使得服务价格回升 2 个点，GDP 平减指数将从-0.7%回升到+0.39%，加上消费回暖带动的商品价格回升，最终 GDP 平减指数还会更高。从实践来看，需要“去产能”和“促消费”双管齐下，后者更重要。并且考虑到服务价格降至历史最低水平，促消费政策力度可能需要比 1998 年更强。

风险提示：（1）历史比较可能忽略一些因素，比如除了产能政策和消费政策外，1998 和 2015 年扩投资、房地产等政策也发挥了很大作用。（2）影响价格的因素很多，除了政策发力之外，还有很多因素是无法把控的，如国际油价的变动，还有供给端猪周期的变动、气候因素的影响等等。（3）需要注意到政策的成本问题，促消费政策要拉动物价回升，可能需投入的资金量较大，并且可能像美国一样出现通货膨胀的恶果，这是需要警惕的风险。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：占烁）

固收金工

固收深度报告 20250328：转债精选系列（1）——星球石墨/星球转债
 石墨设备化学性能稳定，氯碱工业为最大应用领域。石墨设备凭借耐腐蚀、耐高温等特性，在化工防腐设备领域占据重要地位。氯碱工业是石墨设备的主要应用领域，其产品聚氯乙烯（PVC）凭借在建材、

汽车等领域的广泛应用，全球市场规模预计从 2024 年 465.7 亿美元有望增至 2032 年 698.6 亿美元，CAGR 达 5.20%。印度作为 PVC 需求增长主力，由于进口限制政策，推动本土产能建设提速，为上游石墨设备带来增量需求。石墨材料市场增长强势，高端化趋势明显。受益于电动汽车市场爆发，全球石墨市场规模预计从 2024 年 156.7 亿美元增至 2030 年 364 亿美元，CAGR 达 15.1%。耐火材料仍为最大下游（占比近 50%），特种石墨在半导体、光伏等高端领域渗透率提升。等静压石墨因各向同性、高纯度特性成为产业升级重点，国内企业如宁新新材、五星新材加速布局，但实际产能较海外龙头仍存差距。光伏发电量将从 2023 年 374.9GW 增至 2028 年 539.6GW，叠加半导体产业扩张，高端石墨需求持续释放。公司业务多轮驱动，海外拓展+技术创新共促增长。核心产品合成炉国内市占率第一，浸渍剂技术将耐温性提升至 250℃，设备更换周期（8-10 年）与 2011-2013 年产能投放期共振，2025 年更换需求有望集中释放。换热器作为通用设备覆盖多晶硅、有机硅等长尾市场，1380 台/年扩产项目预计 2025 年投产，打开收入弹性。公司设立平台加速海外产品推广，2022 年与印度 Mundra 签订的 2.99 亿元订单预计对 2025 年业绩产生重大影响。合成炉产品契合印度 PVC 产能扩张需求，技术指标较传统设备提升显著。伴随海外营收占比提升，全球化布局将进入收获期。自研高纯超导热石墨换热块及密封结构，叠加浸渍剂技术优势石墨代钢未来可期。

星球转债估值分析：1) 目前市场在谨慎尝试交易强赎顶以上的区域，这对于溢价率支撑企稳，甚至主动拉升是一个积极的信号；2) 前期正股由于远离强赎线，正股的波动对解释转股溢价率的被动波动起到绝对作用，但后市伴随接近甚至越过强赎线，正股波动对转股溢价率的影响力会有所下降，溢价率本身将表现出更多自由度；3) 星球转债上市时间尚短，且绝对流通规模不大，距离强赎线较近，后市伴随公司业绩进一步放量，正股进一步抬升下的自然转股，或成为公司解决转债的最优路径，强制赎回概率较低，主动权交给投资人。综合判断，我们认为星球转债后市存在正股、转股溢价率“戴维斯双击”的可能性，值得持续关注。

风险提示：强赎风险，正股波动风险。

（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭）

行业

推荐个股及其他点评

光大证券（601788）：2024 年年报点评：经纪业务表现稳定，投行、资管收入降幅较大

投资要点 事件：光大证券发布 2024 年年报。公司 2024 年实现营业收入 96.0 亿元，同比-4.3%；归母净利润 30.6 亿元，同比-28.4%；对应 EPS 0.58 元，平均 ROE 4.5%，同比-2.0pct。第四季度实现营业收入 31.9 亿元，同比+40.2%，环比+43.6%；归母净利润 10.68 亿元，同比扭亏为盈，环比+78.1%。坚持财富管理转型导向，经纪业务收入稳健增长：2024 年公司实现经纪业务收入 29.9 亿元，同比+8.0%，占营业收入比重 31.4%。全市场日均股基交易额 11853 亿元，同比+23.1%。公司两融余额 428 亿元，较年初+16%，市场份额 2.3%，较年初+0.1pct，全市场两融余额 18646 亿元，较年初+12.9%。公司全年代销金融产品收入 5.3 亿元，同比增长 8.4%。受监管环境影响，投行业务收入持续下滑，债券承销排名靠前：2024 年公司投行业务收入

8.2 亿元，同比-20.3%。股权主承销规模 10.1 亿元，同比-81.0%，排名第 35；其中 IPO 1 家，募资规模 9.6 亿元；再融资 1 家，承销规模 0.5 亿元。债券主承销规模 4267 亿元，同比-3.1%，排名第 7；其中地方政府债、中期票据、金融债承销规模分别为 1711 亿元、826 亿元、556 亿元。IPO 储备项目 3 家，排名第 20，其中两市主板 1 家，北交所 1 家，创业板 1 家。资管业务收入同比下滑，光证资管 AUM 稳健增长：资管业务收入 7.9 亿元，同比-21.8%。光证资管管理规模 3114 亿元，同比+3.7%。2024 年光证资管聚焦主责主业，努力开拓私募资管业务，巩固深化核心客户合作关系，并不断拓展客户群体、优化业务结构。根据中基协统计，光证资管 2024 年三季度私募资产管理产品月均规模行业排名第 5 位。Q4 自营投资收益大幅增长：投资收益（含公允价值）24.9 亿元，同比-0.9%；第四季度投资收益（含公允价值）8.9 亿元，同比+53.3%。公司自营坚持立足绝对收益导向，权益自营整体资产组合实现正收益，固收自营进一步丰富投资品种，增强盈利稳定性。盈利预测与投资评级：我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 33.19、35.66、37.21 亿元，对应同比增速分别为 8.53%、7.44%、4.35%，对应 EPS 分别为 0.72、0.77、0.81 元/股，当前市值对应 PB 估值分别为 0.96x、0.91x、0.86x。公司聚焦主业稳健发展，看好持续强化竞争力，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：1）交易量持续走低；2）权益市场波动加剧致投资收益持续下滑。

（证券分析师：孙婷 研究助理：罗宇康）

中国广核（003816）：2024 年报点评：电量增长业绩稳健，新项目充足加速投运

投资要点 事件：公司公告 2024 年年报，公司实现营业收入 868.04 亿元，同增 5.16%；归母净利润 108.14 亿元，同增 0.83%；扣非归母净利润 107.13 亿元，同增 0.94%；加权平均 ROE 同降 0.43pct，至 9.33%。核电板块毛利提升，工程及其他毛利下滑。2024 年公司实现营收 868.04 亿元，同增 5.16%，实现毛利润 295.4 亿元，同减 0.5%，毛利率 34.0%，同比下降 1.9pct。分业务来看，2024 年，1）核电板块：实现营业收入 659.32 亿元，同比+5.5%，毛利润 287.46 亿元，同比+0.3%，毛利率 43.6%，同比-2.3pct；2）建筑安装和设计服务：实现营业收入 185.68 亿元，同比+3.7%，毛利润 1.35 亿元，同比-60.3%，毛利率 0.7%，同比-1.2pct。提供劳务、贸易及其他板块占比小、变动不大。2024 年公司毛利规模稳定，核电板块有成长/工程下滑。2024 年上网电量+6.1%，防城港+台山贡献明显。2024 年子公司/子公司及联营上网电量约为 1790/2273 亿千瓦时，同比+7.1%/+6.1%，2024 年第四季度，子公司/子公司及联营上网电量约为 487/604 亿千瓦时，同比+13.3%/9.5%。分公司来看，2024 年，大亚湾/岭澳/岭东/宁德/阳江/防城港/台山/红沿河核电上网电量同比变动 -2%/+4%/-7%/+1%/+0%/+20%/+52%/+3%。电量稳定增长，防城港 4 号 2024 年 5 月 25 日投入商业运营，台山核电恢复，两个项目贡献明显。2024 年电价整体稳定，度电毛利略有下行。2024 年综合上网电价（不含税）0.368 元/千瓦时（同比-2%，跌 6 厘/千瓦时），度电成本 0.208 元/千瓦时（同比+3%，涨 5 厘/千瓦时），度电毛利 0.161 元/千瓦时（同比-6%，跌 1.1 分/千瓦时）。度电盈利略有下行，电量提升驱动成长。在手项目充沛，即将进入加速投运阶段。截至 2024/12/31，公司管理 28 台在运机组（包含联营企业 6 台机组），子公司及联营企业合计装机容量 31.8GW，公司在建 8 台/9.7GW，集团在建 8 台 9.7GW，考虑在建全部投运装机弹性 61%。投产节奏来看 25 至 30 年分别投产 1/2/2/1/1/1，考虑 25 年新 FCD 和核准，2030 年前投产规模有望更多。截至

2024/12/31, 惠州核电、苍南核电仍在集团体内, 随着 2025 年惠州 1 号投运, 2026 年惠州 2 号和苍南 1 号投运, 集团资产加速注入。财务费用下降, 资产负债率 59.49%。2024 年公司期间费用同比减少 4.52% 至 103.03 亿元, 其中财务费用下降较为明显, 2024 年公司财务费用 51.33 亿元, 同比下降 9.4%, 财务费用率下降 0.95pct 至 5.91%。现金流良好, 分红比例 44.36%。2024 年公司经营净现金流 380 亿元 (同比+15%), 投资净现金流-201 亿元 (23 同期-125 亿元)。24 年预计分红 48 亿元, 分红率 44.36%。重视股东回报, 彰显现金流红利属性。盈利预测与投资评级: 考虑市场化电价影响, 我们下调 25-26 年归母净利润从 123/133 亿元至 105/111 亿元, 预计 27 年归母净利润 127 亿元, 对应 PE 为 18/17/14 倍 (2025/3/28), 维持“买入”评级。风险提示: 电力价格波动, 装机进度不及预期, 核电机组运行风险。

(证券分析师: 袁理 证券分析师: 任逸轩)

