

2025 年 3 月 28 日 星期五

分析师推荐

【东兴电子】偏光片行业：解码偏光片国产替代加速与中大尺寸增量机遇 ——泛半导体材料研究系列之二（20250326）

偏光片是显示技术中不可或缺的关键材料。在液晶显示中，偏光片主要起到光开关的作用，将光源发出的散射光线转变为偏振光，加上液晶分子的扭转特性，达到控制光线通过与否的作用，从而控制透光率和视角范围，形成明暗产生显示画面。

上游核心膜材料存在技术壁垒，目前被日企垄断，国内企业市场占有率极低。偏光片由多层膜复合而成，PVA 膜负责偏振作用，是偏光片的核心膜材。TAC 膜则起到对延伸的 PVA 膜的支撑和保护。从成本角度来看，TAC 膜和 PVA 膜占原材料成本占比较大，分别占比 56%和 16%。全球市场主要被日本的可乐丽和合成化学两家企业垄断，其中可乐丽约占全球产能的 70%-80%，并垄断了膜用 PVA 原料市场，剩下的 20%几乎被日本合成化学掌握。国内仅有皖维高新、台湾长春建有少量窄幅膜产线，供应中低端市场，市场占有率不足 1%。TAC 膜则由富士胶片和柯尼卡美能达等日本企业所垄断。

偏光片是显示面板的上游关键材料，目前，偏光片下游终端应用以液晶显示面板为主。根据面板类型的不同，偏光片主要分为 LCD 型和 OLED