中国财险 (02328.HK): 2024 年年报点评: 投资收益提升带动净利润增长, 分红回报表现稳定

投资要点 【事件】中国财险发布 2024 年度业绩: 1) 归母净利润 322 亿元, 同比+30.9%, 下半年净利润为 137 亿元, 同比+216%。2) 归母净资产 2579 亿元, 较年初+11.5%, 较年中+6.2%。3) 全年拟派发每股股息 0.54 元, 同比+10%, 对应分红率 37%, 当前股息率为 4.0%。保费: 车险业务结构优化, 非车险经营质量提升。1) 产险总保费收入 5381 亿元, 同比+4.3%, 市占率同比-0.7pct 至 31.8%。2) 车险保费同比+4.1%, 业务结构持续优化。①家自车业务继续向好, 保费占比+0.1pct 至 74.3%, 家自车新车市场份额同比+0.25pct 至 38.8%。②新能源车渗透率持续提升, 承保车辆数与保费分别增长 57.3% 和 58.7%, 家自车商业占比升至 69.7%, 且实现承保盈利。3) 非车险保费同比+4.6%, 其中农险同比-5.7%, 而意健险、责任险分别+9.7%、+9.9%。非车险经营质量明显改善, 其中: ①个人非车保费增长 18%, 综合成本率 (旧准则) 在 95% 以下; ②法人业务优势业务占比提升, 费用率 (旧准则) 下降 3pct; ③非车险应收保费余额下降 5.1%。综合成本率: 大灾损失造成短期波动, 仍看好公司长期盈利能力。1) 综合成本率 98.8%, 同比+1.0pct; 承保利润 57 亿元, 同比-44%。车险/责任险综合成本率分别同比-0.1/-1.8pct, 而农险/意健险/企财险则分别同比+3.9/+1.8/+9.6pct。2) 赔付率同比+2.4pct 升至 73.0%, 其中大灾净损失超过过去 5 年平均水平 51%, 为近年最高。①由于大灾多发影响, 车险/农险/企财险赔付率分别同比+2.2/+3.9/+9.6pct, 其中车险还受新能源车普及和人伤赔偿标准上升等影响。②因医疗费用上涨和赔付标准提高, 意健险赔付率同比+2.8pct。3) 费用率同比-1.4pct 降至 25.8%, 主要受公司降本增效、推行报行合一带动。车险/意健险/责任险费用率分别同比-2.3/-1.0/-2.2pct, 农险/企财险则同比持平。4) 近三年公司平均综合成本率仅为 97.6%, 我们看好公司未来将保持领先行业的承保盈利能力。投资: 增配债券和股票投资, 股市反弹带动收益大幅提升。1) 投资资产同比+12.6% 至 6765 亿元, 现金/固收类/权益类资产占比分别为 2.9%/60.2%/25.1%, 同比+0.2pct/+2.0pct/-1.3pct, 其中债券和股票占比分别提升 4.1pct、1.3pct 至 38.4% 和 7.3%, 尤其是国债及政府债占比大幅提升 10.4pct, 而基金则减少 2.3pct 至 5.4%。2) 总投资收益率 5.5%, 同比+2.0pct, 主要是公司在市场低位加仓二级权益投资, 公允价值变动损益大幅增长所致。盈利预测与投资评级: 结合公司 2024 年经营情况, 我们小幅上调公司盈利预测, 预计 2025-2027 年公司归母净利润为 352/379/419 亿元 (前值为 323/345/-亿元), 当前市值对应 2025E PB 1.0x, 维持“买入”评级。风险提示: 1) 行业

保费增速低于预期；2）自然灾害等不确定因素。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：曹锟）

广电计量（002967）：2024 年报点评：业绩符合市场预期，战略新兴业务增速亮眼

投资要点 业绩符合市场预期，聚焦战略新兴行业增长稳健 公司披露 2024 年报，业绩于预告中值偏上，符合市场预期：2024 年公司实现营业收入 32 亿元，同比增长 11%，归母净利润 3.5 亿元，同比增长 77%，扣非归母净利润 3.2 亿元，同比增长 83%。公司精益管理推进、战略新兴业务放量，利润增速强于营收。分业务，可靠性与环境试验、集成电路检测分析增速亮眼，聚焦新质生产力，战略转型卓有成效：（1）计量服务实现营收 7.5 亿元，同比增长 4%，维持稳健增长，（2）可靠性与环境试验实现营收 7.8 亿元，同比增长 17%，（3）集成电路测试与分析实现营收 2.6 亿元，同比增长 26%，（4）电磁兼容检测实现营收 3.6 亿元，同比增长 10%，（5）生命科学实现营收 5.0 亿元，同比增长 3%，（6）数据科学分析与评价实现营收 1.2 亿元，同比增长 29%。 毛利率提升明显，费用率维持稳定 2024 年公司销售毛利率 47.2%，同比提升 4.9pct，销售净利率 11.2%，同比提升 4.1pct，且盈利水平呈逐季提升趋势；分业务，受益于精益管理推进，除 EHS 评价服务阶段性受外需影响，各板块毛利率均提升明显：计量服务/可靠性与环境试验/集成电路/电磁兼容/生命科学/数据科学/EHS 评价毛利率分别为 50.5%/50.9%/45.2%/54.9%/39.8%/55.9%/38.0%，同比分别变动 2.4/7.4/4.3/4.0/8.8/12.2/-6.5pct。2024 年公司期间费用率 32.5%，同比提升 0.3pct，基本维持稳定，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 14.2%/6.9%/10.8%/0.7%，同比分别变动-0.1/-0.5/+0.7/+0.1pct。 下游需求稳健+经营水平提升，看好业绩增长持续性 公司为国有计量检验检测龙头，品牌公信力、技术水平领先。2023 年末管理层换届以来，公司战略转型成果初现，看好长期成长：（1）将战略重点从综合性检测机构转向聚焦于服务国家产业战略、科技创新的偏物理类检测业务，积极布局包括低空经济、民用航空、人工智能、深海工程、先进核能等前沿业务领域，培育未来发展动力，受益下游技术迭代和需求持续增长。2025 年 1 月公司公告，拟投资 3.3 亿元用于实验室技术改造（其中 2.9 亿元用于仪器设备购置），反映发展信心及转型决心。（2）将考核重点从收入转向利润导向，推动精细化管理，全面实施降本增效策略，人效提升明显，2024 年人均创利 5.4 万元，同比增长 71%。（3）多举措推进市值管理，①2024 年 7 月完成股权激励授予绑定核心员工，②10 月披露股份回购方案，回购金额 2~4 亿元，③2024 年现金分红总额 2.2 亿元（含中期现金分红 1.4 亿元），股利支付率 64%，提升幅度明显。 盈利预测与投资评级：公司业绩近预告上限，且出于谨慎性考虑，我们调整公司 2025-2026 年归母净利润分别为 4.0（原值 3.8）/4.5（原值 4.7）亿元，预计 2027 年归母净利润为 5.2 亿元，当前市值对应 PE 分别为 30/27/23X，维持“增持”评级。 风险提示：宏观经济波动、地缘政治风险、原油价格波动等

（证券分析师：周尔双 证券分析师：韦译捷）

李子园（605337）：新品布局功能饮料，供应链持续打磨

投资要点 事件：2025 年春糖期间，公司推出新品“VitaYoung 活力维他命”维生素水，首批上市维生素水包括复合维 B 系列和高倍维 C 系列。 顺应健康化趋势，老品升级&新品占位并举。本次春糖参展饮料品牌宣传中，NFC（非浓缩还原）、无糖、有机、电解质及酵素饮料成为主流关键词，消费者对饮品健康关注度日益提升，公司亦洞察行业发展趋势，一方面，主业推进降糖甜牛奶系列研发，力争不影响

口感下尽量降低含糖量，且围绕不同渠道需求，匹配多规格、差异化包装；另一方面，积极顺应潮流布局新品，本次春糖推出维生素水主打营养健康，首创“中国6零极简配方”，即“0糖、0脂、0卡、0防腐剂、0香精、0添加色素”，包括复合维B（菊花味、红树莓味）和高倍维C（柠檬味）两个系列，分别具备缓解疲劳、提升活力和增强免疫力功效，后续需持续关注招商及铺货进展，期待旺季带来收入增量补充。渠道改革稳步推进，积极拥抱新渠道。公司持续推动渠道多元化布局，针对传统渠道精耕下沉，并积极拓展零食量贩、早餐、餐饮等渠道，同时针对不同渠道差异化匹配不同规格/包装产品，小李总上任后，进一步优化渠道管理体系，实行分区域分渠道管理——人员配置/销售任务/费用投放/业务考核按不同渠道划分，并对各渠道负责销售人员给予差异化薪酬待遇，费用投放更趋精准，期待年内新渠道放量表现。完善供应链布局，年内成本红利延续。近日公司公告，拟签署投资协议并设立全资子公司，投资项目为“李子园日处理1000吨生乳深加工项目”，预计投资金额约为3.2亿元，资金来源为自筹或自有资金。拟设子公司为宁夏李子园食品有限公司，建设内容包括全脂脱脂奶粉、浓缩奶、稀奶油、奶酪等奶制品的深加工生产线。我们认为，此举一则有利于保障上游奶源充足供应和质量，二则更好应对成本波动、降本增效。展望25年，白糖价格上涨相对可控，奶粉已完成锁价且价格同比有所回落，考虑奶粉成本红利、规模效应释放，预计年内毛利率仍处提升通道。盈利预测与投资评级：展望2025年，主业甜牛奶系列产品升级与渠道拓展并进，新品维他命水卡位功能饮料赛道，成本红利释放叠加费投精准投放，盈利仍有提升空间。我们基本维持此前预测，预计2024-2026年收入14.1/15.6/17.2亿元，同比+0.1%/+10%/10%；归母净利润为2.3/2.6/2.9亿元，分别同比-3%、12%、11%，对应估值21、18、17倍，维持“增持”评级。风险提示：食安问题、全国化拓展不及预期、单一品类风险。

（证券分析师：苏钺 研究助理：于思淼）

招商证券（600999）：2024年年报点评：敦行致远，净利润连续两年正增长，ROE近9%

投资要点 事件：招商证券发布2024年业绩：实现营业收入208.9亿元，同比+5.4%；归母净利润103.9亿元，同比+18.5%；对应EPS 1.13元，ROE 8.8%，同比+0.9pct。第四季度实现营业收入66.1亿元，同比+33.6%，环比+41.2%；归母净利润32.4亿元，同比+37.0%，环比+34.7%。财富管理转型进入新阶段。2024年经纪业务收入61.8亿元，同比+11.8%，占营业收入比重29.9%。公司经纪市占4.51%，同比降低0.7个百分点，佣金率同比小幅增长至0.02%。公司持续提升财富顾问团队专业服务能力，启动投顾一体化展业服务平台建设，2024年代销金融产品收入4.43亿元，同比+4.2%，占经纪业务收入7.2%；非货币基金保有规模959亿元，排名证券行业第4。2024年末公司两融余额956亿元，较年初+14%，市场份额5.1%，较年初+0.1pct。受市场环境影响，投行业务继续下滑，但仍保有竞争力。2024年投行业务收入8.6亿元，同比-34.2%。股权主承销规模138.4亿元，同比-42.0%，排名第6；其中IPO 4家，募资规模35亿元；再融资7家，承销规模104亿元。债券主承销规模4265亿元，同比+30.9%，排名第8；其中金融债、ABS、公司债承销规模分别为1661亿元、1449亿元、821亿元。IPO储备项目13家，排名第4，其中两市主板3家，北交所5家，创业板5家。资产管理规模实现稳步增长。招商资管持续打造主动管理能力，强化投研体系建设，驱动多只产品业绩稳中有升，资产管理规模实现稳步增长。2024年资管业务收入7.2亿元，

同比+0.6%。招商资管规模 2674 亿元，同比-9.3%。博时基金规模 1.7 万亿元，同比+9.8%，其中非货公募管理规模 6311 亿元，同比+18.7%，排名第 7。招商基金规模 1.6 万亿元同比+1.2%，其中非货公募规模 5574 亿元，同比-3.2%，排名第 9。自营风格稳健，不断完善策略提升收益。2024 年投资净收益（含公允价值）95.3 亿元，同比+41.6%；第四季度投资净收益（含公允价值）23.6 亿元，同比+17.4%。公司继续贯彻公司“大而稳”的投资战略，根据市场形势变化及时调整优化投资结构，持续完善业务策略，有效提升投资收益和收益稳定性。盈利预测与投资评级：我们预计公司 2025-2027 年的归母净利润为 123/131/140 亿元，分别同比+18%/7%/7%，对应 2025-2027 年 PB 为 1.27/1.16/1.07 倍，资本市场改革持续优化，宏观经济逐渐复苏，大型券商控制风险能力更强，能更大程度的享受政策红利。首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：交易量持续走低，权益市场波动加剧致投资收益持续下滑。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：何婷）

拼多多（PDD）：2024Q4 业绩点评：收入低于预期，投入增加导致盈利能力有所下滑

投资要点 营收增速放缓，持续推进平台生态建设。2024Q4，拼多多实现营收 1106.10 亿元，yoy+24%，qoq+11%，低于彭博一致预期 1160.32 亿元；Non-GAAP 归母净利润为人民币 298.51 亿元，yoy+17%，qoq+9%，高于彭博一致预期 285.97 亿元。营收增速放缓，聚焦高质量平台生态建设。公司广告收入 570.11 亿元，yoy+17%，qoq+16%，低于市场预期 572.94 亿元；佣金收入 535.99 亿元，yoy+33%，qoq+7%，低于市场预期 593.05 亿元。拼多多在 2024 年第四季度财报中强调了其高质量发展战略与平台生态建设的持续推进。公司聚焦于高质量发展，将“减免、扶持、治理”等措施贯穿于平台运营、商家经营、产业转型和物流升级等各个环节，推动平台及产业生态的可持续发展。同时，拼多多将继续践行这一战略，利用平台的数字化优势，扩大“新质供给”的规模，持续普惠广大消费者，构建用户、商家及平台的共赢生态。合规投入持续加码，平台治理迈向高质量发展。拼多多加大合规与治理投入，成立“商家权益保护委员会”，推出“异常订单预警”等措施，优化商家经营体验。同时，拼多多坚持“扶持与治理并举”，扶持优质商家，治理违规行为，推动平台生态高质量发展。此外，平台还积极应对全球化业务中的合规挑战，严格遵守法律法规，并通过技术升级提升治理能力。拼多多将合规纳入高质量发展战略，以适应监管要求，推动平台及商家的可持续发展。毛利率同比下降，长期来看利润率趋于平稳。2024Q4 毛利率达到 56.79%（yoy-3.75pct，qoq-3.24pct）。2024Q4 费用端控制良好，销售/管理/研发费用率分别为 28.35/1.89/3.41%，销售费用率 24Q4 较 23Q4 的 29.97%，同比下降约 1.62 个百分点。24Q4 管理费用率较 23Q4 的 2.14%，同比下降约 0.26 个百分点。24Q4 研发费用率较 23Q4 的 3.22%，同比上升约 0.19 个百分点。盈利预测与投资评级：由于 2024 年拼多多利润释放不及预期，且未来还将会牺牲利润以获取更大的市场份额，因此我们将 2025-2026 年的 Non-GAAP 净利润从 1486.3/1817.1 亿元调整至 1356.3/1647.1 亿元，我们预测 2027 年的 Non-GAAP 净利润为 1885.2 亿元，2025-2027 年对应 PE 分别为 7.4/6.1/5.3 倍（美元/人民币=7.26，2025/3/26 当日汇率，每 ADR=4 股股票）。我们维持公司“买入”评级。风险提示：营收和利润增长不及预期，公司处于高质量发展转型期，短期利润有下降风险。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：张家琦）

新华保险（601336）：2024 年年报点评：利润、NBV 增速领先同业，分红大超预期

投资要点 事件：新华保险发布 2024 年业绩：1) 归母净利润 262 亿元，同比+201%；Q4 单季盈利 55.5 亿元，同期转亏为盈。2) 归母净资产 962 亿元，较年初-8.4%，较 Q3 末+5.7%。3) ROE 26%，同比+18pct。4) 全年每股分红 2.53 元，同比+198%。分红率 30%，A、H 股当前股息率分别为 4.9%、9.5%。2024 年报将长期投资回报假设和风险贴现率假设分别由 4.5%、9%下调至 4%、8.5%。1) 2024 年末内含价值 2584 亿元，同比+3.2%。2) 全年新业务价值 62.5 亿元，同比+107%，其中个险、银保新业务价值分别同比+37%、+517%。3) 我们认为银保渠道新业务价值大增主要是受到其新业务价值率大幅提升影响，与银保渠道“报行合一”政策实施密切相关。寿险：业务结构优化，新业务价值率持续回暖。1) 保险服务业绩 162 亿元，同比+9.8%。2) 保费：长期险首年保费 388 亿元，同比-5%；个险、银保渠道分别同比+17%、-14%。其中期交保费 272 亿元，同比+15.6%；个险、银保渠道分别同比+20%、+11.5%。个险渠道新单保费占比同比+6.7pct。3) 首年保费口径下 NBV Margin 14.6%，同比+7.9pct。人力：个险规模企稳，人均产能提升显著。1) 个险人力 13.6 万人，较年初-12%，较年中-1.9%，人力已有企稳迹象。其中月均绩优人力 1.6 万人，同比+4%；月均万 C 人力 0.35 万人，同比+28%。月均人均综合产能 8100 元，同比+41%。2) 我们认为，个险渠道聚焦价值增长，坚持“多元化、长年期、高价值”转型策略，在以绩优为核心、以优增为重点加快推动队伍转型下，25 年代理人渠道有望质量齐升。投资：增配债券、股票、基金，减配定存、信托、非标。1) 投资规模 16294 亿元，较年初+21%。2) 债券/股票/基金均被增配，占比分别为 52.1%/11.1%/7.8%，分别较年初+2.1pct/+3.2pct/+1.5pct。3) 定存/信托/非标均遭减配，占比分别为 17.3%/1.1%/1.1%，分别较年初-1.7pct/-1.9pct/-1.8pct。4) 净投资收益 453 亿元，同比+7.7%；总投资收益 797 亿元，同比+252%。净、总、综合投资收益率分别为 3.2%、5.8%、8.5%，分别同比-0.2pct、+4pct、+5.9pct。盈利预测与投资评级：结合公司 2024 年经营情况，我们上调盈利预测，2025-2027 年归母净利润为 283/292/303 亿元（前值为 135/144/-亿元）。当前市值对应 2025E PEV 0.57x、PB 1.52x，仍处低位。我们看好公司将以深化供给侧改革为主线，深刻把握新时代广大居民健康、养老、财富管理等发展机遇，维持“买入”评级。风险提示：长端利率趋势性下行，权益市场波动，新单保费承压。

（证券分析师：孙婷）

祥鑫科技（002965）：深耕传统赛道稳根基，多元布局拓新程

投资要点 领先结构件制造商，积极推进增量业务布局汽车精密注塑件专精特新“小巨人”，三大业务并驾齐驱。祥鑫科技成立于 2004 年，主营新能源汽车、储能设备、通信设备等精密冲压模具和金属结构件，积极布局人形机器人与低空等新兴领域。新能源汽车零部件为公司主力产品，营收由 2020 年 4.18 亿元增长至 2023 年 36.74 亿元，年均复合增速达 106%，营收占比由 22.73%提升至 64.42%。储能设备零部件快速增长，年均复合增速 48%，近两年营收维持在 5 亿元以上，毛利率稳定，24H1 已实现 5.36 亿元营收。通信设备零部件营收由 2020 年 3.21 亿元增长至 2023 年的 6.28 亿元，年均复合增速 25.07%，近 3 年营收占比维持在 10%左右。燃油汽车零部件为公司传统业务，近四年营收维持在 7 亿元，稳定提供营收和盈利。其他业务为公司新兴业务，营收由 2020 年的 0.09 亿元增长至 2023 年的 0.96 亿元，年均复合增

速达 117%。公司正在积极布局新赛道，包括人形机器人关键零部件、低空经济和液冷技术等增量业务，未来有望持续提升。2024Q1-3 公司业绩表现良好，实现营收 48.78 亿元，同比上涨 24.88%、归母净利润 2.69 亿元、扣非归母净利润 2.60 亿元。技术深耕、质量引领、全球产能布局，铸就企业核心竞争力。1) 技术优势：作为国家高新技术企业，依托超 500 项专利（含 27 项发明专利）及两大省级研发中心，构建了全链条技术体系，在冷媒直冷技术、超高强度材料成型等方面取得突破。2) 质量优势：始终以国际先进标准严格要求运营各环节，建立了与国际接轨的产品生产质量监督体系，先后通过 IATF 16949、ISO9001、ISO14001、AS9100 等多项权威认证。3) 产能优势：全球化产能布局精准匹配客户出海需求，国内以东莞、广州、重庆等基地为核心，辐射周边产业集群，实现就近配套；海外依托墨西哥和泰国基地深入开拓北美及东南亚市场，增强全球竞争力。紧盯高增长潜力核心赛道，深度绑定龙头客户，国际化战略拓展成长空间。1) 行业前景广阔：新能源汽车势头强劲，中国零部件企业借东风崛起；全球能源结构向清洁化转型，光伏及储能设备需求激增；人形机器人多领域应用前景广阔，供应链企业加速布局；低空经济已进入产业化加速期，政策支撑产值持续提升。2) 深度绑定优质客户：新能源汽车领域成为广汽集团、比亚迪、一汽大众、小鹏汽车等一级供应商；光储领域与宁德时代、H 公司等龙头深度合作；新兴产业领域向优必选、库卡、猎户星空等头部客户供应机器人结构件。3) 国际化战略布局：全球化布局从“跟随出海”向“主动渗透”进阶，中长期成长空间进一步打开。盈利预测与投资评级：我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 4.12/5.07/6.20 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 28/23/19 倍，考虑到公司雨刮新能源汽车、储能设备门窗、与通信设备零部件空调系统零部件供应能力领先，人形机器人门窗板块与低空经济等新兴业务成长性突出，我们给予公司 2025 年 30xPE，对应目标价 75 元，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：下游销量不及预期；新业务拓展不及预期；营收来源集中等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男）

双汇发展（000895）：2024 年报点评：业绩符合预期，吨利创新高

投资要点 事件：公司发布 2024 年年报，2024 年公司总营收 597.15 亿元，同比下降 0.64%，归母净利润 49.89 亿元，同比下降 1.26%，2024Q4 公司总营 156.03 亿元，同比增长 13.46%，归母净利润 11.85 亿元，同比增长 63.27%。肉制品需求平淡销量承压，吨利创新高。2024 年公司肉制品业务营收 247.9 亿元，同比-6.2%，其中销量同比-6.1%，主因终端需求相对疲软，单价同比基本持平，吨利 4469 元，同比+13.8%，创历史新高。24Q4 肉制品收入 55.9 亿元，同比-0.4%，降幅显著收窄，系 23Q4 低基数影响。展望 2025 年，公司肉制品业将坚持“两调一控”经营方针，抓好销售机构改革，细分高温、低温、冻品和零食四大团队，推进市场专业化运作，同时持续落实网点倍增，深化市场网络，并在商超、连锁便利店、零食系统、B 端餐饮、线上及 O2O 等渠道设置专人对接，深化渠道运作、推动销量增长。利润端看，成本仍将低位运行，同时公司规划开发高性价比产品参与竞争，预计年内吨利或略有回落但仍维持较高水平。猪价下行推动 Q4 屠宰业务放量，养殖业务 Q4 扭亏为盈。2024 年公司屠宰业务收入 303.3 亿元，同比下降 2.1%，其中对外交易收入 269.3 亿，同比+1.1%，量上看，全年屠宰约 1029 万头，同比-19%；生鲜外销量 134.3 万吨，同比-4.4%；经营利润端，屠宰部门实现 4.4 亿元，同比-36%；头均利润约 52 元，同比-20%。其中 24Q4 屠宰业务部门实现收入 85 亿元，同

比+22%，其中对外交易收入 77 亿元，同比增长 24%，主系 23Q4 同期低基数及猪价下行带动屠宰量提高。经营利润端，24Q4 屠宰业务经营利润 0.95 亿元，同比+153%，经营利润率同比小幅提升 0.6pct 至 1.1%。2024Q4 公司其他业务分部经营利润达 0.14 亿元，同比扭亏为盈，展望 2025 年，公司将加快整顿提升养猪业和鸡产业，提高过程指标，降低运营成本，改善经营质量，进一步增强盈利能力。保持高水平分红。公司年度拟每股派发现金股利 0.75 元，叠加中期每股派发现金股利 0.66 元（均含税），全年分红率约 98%，对应当前股价的股息率超过 5%。盈利预测与投资评级：根据最新公司业绩，我们调整 2025~2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年收入分别 620、641、660 亿元，同比+3.9%/3.4%/2.9%；归母净利润分别为 52.1、54.9、57.2 亿元（前次 2025-2026 年为 50.0、52.6 亿元），同比+4.4%/+5.4%/+4.3%。对应 PE 为 18x、17x、16x，维持“买入”评级。风险提示：食品安全风险、猪价大幅波动风险、冻肉库存减值风险。

（证券分析师：苏钺 研究助理：于思淼）

吉比特（603444）：2024 年年报点评：高额分红回报股东，静待新游周期兑现

投资要点 事件：2024 年公司实现营收 36.96 亿元，yoy-11.69%，归母净利润 9.45 亿元，yoy-16.02%，扣非归母净利润 8.77 亿元，yoy-21.61%。其中，2024Q4 实现营收 8.77 亿元，yoy-0.08%，qoq+2.19%，归母净利润 2.87 亿元，yoy+8.13%，qoq+105.78%，扣非归母净利润 2.64 亿元，yoy-10.63%，qoq+74.90%，业绩好于我们的预期。分红方面，公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 35 元（含税），2024 年合计将分红 7.18 亿元，占归母净利润的 75.94%，股息率 4.56%，同时公司推行中期分红，授权董事会决定并实施 2025 年半年度、前三季度现金分红，高额分红回报股东。存量游戏自然回落，下降趋势有望趋缓。2024 年公司营收下滑主要系《问道手游》《一念逍遥》流水同比下降 11.39%、42.49%，部分被《问道》端游流水同比增长 3.93%，以及出海收入同比增长 83.92%所抵消。公司持续迭代优化存量产品，提升游戏表现力和用户体验，延续长线运营，2024Q4《问道手游》同比基本持平、《一念逍遥》流水同比下降约 17%，同比下降幅度较 2024Q3 的-13%、-18%已有缩窄。多因素带动利润环比高增。2024Q4 公司归母净利润超我们预期，主要系：1）存量游戏运营稳健，营收环比略增；2）2024Q1-3 公司预提奖金较为充分，年终核算冲减部分奖金，以及减少发行投入，对应 2024Q4 公司管理、销售费用环比下降 46.04%、21.51%；3）因汇率变动产生收益，2024Q3、Q4 财务费用分别为 0.15、-0.80 亿元；4）子公司雷霆互动冲销 2023 年度按照 25%计提所得税与实际汇算清缴税额之间的差额，2024Q4 所得税费用为-0.26 亿元，2024Q3 为 0.24 亿元。新游陆续上线，有望贡献业绩增量。公司 3D 御剑斗法放置修仙手游《问剑长生》已于 2025 年 1 月 2 日上线，iOS 游戏畅销榜排名最高至第 14 名，此外公司还储备有自研日式幻想题材放置 MMO 手游（计划 2025H1 上线），代理的三国题材赛季制 SLG《久牧之野》（计划 2025H2 上线）等。公司新产品研发将提高核心项目人才密度，推进好玩有趣且商业成功的项目、好玩有趣但盈亏平衡或小亏的项目、技术探索积累型项目三类项目，我们期待公司研发实力不断夯实，持续投入新游研发，关注新游立项、测试、定档情况，期待新游陆续上线为公司带来业绩增量。盈利预测与投资评级：考虑到公司存量游戏流水仍有一定承压，新游上线收入费用存在一定错配，我们下调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年 EPS 分别为 13.62/15.05/16.82 元（2025-2026 年前值为

14.30、15.34 元)，对应当前股价 PE 为 16/15/13 倍。我们看好公司强化分红回报股东，同时新游有望陆续兑现，维持“买入”评级。风险提示：存量游戏下滑风险，新游不及预期风险，行业监管风险

(证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖
证券分析师：陈欣)

天齐锂业 (002466): 2024 年年报点评：资产减值和汇兑损失影响 Q4 业绩，盈利有望逐步恢复

投资要点 业绩符合预期。公司 24 年营收 131 亿元，同比-68%，归母净利润-79 亿元，同比-208%；其中 24Q4 营收 30 亿元，同环比-58%/-18%，归母净利润-22 亿元，同环比-175%/-345%，主要受奎纳纳减值和汇兑影响。公司此前预告 24 年归母净利-82~-71 亿元，业绩符合预期。格林布什：24 年销量持平，成本优势显著。销量端，24 年格林布什精矿销量 142 万吨（向雅保销售 69 万吨化学级），同比持平，其中 Q4 销量 31 万吨，环降 20%；24 年底精矿库存 30 万吨，较年初减少 11 万吨。格林布什 25H1 产量指引 65-85 万吨，化学级三号工厂 52 万吨将于 25 年 10 月生产第一批精矿，总产能达 214 万吨，我们预计 25 年产销量 160 万吨+。盈利方面，文菲尔德 24 年收入 92 亿元，净利润 34 亿元，对应精矿不含税均价 0.65 万元/吨（910 美元），单吨盈利 0.24 万元（335 美元），24 年贡献 8.8 亿元归母盈利。锂盐端 24 年高价精矿库存影响逐步减弱，Q4 受奎纳纳减值影响。24 年锂盐产量 7.1 万吨，同增 39%，销量 10.3 万吨，同增 81%，24 年底锂盐库存 0.74 万吨，较年初减少 0.58 万吨；其中 Q4 出货预计 3 万吨左右，环比基本持平。安居工厂于 24 年中完成爬坡，奎纳纳一期有望于 25 年达产，我们预计 25 年出货 12-14 万吨，同增 20-30%。盈利端，24 年奎纳纳一期存货和二期在建工程共计提减值 20.3 亿元，减少归母净利 7.2 亿元，预计影响 Q4 归母净利约 6 亿元；24 年精矿库存结存单价逐步接近新购精矿市场价格，25 年盈利将逐步恢复。24 年 SQM 业绩大幅亏损，25 年将贡献稳定投资收益。24 年 SQM 锂产品销量 20.5 万吨，同增 21%，净利润-29 亿元，确认投资收益-8.85 亿元；SQM Q4 净利润 8.8 亿元，环降 9%，公司总体确认投资收益 0.6 亿元，环减 72%。25 年 SQM 销量指引同增 15%，将贡献稳定投资收益。Q4 受汇兑损失影响，费用率大幅提升。公司 24 年期间费用率 12.3%，同比+10.6pct，其中 Q4 费用率 35%，同环比+32/+35pct，主要为文菲尔德美元负债敞口导致约 7 亿元汇兑损失，减少归母净利 2-3 亿元；24 年经营性净现金流 56 亿元，同比-76%，其中 Q4 经营性现金流 13.6 亿元，同环比-49%/-30%；24 年资本开支 45 亿元，同比+2%，其中 Q4 资本开支 9 亿元，同环比-46%/-30%；24 年末存货 23 亿元，较年初-27%。盈利预测与投资评级：锂价底部区间震荡，我们下调 2025-2026 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润 16.2/18.6/24.0 亿元（25-26 年原预期为 22.2/29.9 亿元），同比+121%/+15%/+29%，对应 25-27 年 31x/27x/21x PE，考虑公司资源禀赋优异，且高价库存逐步消化完，成本优势将凸显，维持“买入”评级。风险提示：产能释放不及预期，需求不及预期。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕
研究助理：胡锦芸)

知行科技 (01274.HK): 2024 年业绩公告点评：自研域控爆发增长，地平线芯片域控亟待放量

投资要点 事件：公司公布 2024 年年报。2024 年实现营收 12.48 亿元，同比+2.57%，净利润 亏损进一步扩大至 2.88 亿元，亏损同比+47.78%，业绩符合预期。自研域控收入增长迅猛，研发投入持

续加码。自动驾驶解决方案及产品贡献收入 11.93 亿元，占全年总收入 95.58%，其中域控制器销售收入达 11.35 亿元，占绝对主导地位。全栈自研产品 iDC 系列呈现爆发式增长，iDC100 和 iDC300 收入从 2023 年的 1396 万元跃升至 9377 万元，主要受益于奇瑞汽车订单驱动（贡献 5917 万元）。2024 年交付 22.7 万套自动驾驶解决方案，交付量同比增长 75%，此外基于地平线征程 6 芯片已获得头部车企量产定点。研发费用达 2.81 亿元，同比+29.56%，占 2024 年营收 22.49%，这一增长主要是由于公司在自动驾驶技术及相关产品研发上的持续投入，包括扩大研发团队规模和在多地设立新的研发中心。配股募资加码高阶智驾，具身智能跨界布局 AI 生态。2025 年 2 月完成 1119 万股配售（募资 2.28 亿港元），60%资金用于高阶智驾研发，25%补充运营资金，配售事项满足了集团推进其 AI 大模型驱动的自动驾驶技术的需求。2025 年 3 月成立全资子公司艾摩星机器人（注册资本 1000 万元），该子公司将专注于机器人技术及核心软硬件研发，致力于“AI+汽车”与具身智能领域的跨界融合，依托知行科技的技术基础，推动机器人与自动驾驶系统的技术应用，从研发到商业化全链条布局。盈利预测与投资评级：由于新产品放量需要时间，我们下调 2025-2026 年营收为 17.7/27.8 亿元（原为 25.3/35.4 亿元），同比分别+42%/+57%，预计 2027 年营业收入为 35.4 亿元，同比+27%；下调 2025-2026 年归母净利润至 -2.2/-0.2 亿元（原为 -0.3/1.0 亿元），预计 2027 年归母净利润为 1.4 亿元，对应 30x 2027E P/E，公司自研域控迈入快速放量周期，产品和客户结构显著优化，我们看好公司长期投资价值，维持“买入”评级。风险提示：高阶智驾方案落地不及预期，中美贸易摩擦超预期，智驾渗透不及预期。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：张良卫
研究助理：孙仁昊）

九方智投控股 (09636.HK): 2024 年年报点评: 市场红利推动, 公司总订单金额创历史新高

事件: 公司发布 2024 年年报, 实现营业总收入(会计口径)同比+17%至 23 亿元, 总订单金额(现金口径)同比+49%至 35 亿元, 归母净利润同比+43%至 2.7 亿元。投资要点 金融软件销售及服务的总订单金额创历史新高: 2024 年 9 月底, 一揽子增量政策有效激发了市场活跃度, 2024 年/24Q4 单季度 A 股日均成交额分别同比+21%/+122%至 10,634/18,684 亿元, 活跃的市场有效推动了公司 2024 年金融软件销售及服务的总订单金额同比+49%至 35 亿元, 付费客户数同比+149%至 18 万人(其中大额/小额产品分别约占 72%/38%), 整体退款率同比小幅+1.8pct 至 21.8%, 较 2024H1 明显下降。截至 2024 年底, 公司 526 个 MCN 账户总粉丝数达到 5,005 万, 较 2023 年分别+152 个账户/+1,115 万名粉丝。成本控制较强, 各项费用率均下降: 2024 年, 公司①营业成本(销售成本)同比+28%至 4.1 亿元, 主要系持续在内容开发和制作团队保持较高投入; ②销售费用同比+11%至 11 亿元, 销售费用率同比-2.76pct 至 46%, 互联网流量采购开支同比+0.83%至 6.7 亿元; 主要系公司拓展新业务线员工成本增加+营销团队成本随订单增加而上升; ③研发费用同比+11%至 3.2 亿元, 研发费用率同比-0.80pct 至 14%, 主要系公司加速推进数智化; ④管理费用同比+13%至 5 亿元, 管理费用率同比-0.82pct 至 21%。短期看点, 2025 年业绩弹性+产品矩阵更新+流量入口集中: ①2024 年, 公司合同负债达 14.9 亿元(同比+116%), 将于 2025 年确认收入。②公司将原有的旗舰、擒龙系列产品整合为股道领航系列和超级投资家, 且推出股票学习机、小额产品等系列产品矩阵, 构建多元化服务体系; 2024 年小额

系列产品客户使用次数超 220 万。③为集中流量入口、增强用户粘性，九方智投 APP 平台化转型，替代原版旗舰及擒龙版 APP。 长期看点，探索 AI 全方面赋能：①“九方灵犀”金融对话智能体网页版完成 DeepSeek-R1 大语言模型的私有化部署，以自研“九章证券大模型”为核心，“1+N”大模型服务底座构建智能服务体系；②推出“易知股道”领航版，新增 AI 投顾助手“小九”，九大专属指标及个性化学习路径，构建“学-练-测-用”全场景的 AI 学习闭环。 盈利预测与投资评级：我们认为，公司通过深化智能投顾产品矩阵、拓展全域流量生态及持续加码研发投入，有望在快速扩张的在线投教市场中巩固龙头地位；且公司各项业务仍处于快速成长期，付费客户数量将持续稳健增长，我们上调盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 12.93、17.01、22.45 亿元（2025-2026 年前值为 9.6/12.6 亿元），分别同比+375%/+32%/+32%，对应 13/10/7 倍 PE，维持“买入”评级。 风险提示：市场波动风险，宏观经济与政策风险，监管合规风险。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：武欣姝）

蓝天燃气（605368）：2024 年年度业绩点评：业绩承压，分红比例达 127%

投资要点 事件：公司发布 2024 年年度报告，2024 年公司实现营业收入 47.55 亿元，同比减少 3.87%；归母净利润 5.03 亿元，同比减少 16.98%；扣非归母净利润 4.96 亿元，同比减少 16.6%；加权平均 ROE 同比降低 2.97pct，至 13.61%。本次拟向全体股东每股派发现金股利 0.45 元（含税），共分红 3.22 亿元；叠加中报已分的 3.17 亿元，全年分红 6.39 亿元，分红比例达 126.93%，对应 2024 年股息率 8.2%（估值日期 2025/3/27），中下游业务稳定经营，2023 年业绩同比微增。2024 年公司归母净利润 5.03 亿元，同比减少 16.98%，不及我们预期，主要系：1）居民用气未能及时顺价，居民气成本未能及时疏导；2）受制于整体经济形势，为稳定市场，保持市场占有率，公司采取了“一厂一策”的价格机制，降低了销售毛利。分业务来看：1）管道天然气销售实现营收 21.62 亿元，同比减少 6.91%；毛利率 9.26%，同减 3.01pct，毛利贡献 21.68%。2024 年公司所在区域天然气资源供给宽松，管道天然气价差回落、毛利率下降。2）城市天然气销售实现营收 18.84 亿元，同比减少 0.69%；毛利率 13.9%，同减 2.28pct，毛利贡献 28.38%。为稳定市场，保持市场占有率，公司主动降低了工商业用户用气价差，叠加居民顺价迟缓，城市天然气业务毛利率下降。3）代输天然气实现营收 0.27 亿元，同比增加 4.34%；毛利率 67.16%，同增 0.19pct，毛利贡献 1.93%。4）燃气安装工程实现营收 5.65 亿元，同比减少 5.77%；毛利率 66.79%，同增 2.17pct，毛利贡献 40.89%。收入减少主要系地产周期影响，叠加 2023 年公司可转债项目完工开始进行批量接驳，接驳业务高基数所致。5）其他主营业务实现营收 1.13 亿元，同比增加 12.78%；毛利率 55.51%，同减 4.34pct，毛利贡献 6.78%。收入增加主要系公司持续推进燃气增值业务所致。 各地天然气顺价政策逐步推进，公司有望受益居民价差回升。据我们统计，2022~2025M2，全国共有 60%的地级及以上城市进行了居民的顺价，提价幅度为 0.21 元每方，我们认为顺价将继续推进，城燃公司价差回升。2024 年 10 月 21 日起，郑州市区居民管道天然气价格进行了调整。第一/第二阶梯涨价幅度 0.36/0.47 元每方。在省会的带动下，河南顺价政策继续推进，期待公司所在的驻马店市、新乡市、长葛市和新郑市落地顺价政策，居民价差回升。 盈利预测与投资评级：河南省天然气顺价逐步推进，下游居民价差有望修复；公司承诺 2023-2025 年分红比例不低于 70%，2024 年分红比例达 126.93%，对应全年股息

率 8.4% (估值日期 2025/3/27), 彰显安全边际。考虑到公司 2024 年利润不及预期, 我们下调 2025-2026 年公司归母净利润预测至 5.10/5.28 亿元 (原值 6.09/6.20 亿元), 引入 2027 年盈利预测 5.33 亿元, 2025-2027 年业绩同比增速 1.35%/3.44%/1.07%, 对应 2025-2027 年 P/E 15.21/14.71/14.55X (估值日 2025/3/27), 维持“买入”评级。风险提示: 上游气源价格波动, 天然气政策变化。

(证券分析师: 袁理 证券分析师: 谷玥)

福莱特 (601865): 2024 年报点评: 盈利低点已现, 25 年有望逐步改善

投资要点 事件: 公司发布 2024 年报, 全年收入 186.83 亿元, 同减 13%, 实现归母净利 10.07 亿元, 同减 64%; 扣非归母净利润 10.15 亿元, 同减 62%。对应单 2024 年 Q4 收入 40.79 亿, 同减 27.7%; 归母 -2.89 亿元, 同比-136.5%, 环比-42%; 扣非归母-2.3 亿元, 同比-131%, 环比+2.3%, 业绩符合市场预期。盈利低点已现、25 年有望逐步回暖: 公司 2024 光伏玻璃销量约 12.6 亿平, 同增 3.7%; 其中 2024 年 Q4 出货预计约 3 亿平, 环比略增。Q4 供需压力下价格承压, 供暖季天然气价格上涨、虽纯碱降价部分对冲, 但整体毛利降至 2.88pct; 剔除减值影响测算 Q4 单平净利约负 0.6~0.7 元/平。25 年行业自律效果显现, 截至 2 月底行业日熔量已降至约 8 万吨, 对应单月供给约 45-50GW, 随抢装带动排产提升、玻璃 3 月去库明显 (库存自 35 天降至 25 天); 提价 1.5-2 元/平, 测算盈利回升至 5 毛+/平, 逐步修复。产能规模领先、海外布局逐步落地: 截至 2024 年底, 公司累计在产总产能为 19,400 吨/日 (越南 2,000 吨/日), 安徽项目 (2*1200 吨/日) 和南通项目 (4*1200 吨/日) 将根据市场情况陆续点火运营。同时计划在印度尼西亚投建光伏玻璃窑炉 (2*1600 吨/日), 我们预计 2026 年底陆续投产, 以满足不同国家和地区对光伏玻璃的需求。当前公司与信义市占率合计超过 50%, 盈利能力较二三线企业拉开差距, 有望持续保持领先优势。经营现金充沛、费用率稳中有降: 公司 2024 年 Q4 经营现金流入 28.96 亿元, 环增 10.26 亿元, 现金流稳健; 2024 年 Q4 费用率 6.9%, 环降约 3.65pct, 其中销售费用、财务费用因集装架使用效率提升、集团银行利息费用减少及汇兑收益增加, 整体改善明显。Q4 末存货 17.3 亿元, 环降 4.35 亿元。盈利预测与投资评级: 考虑玻璃价格上涨, 我们基本维持公司盈利预测, 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润 10.4/16/21.6 亿元 (2025-2026 年前值为 10.4/21.0 亿元), 同比+3%/+54%/+35%, 维持“买入”评级。风险提示: 竞争加剧、政策不及预期。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 郭亚男
证券分析师: 徐钺嵘)

南山铝业 (600219): 2024 年年报点评: 分红比例逐年提升, 印尼业务打造公司第二成长曲线

投资要点 事件: 公司披露 2024 年年报, 业绩同比大幅增长。2024 年公司实现营收 334.77 亿元, 同比+16.1%; 归母净利润 48.3 亿元, 同比+39.0%; 公司第四季度实现营收 92.51 亿元, 同比+29.3%, 归母净利润 13.40 亿元, 同比+0.6%, 扣非归母净利润 14.99 亿元, 同比+134.5%。印尼氧化铝业务贡献全年业绩主要增量: 2024 年受到全球铝土矿供应维持紧缺、以及国内氧化铝产能错配影响, 全年海外氧化铝均价为 503 美元/吨左右, 较 2023 年上涨 46%, 公司印尼 200 万吨氧化铝项目全年满产, 且项目公司 PT.Bintan Alumina Indonesia 在印尼产业园享受所有的 100%减免优惠政策, 全年实现净利润 34.7 亿元, 同比+175.1%。公司连续现金分红, 提高股东回报: 公司公告 2024

年利润分配预案，拟再向全体股东按每 10 股派发现金红利 0.90 元（含税），叠加前三季度分红本年度内累计分红 19.76 亿元，分红比例为 40.92%，按 3 月 27 日收盘价测算，公司股息率为 4.35%，呈逐年提高态势。 公司未来业务增长点：1）印尼加码布局 25 万吨电解铝与 200 万吨氧化铝项目。公司于印尼宾坦工业园布局年产 25 万吨电解铝、26 万吨炭素项目，我们预计该项目有望于 2026 年底投产，此外子公司 PT.Bintan Alumina Indonesia 于印尼工业园内分两期扩建年产 200 万吨氧化铝项目，其中一期 100 万吨项目已于 2024 年内完成土建安装，二期 100 万吨项目处于土建阶段；2）汽车板产能进一步扩大，高端业务毛利占比不断提高。截至 2024 年底，公司高端产品的销量约占公司铝产品总销量的 14%，高端产品毛利约占公司铝产品总毛利的 23%，随着公司汽车板、航空板产能利用率的不断提高，公司业绩有望进一步稳健增长。 盈利预测与投资评级：我们继续看好公司印尼氧化铝项目的盈利能力，以及汽车板、航空板等高端铝加工业务的持续放量，由于氧化铝价格下行速度超预期，我们下调公司 2025-26 年归母净利润为 48.64/50.95 亿元（前值为 50.95/55.48 亿元），新增 2027 年归母净利润预测值为 53.08 亿元，对应 2025-27 年的 PE 分别为 9.12/8.71/8.36 倍，维持“买入”评级。 风险提示：下游需求不及预期导致铝价下跌风险；公司汽车板新增 20 万吨产能达产进度不及预期风险；美元持续走强风险。

（证券分析师：孟祥文 证券分析师：徐毅达）

北特科技（603009）：汽零筑基擎双翼，丝杠拓疆启新程

投资要点 汽零业务盈利水平稳步改善，拓展机器人丝杠业务增量可期。公司成立于 2002 年，深耕汽车零部件的研发和制造，核心产品主要包括转向减震类零部件、底盘高精密零部件、铝合金轻量化零部件、车辆空调及热管理产品，客户深度绑定耐世特、博世、采埃孚、比亚迪等国内外头部零部件或主机厂。2024 年公司收入 20 亿，同比增 8%，归母净利 0.7 亿，同比增 40%，净利率 3.7%，同比增 1pct，持续改善，随着公司产品结构优化，净利率有望提升至 5-10%。并且依托工艺协同性和技术积累，公司积极拓展机器人丝杠业务，打开远期成长空间。压缩机、轻量化业务稳健增长，压缩机业务逐步扭亏，盈利水平持续好转。1）底盘业务：公司为国内转向器+减震器细分龙头，其中齿条+活塞杆市占率达 40-50%，产品实现稳健增长，此外高精密产品步入收获期，后续有望实现高速增长，底盘业务 24 年营收 13.8 亿，同比+7%，毛利率 21.8%，同比增 1pct，耐世特、比亚迪、博世等贡献主要增量。2）压缩机业务：公司 2018 年收购上海光裕，上海光裕传统商用车压缩机市场份额超 25%，由于行业增速放缓、竞争加剧，该业务持续亏损，为此公司布局新能源商用车空调压缩机+热管理系统，优化产品结构，进而改善业务盈利能力，2024 年该业务收入 4.9 亿，同比增 10%，毛利率 7%，同比增 2.4pct。同时光裕商誉原值 2.6 亿，24Q4 末商誉账面价值已降至 0.6 亿，减值风险充分释放。3）铝合金业务：轻量化成为主流趋势，产能扩张规模效应逐步释放。公司生产线设备配置先进，具备全工序制造能力。目前该业务规模尚小，24 年收入 1.3 亿，同比增 2%，但盈利水平大幅提升，24 年毛利率 17%，同比提升 7pct。 人形机器人量产在即，布局丝杠迎第二增长曲线。全球劳动力短缺，人形机器人替代人类性价比突出，人形机器人产业快速发展，特斯拉 Optimus 量产在即，全球机器人领域百花齐放，2030 年我们测算行星滚柱丝杠市场规模有望超 900 亿，增长空间很大。公司深耕汽车底盘零部件加工 20 年，在材料和精密加工等方面有深厚的技术和经验积累，24 年 10 月在江苏昆山投资 18.5 亿元建设行星滚

柱丝杠生产基地，布局人形机器人关键零部件市场，我们认为凭借工艺技术积累+完备的精密加工设备+优质客户基础，丝杠业务有望成为公司重要的第二增长曲线。盈利预测与投资评级：公司转向器零部件、减震器零部件绑定头部 Tier 1 客户增长稳健，商用车空调压缩机持续减亏，盈利稳步提升，人形机器人丝杠业务打开公司远期成长空间，我们预计公司 25-27 年实现归母净利润分别为 1.22/2.02/5.65 亿元，同比+70%/66%/180%，现价对应估值分别为 125x、76x、27x。首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：下游乘用车销量不及预期，原材料价格上涨超出预期，零部件降价超预期，机器人业务发展不及预期等

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：黄细里
 证券分析师：阮巧燕 证券分析师：司鑫尧 证券分析师：朱家佟)

巨子生物 (02367.HK): 2024 年业绩点评: 重组胶原蛋白龙头高歌猛进, 业绩高增持续兑现

投资要点 公司披露 24 年业绩：公司 24 年营收 55.4 亿元 (yoy+57.1%)，归母净利润 20.6 亿元 (yoy+42.1%)，经调整净利润 21.5 亿元 (yoy+46.5%)，经调整项主要为股权激励费用。公司 24 年普通股息+特别股息共每股 1.2 元，分红比例 60%。拆分 24 年下半年看，24H2 公司营收 29.8 亿元 (yoy+57.2%)，归母净利润 10.8 亿元 (yoy+37.5%)，经调整净利润 11.2 亿元 (yoy+41.8%)。线上持续高增、线下直营增速翻倍。分渠道看，24 年 DTC 线上直营/电商线上直营/线下直营/经销营收同比分别+66.5%/112%/92.0%/27.3%，占比分别为 65%/7%/3%/25%。线上平台打造大单品、提升运营效率，深入小红书合作，实现高质量种草，可复美及可丽金线上 24 年 618 全渠道 GMV 同比增速分别超 60%/100%，双十一大促同比分别增速超 80%/150%。线下经销渠道持续推进 OTC 及化妆品连锁店布局，截至 24 年线下直营及经销渠道进入约 1700 家公立医院、约 3000 家私立医院及诊所、约 650 家 OTC 和 6000 家 CS/KA 门店。24 年公司首家可复美品牌旗舰店开业，在西安等新一线城市开设门店 18 家，持续打造线下场景运营。可复美持续高增，明星单品乘势而上。分品牌看，24 年可复美/可丽金营收同比分别+62.9%/+36.3%，占比分别为 82%/15%，可复美核心新品焦点面霜 24 年双十一大促位列天猫修复面霜热卖榜国货 TOP2 和抖音品牌胶原蛋白霜好评榜 TOP1，同时完善可复美秩序系列，以稀有人参皂苷为主要成分，陆续推出可复美秩序点痘棒、可复美秩序洁颜蜜等，科学应对油痘敏问题。可丽金定位抗老抗衰，与可复美的修复赛道形成差异化布局，新品胶卷面霜增长势头向上。盈利能力维持较高水平。①毛利率：24 年毛利率 82.1%，同比-1.5pct，毛利率略下滑主因为妆品产品类型扩充所致。②期间费用率：24 年销售/管理/研发费用率分别为 36%/2.7%/2%，同比+3/持平/-0.2pct，销售费用率有所提升。③销售净利率：24 年销售净利率为 37.2%，同比-3.9pct，若以经调利润为基数同比-2.9pct，盈利能力仍较强。盈利预测与投资评级：公司是我国重组胶原领域引领者，品牌力和产品力领先，未来拓展肌肤焕活可期。我们将 2025-2026 年归母净利润预测由 24.65/30.11 亿元上调至 25.66/32.15 亿元，分别同比+24%/+25%，新增 27 年归母净利润预测 40.47 亿元，同比+26%，预计 2025-27 年经调整净利润分别为 26.4/32.7/40.5 亿元，分别同比+23%/+24%/+24%，2025/3/26 收盘价对应 2025-27 年 PE 为 25/20/16X，维持“买入”评级。风险提示：终端需求不及预期，行业竞争加剧等

(证券分析师: 吴劲草 证券分析师: 张家璇)

证券分析师: 郝越)

华润万象生活 (01209.HK): 2024 年业绩公告点评: 各经营指标逆势高增长, 慷慨分红积极回报股东

投资要点 事件: 公司发布 2024 年业绩公告, 全年实现营收 170.4 亿元, 同比增长 15.4%; 核心净利润 35.1 亿元, 同比增长 20.1%。核心业务利润率均提升, 销管费率持续下降。分业务结构看, 2024 年公司物业航道实现收入 107.2 亿元, 同比增长 11.6%; 商业赛道实现收入 62.7 亿元, 同比增长 21.4%。利润方面: 2024 年公司整体毛利率为 32.9%, 同比提升 1.1pct; 其中物业航道受收入结构调整影响, 毛利率同比下降 0.5pct 至 17.0%, 但其中社区空间和城市空间的基础物业服务毛利率分别同比上升 0.4pct 和 0.6pct, 显示公司经营效率已出现提升; 商业航道毛利率受益于规模、效率及能力的正向循环同比提升 1.8pct 至 60.2%。费控方面: 2024 年公司销管费率同比继续下降 0.9pct 至 7.4%。商业龙头地位稳固, 各项指标逆势增长。2024 全年公司新开业购物中心 21 座 (其中第三方项目 7 个)。截至 2024 年末, 公司在管项目 122 座 (其中 30 座为轻资产), 已在 24 城实现“一城多汇”, 重奢项目数量保持行业第一。在管项目中, 86 个项目零售额排名当地前三, 较 2023 年增加 4 个, 50 个项目零售额排名当地第一, 较 2023 年增加 10 个, 龙头地位越发稳固。2024 年公司在管购物中心实现零售额 2150 亿元, 同比增长 18.7%, 可同比增长 4.6%; 实现租金收入 262 亿元, 同比增长 19.2%; NOI Margin 同比提升 0.4pct 至 65.1%。推进城市空间服务商战略, 城市深耕业务聚焦“质”“量”双提升。公司 2024 年新增第三方合约面积 3485 万方, 82%位于一二线城市, 其中城市公共空间、社区生活空间及办公产业空间面积占比分别为 79.7%、15.1%和 5.2%。截至 2024 年末公司物管合约面积达 4.5 亿方; 在管面积达 4.1 亿方, 同比增长 11.6%, 其中第三方面积占比继续提升至 60.5%。公司持续推进城市空间服务商战略, 城市空间在管面积占比提升至 30.2%, 收入占比提升至 17.0%。社区增值服务, “一呼管家”、“润物直选”和“芝麻空间”的收入分别实现同比 28.3%、18.7%和 19.4%的增长。现金流健康可控, 连续实现 100%派息率回报股东。公司经营性净现金流/核心净利润较 2023 年大幅提升 17.2pct 至 121.4%, 现金流创造能力继续提升。股东回报方面, 公司全年股息为 0.922 元/股, 基础分红率提升至 60%, 同时宣派特别股息 0.641 元/股, 合计股息 1.536 元/股, 对应归母核心净利润的分红率为 100%, 此为公司连续第二年实现核心利润 100%的派息率, 股东回报行业领先。盈利预测与投资评级: 公司商业航道龙头优势显著, 物业航道战略清晰稳步发展, 提质增效逐步推进, 股东回报积极慷慨。考虑到近年来房地产市场下行及行业竞争加剧, 我们下调公司 2025-2026 年归母净利润至 43.5/50.9 亿元 (原值为 44.1/53.1 亿元), 预计 2027 年归母净利润为 58.3 亿元。对应的 EPS 为 1.91/2.23/2.55 元, 对应的 PE 为 16.7X/14.3X/12.5X, 维持“买入”评级。风险提示: 市场化外拓不及预期; 消费复苏不及预期。

(证券分析师: 房诚琦)

海底捞 (06862.HK): 2024 年业绩公告点评: 成本优化, 业绩超预期

投资要点 事件: 2024 年公司实现营业收入/净利润 427.55/47.08 亿元, 同比分别 +3.14%/4.65%, 2024H2 实现营业收入/净利润 212.64/26.70 亿元, 同比-5.78%/+19.14%。全年分红率 95%, 对应股息率 5%。翻台率提升带动收入增长, 客单价企稳。2024 年餐厅经营收入/海底捞餐厅经营收入分别为 408.81/403.98 亿元, 同比分别

+3.2%/+2.9%，主要系日均翻台率提升拉动：2024 年海底捞门店数同比-6 家，日均翻台率同比+0.3 至 4.10 次/天。拆分量价，年度服务顾客总量同比+4.47%至 4.15 亿人次；客单价同比-1.77%至 97.5 元/人，但 2024H2 以来客单价环比企稳：（按算术平均法计算）2024H2 客单价为 97.5 元，同比提升 2.41%，环比 2024H1（客单价 97.4 元）均有改善。高线城市增速趋缓，下线城市韧性充足。2024 年海底捞餐厅于一线城市/二线城市/三线及以下城市收入同比分别为 -0.53%/+0.57%/+6.71%，占比为 17.72%/38.86%/40.05%，或与下线城市消费力及消费意愿较强有关。（1）从门店净进入/退出数量来看，2024 年一线城市/二线城市/三线及以下城市门店数量同比-12 家/-7 家/持平，退出门店或多为高线城市的非同店。（2）单店收入而言，2024 年三个类型门店分别为 0.33/0.30/0.28 亿元。“红石榴”计划成效兑现，创新孵化效果佳。得益于集团的红石榴计划、鼓励新品牌孵化，截至 2024 年末，集团内部创立 11 个餐饮品牌、74 家门店，覆盖不同的消费场景。2024 年其他餐厅经营收入达 4.83 亿，同比提升 39.6%。2024 年业绩超市场预期，得益于成本端优化：2024 年公司核心净利润率同比+1.91pct 至 14.57%，原材料/员工薪酬/物业租金/折旧摊销占收入的比例同比分别-2.96/+1.55/+0.12/-1.12pct，降本成效逐步兑现、原材料及易耗品采购价格明显降低。展望 2025 年，公司或将持续强化其供应链及成本管控能力，为业绩夯底。盈利预测与投资评级：“红石榴”计划与开放加盟的策略落地，新品牌、新门店加速扩充，期待其孵化效果。同时公司持续强化供应链及成本管控能力，或带来利润端进一步改善。我们预计 2025-2027 年归母净利润为 52.59/56.38/61.67 亿元，同比增长 11.69%/7.22%/9.37%，EPS 分别为 0.94/1.01/1.11 元，对应当前 PE16.44x、15.33x、14.02x，维持“买入”评级。风险提示：原材料价格波动风险、食品安全风险、行业竞争加剧的风险。

（证券分析师：苏铖 证券分析师：邓洁）

光大环境 (00257.HK): 2024 年业绩公告点评: 自由现金流转正大增, 分红比例同增 11pct 至 42%

投资要点 事件：2024 年公司实现主营业务收入 302.58 亿港元，同比-6%，归母净利润 33.77 亿港元，同比-24%。2024 年建造收入占比降至 19%，减值拖累业绩，运营指标稳健增长。公司业绩下滑主要受非现金性的建造收入下降、减值增加等影响。2024 年公司建造收入 57.4 亿港元（同比-25%，下同），占主营收入 19%（-5pct），运营收入 194.3 亿港元（+1%），占主营收入 64%（+4pct），财务收入 50.9 亿港元（-3%），占主营收入 17%（+1pct），建造占比下降，盈利结构进一步优化。①环保能源：2024 环保能源板块运营收入 97.2 亿港元（+5%），建造收入 25.4 亿港元（-41%），财务收入 36.6 亿港元（-3%），环保能源贡献集团应占净盈利为 38.5 亿港元，同比下降 27%，主要系在建项目减少导致建造盈利下跌。2024 年环保能源板块生活垃圾处理量 5200.6 万吨（+7%），上网电量 170.4 亿度（+8%），平均吨入炉垃圾发电量约 461 度，综合厂用电率 15.4%，2 个垃圾发电项目获批调增处理费。②绿色环保：2024 年绿色环保贡献集团应占净亏损 2.85 亿港元，较 23 年增加亏损 46%，主要系危固废处置持续亏损，减值增加所致。2024 年绿色环保板块垃圾处理量 415.6 万吨（+8%），生物质原材料处理量 768.6 万吨（-2%），危固废处置量 49.9 万吨（+11%），蒸汽供应量 400.9 万吨（+30%），上网电量 66.8 亿度（+3%），③环保水务：2024 年环保水务贡献集团应占净盈利为 8.11 亿港元，同比下降 6%，主要系 24 年追溯确认过往期间水费上调的一次性运营收入较 23 年减少。2024 年污水处理量 17.6 亿 m³（+1%），中水供应量约 4850

万 m³ (+7%)。2024 年自由现金流大幅转正, 派息比例同增 11pct 至 42%。公司加强应收管控, 2024 年应收账款回款率 86% (+7pct), 还原后真实的经营性现金流净额 89.1 亿元人民币, 资本开支 48.7 亿元人民币, 自由现金流 40.4 亿元人民币, 实现首次转正, 且同比增加近 43 亿元人民币。2024 年公司每股全年股息 23 港仙 (+5%), 分红比例提至 41.8% (+11.3pct)。资产负债率降至 64%, 债务置换大幅节约利息费用。2024 年底公司资产负债率 64% (-1pct)。2024 年公司平均有效利率同比下降 0.57pct, 财务费用同比-15%至 30.07 亿港元, 主要系置换境外高息贷款。固废龙头现金流价值凸显, 存量优化+增量探索共促高质量发展。固废龙头运营项目积累夯实业绩基础, 在 2024 年自由现金流转正之年, 公司提升分红, 当前股价对应 2024 年股息率 6.6%。公司积极盘活存量业务, 2024 年环保能源及绿色环保板块 B 端供热供汽量同比增长 37%, 增厚盈利&改善现金流。未来公司将深化“两化一型”发展方向, 科技赋能存量业务提质增效及新业务发展, 稳步推进国际化, 开拓协同业务, 延伸产业链条, 提升增量业务贡献力度。(估值日期: 2025/3/26) 盈利预测与投资评级: 固废龙头运营业绩稳健, 现金流预计持续向好。我们维持 2025-2026 年业绩预测为 38.67/41.05 亿港元, 预计 2027 年归母净利润 41.97 亿港元。维持“买入”评级。风险提示: 应收账款期延长, 资本开支超预期上行, 资产减值风险等。

(证券分析师: 袁理 证券分析师: 陈孜文)

山西汾酒 (600809): 多价位精准发力, 统筹兼顾规模、效益

投资要点 事件: 春糖期间青花汾酒·国乐世界之旅启幕盛典暨新品预告发布会在成都举办, 我们与公司发展近况做交流更新, 核心要点如下: 青 26、老白汾加码布局增量, 全国化培育久久为功。结合宏观需求变化, 2025 年公司在延续产品四轮驱动框架下, 规划重点优化价盘体系及渠道利润水平, 提升各品类专业化运营水平, 边际上加强青 26/30 组合及老白汾的增量开拓要求: ①青花 26/30 及以上产品规划同比增长 20~30% (预计青 26 新品投放有望贡献 10~20 亿元增量), 青花 20 同比实现 10%+ 增长, 以期做好挺价过渡。②老白汾作为全国化发力重点, 通过扩点投放, 规划同比增长 20~30%。③玻汾采取总量控制与区域调控策略, 优先投放至薄弱或新开拓市场。其中, 青花 26 投放初期要求做好量价管控, 通过选取核心渠道和终端限量投放, 以顺价模式驱动渠道加强团购推广, 25Q1 在山西、环山西市场反响积极。老白汾目前已设立专职工作组统筹运营, 确保资源聚焦与战略协同, 2025 春节后开始推进铺市下沉工作。相比区域酒, 公司品宣资源更具优势, 渠道运作更成体系 (价盘管控及稳定性更强), 产品组合协同更优 (玻汾、青 20 作为强动销的盈利单品, 可与老白汾组合导入终端), 规划通过抖音、快手推广及品牌活动强化产品曝光, 通过免品、餐饮、陈列等推广组合拳加强氛围营造, 动销培育久久为功。五码产品逐步导入, 坚定推进数字化建设。2025 年 3 月, 公司召开营销数智化变革启动会, 规划以数据驱动、技术赋能为核心, 优化考核激励, 夯实资源配置及组织竞争力。目前青 20、老白汾五码新品已陆续导入全国终端, 青 30 复兴版五码新品预计于 25Q3 更新上市。五码产品铺市导入后, 可以通过开瓶扫码等方式, 优化渠道返利形式 (提升瓶盖兑奖、旺季促销等效率)、加强消费者互动; 未来在数据积累基础上, 公司将更好掌握开瓶动销情况, 从而强化营销资源精准投放。从目前交流来看, 公司五码产品之于渠道考核的应用方式或与国窖有所不同, 经销商返利不单只考察开瓶扫码率, 销售任务、出入库扫码、终端/宴席开拓等也将作为考察标准。全年费用精准投放, 规模与效益

或实现较好平衡。公司全年对收入、利润均有要求，费用管理更趋高效、精准。①汾享礼遇体系推广以来，终端动作监督及费用核销操作在逐步改进优化，兑付效率将逐步提升。②老白汾为 2025 年投入重点，主要系品牌宣传资源支持（如于谦代言、奥美营销策划等）加大，旨在扩大受众覆盖。老白汾五码换代过渡期间注重挺价，渠道费用不会大水漫灌。③青 26/30 旨在实现顺价销售，渠道费用投放也相对谨慎。盈利预测与投资评级：公司产品矩阵优势持续发挥，各区域市场有的放矢、各有侧重：山西着重结构升级，提升青花 25/26 占比；环山西老白汾提速，做好汇量增长；华东、华南保持青 20 增速引领，同时做好腰部/基座产品的下沉导入。需求承压背景下公司注重保证价盘及渠道利润稳定，我们微调 2024-26 年归母净利润预测为 121/135/156 亿元（前值 121/134/155 亿元），对应 PE 为 22/20/17 倍，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济持续走弱超预期风险；紧缩形势加剧风险；省外竞争超预期风险等。

（证券分析师：苏铖 证券分析师：孙瑜）

鸿远电子（603267）：2024 年报点评：下游景气度有望恢复，看好拐点来临

事件：公司发布 2024 年报，2024 年实现营业收入 14.92 亿元，同比-10.98%；归母净利润 1.54 亿元，同比-43.55%。投资要点 下游市场复苏缓慢致使 2024 年业绩承压：鸿远电子 2024 年实现营业收入 14.92 亿元，同比下降 10.98%；归属于上市公司股东的净利润 1.54 亿元，同比下降 43.55%。业绩下滑的主要原因在于，公司所处的电子元器件行业下游市场复苏缓慢，特别是高可靠领域客户需求持续低迷，导致公司核心产品瓷介电容器的销量及售价均有所下降。同时，尽管微控制器及配套集成电路产品销售收入实现较快增长，但未能完全抵消核心产品销售收入的下滑。此外，研发投入的持续增加和运营成本的刚性也对净利润产生了影响。2024 年毛利率同比下降 15.38pct 至 34.29%。但截至 2024 年末，经营性现金流量净额为 4.59 亿元，与 2023 年基本持平，公司在资金流动性管理方面较为稳健。完成了对成都蓉微的收购，进一步拓展了微波模块组件及电子元器件的研发与生产能力：鸿远电子在 2024 年经历了几个重要事件。首先，公司完成了对成都蓉微的收购，并将其纳入合并报表范围，这一举措增强了公司在微波模块组件及电子元器件研发、生产与销售领域的实力。其次，公司积极进行股份回购，累计回购股份占公司总股本的比例达到一定水平，彰显了公司对未来发展前景的信心。此外，公司还持续深化数智融合，通过优化管理机制和推进精益生产，有效提升了运营效率和产品质量。持续加强核心产品研发，成功拓展了产品阵容：公司成功拓展了微处理器、微控制器及配套集成电路产品线，并实现了该类产品的快速增长，成为新的业绩增长点。在射频微波电容器领域，公司加大了研发投入，产品性能和应用领域得到显著提升和拓展。同时，公司在滤波器、微波模块、微纳系统集成陶瓷管壳等高可靠电子元器件产品方面也取得了显著进展，不仅丰富了产品结构，还增强了市场竞争力。此外，公司还持续强化关键核心技术知识产权保护，新增知识产权 100 项，进一步巩固了技术领先优势。盈利预测与投资评级：公司业绩承压，考虑到公司在业务上的持续调整，我们下调先前的预测，预计公司 2025-2026 年归母净利润预测分别为 3.26/4.81 亿元，前值 6.99/7.97 亿元，新增 2027 年预测 5.71 亿元，对应 PE 分别 37/25/21 倍。但考虑到公司在军工电子领域的领先卡位，且我国军用 MLCC 业务或迎来恢复式增长，因此维持“买入”评级。风险提示：1) 市场风险；2) 营运资金周转风险；3) 利润下降风险；4) 产品研

发风险。

(证券分析师: 苏立赞 证券分析师: 许牧 研究助理: 高正泰)

朗鸿科技 (836395): 2024 年年报点评: 年度业绩创新高, 长期发展信心足

事件: 公司发布 2024 年年报, 2024 年实现营收为 1.59 亿元, 同比增长 36.63%, 实现归母净利润 0.58 亿元, 同比增长 28.17%。投资要点 抓住消费电子行业复苏机遇, 2024 年度营收同比增长 36.63%。2024 年度公司营收 1.59 亿元, 受益电子市场复苏, 销售订单增加, 实现了同比 36.63% 的增长; 由于员工薪酬及股份激励支付导致管理费用增加, 归母净利润 0.58 亿元, 同比增长 28.17%; 扣非净利润为 0.53 亿元, 同比增长 29.46%。报告期内公司逐步完善智能零售安防产品的技术体系, 同时市场需求增加, 毛利率微增 0.36pct 至 56.58%。积极拓展业务领域, 深入细分领域构建智能安防生态体系。中商产业研究院分析师预测, 2024 年中国安防行业产值预估将达到 10621 亿元。AI 技术的创新和应用显著推动了消费电子产品的智能化升级, 催生了 AI 手机、AI 眼镜等新型产品, 对防盗展示器的需求也呈现出相应的增长趋势。同时伴随着从 GPT-4 到 Sora 到 DeepSeek-R1, AI 大模型的横空出世, 安防和 AIoT 的结合越来越紧密, 安防边界将扩大和模糊化。积极拓展业务领域, 深入细分领域构建智能安防生态体系。公司在电子设备防盗展示产品领域颇具优势, 并以其为核心拓展智慧物联产业, 不断加大在芯片研发、集成电路、物联网等尖端技术上的研发投入, 致力于构建一个全面的零售智能安防生态体系。报告期内, 公司坚持以创新为核心驱动力, 新获专利 16 项, 截至 2024 年 12 月底, 拥有海内外各类知识产权 327 项, 被认定为 2024 年度杭州市星级二类总部企业。报告期内公司研发费用同比增加 62.86%, 新增 8 个研发项目。报告期内, 公司拍得富阳经济技术开发区银湖新区土地 17,432 平方米, 成交价格 1,562 万元, 公司于年底完成项目施工证等手续正式开工, 该交易有利于扩大公司经营规模, 对市场竞争力和盈利能力产生积极影响。回购、分红频出手, 彰显管理层长期发展信心。公司 2024 年度实施三次股份回购, 分别回购 45 万股、119.98 万股、119.57 万股, 共占总股本的 2.23%。公司 2024 年的半年度、第三季度、年度权益分派方案分别为: 每 10 股派 1.1 元 (含税)、每 10 股派 0.8 元 (含税)、每 10 股派 2.2 元 (含税) 并转增 2 股。上述事件无疑展示了公司管理层的坚定信心。盈利预测与投资评级: 公司业绩超我们此前预期, 考虑到公司所处赛道复苏, 技术领先优势, 和今年管理、研发费用增加的预期, 我们向上调整公司 2025-2026 年归母净利润预测至 0.61 (+0.06) / 0.65 (+0.06) 亿元, 新增 2027 年预测为 0.72 亿元, 对应 PE 分别 37.14/34.72/31.51 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 1) 新技术更新风险; 2) 核心技术人员流失风险; 3) 大股东不当控制风险。

(证券分析师: 朱洁羽 证券分析师: 易申申

证券分析师: 余慧勇 研究助理: 武阿兰 研究助理: 薛路熹)

华岭股份 (430139): 2024 年年报点评: 业绩遇挑战, 夯实基本盘

事件: 公司发布 2024 年年报, 2024 年实现营收为 2.76 亿元, 同比减少 12.43%, 归母净利润为负 0.15 亿元, 同比减少 120.01%。投资要点 2024 年度公司挑战重重, 营收下滑至 2.76 亿元, 同比降 12.43%。市场竞争加剧, 高可靠性芯片测试产品竞争激烈, 公司产品结构中高可靠性产品收入占比下降, 中低端产品占比上升, 整体售价下滑致营收受损。虽营业总成本上升, 但成本管控有一定成效, 毛利

率维持在 22.01%。然而，归母净利润亏损 0.15 亿元，同比降 120.01%，扣非净利润亏损 0.42 亿元，同比降 178.85%。后续需关注公司调整产品结构、提升竞争力的进展，改善经营并扭转业绩下滑态势的进展。集成电路行业前景向好，公司所处测试环节仍富机遇。2024 年全球半导体销售额 6276 亿美元，同比增长 19.1%，国内产业稳步增长，2025 年规模有望两位数增长。测试环节是产业链关键枢纽，重要性愈发凸显。AI 等先进技术与集成电路测试加速融合，测试系统智能化、数据化趋势明显，大幅提升测试效率与精度；同时，异构集成和 3D 封装技术推动测试方法和标准更新，为第三方测试业提供升级契机。华岭股份若把握行业趋势，顺应技术变革，发力技术创新与市场拓展，有望提升竞争力，为投资者创造回报，也需防范技术迭代和市场竞争风险。华岭股份经营发展举措多元，前景可期。公司围绕“三重拓展”，聚焦 7 大重点产品领域与多个重点地区，服务优质大客户，有望扩份额、增营收；技术研发上，提升团队能力，优化流程，布局前沿技术并借 AI 提效，可增强竞争力与创新力；精细管理中，梳理流程降本增效，制定灵活报价策略，能提升运营与盈利水平；数字化建设在 2025 年加速推进，应用项目，开发系统与平台，AI 覆盖全流程，可提升运营与决策效率。若计划顺利实施，公司有望改善经营，提升实力，拓展市场空间。盈利预测与投资评级：华岭股份在 2024 年业绩出现大幅下滑，营收同比减少 12.43%，归母净利润亏损 0.15 亿元。由于公司的关键客户近年来订单不稳定，目前体外订单尚有较大不确定性，我们保守调整公司 2025-2026 年归母净利润预测至 0.01（-0.78）/0.11（-0.91）亿元，新增 2027 年预测为 0.23 亿元。公司围绕“三重拓展”制定了一系列发展策略，且集成电路行业前景向好，但短期内公司业绩改善仍存在不确定性。综合考虑，我们维持“增持”评级。风险提示：1）政策风险；2）新技术更新风险；3）市场波动风险；4）核心技术人员流失风险；5）大股东不当控制风险

（证券分析师：朱洁羽 证券分析师：易申申

证券分析师：余慧勇 研究助理：武阿兰 研究助理：薛路熹）

奥迪威（832491）：2024 年年报点评：技术创新引领行业，盈利能力稳中求进

事件：公司发布 2024 年年报，2024 年实现营收为 6.17 亿元，同比增长 32.13%，实现归母净利润 0.88 亿元，同比增长 13.87%。投资要点 加大创新力度，2024 年度业绩再创佳绩：2024 年度公司营收 6.17 亿元，通过持续研发投入和发挥产能优势，实现了同比 32.13% 的增长。报告期内公司推动产品研发和技术创新，发挥核心技术和产能优势，获得了下游市场和客户认可，订单量大幅增加。由于境外产品毛利率高于境内产品，而其订单增速不及境内产品，导致毛利率下降了 0.85pct 至 37.96%。公司 2024 年实现归母净利润 0.88 亿元，同比增长 13.87%，低于收入增长率，主要原因是公司各项费用均有不同程度的增加，同时也受到毛利率降低的影响。同期公司扣非净利润为 0.81 亿元，同比增长 11.74%。智能驾驶发展迅猛，汽车工业机会尽显：报告期内智能汽车的自动驾驶技术逐步由 L2 向 L3、L4 级升级，各大车企正加速对 L3 级以上自动驾驶的布局，对各类型传感器的数量、性能及作业精度都有更高要求。2024 年公司自研智能触觉技术汽车方向盘触觉固态按钮方案，取得业内领先。根据高工智能汽车研究院监测数据显示，2024 年 1-10 月中国市场（不含进出口）乘用车前装标配超声波雷达交付 10,666.3 万颗，同比增长 10.7%，预计 2025 年超声波雷达前装标配将超过 1.6 亿颗。目前公司自主研发的新一代 AKII 车载超声波传感器，可满足智驾系统的升级和行泊一体技术的推广应

用，深测距离可达 7m，已实现大批量交付应用。 智能制造大势所趋，有望吸引大量客户：子公司在机器人领域持续发力，发布六轴多头精密点胶机器、精密力控机臂等多款精密制造设备，以智造赋能生产；公司无铅压电新材料技术取得阶段性成果，与合作方联合开发的超声波无铅流量计量方案已首次展出，未来将应用于食品加工、医药加工、医疗、穿戴设备等多个行业。 消费电子前景良好，助力开辟新赛道：2024 年公司在消费电子领域持续加大研发投入，目前已发布压触传感器和执行器、压电马达等多款产品，主要应用于手机、笔记本电脑、平板电脑等，目前具有较高的供给稀缺性。压触传感器方面，公司正与华硕、小米等 3C 头部企业合作，募投项目设计产能为约 2 亿件产销，增量空间大，未来有望贡献高产出。 盈利预测与投资评级：公司业绩基本符合我们此前预期，考虑到公司管理费用的增长和行业毛利率承压的情况，我们小幅下调公司 2025-2026 年归母净利润预测至 1.01（-0.13）/1.15（-0.26）亿元，新增 2027 年预测为 1.37 亿元，对应 PE 分别 44.57/38.88/32.69 倍。考虑到公司在赛道发展的确定性和布局的稀缺性，我们依然看好公司成长，维持“买入”评级。 风险提示：1）质量控制的风险；2）海外市场产品进口关税及外汇政策变动的风险；3）存货跌价、毛利率波动的风险。

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

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>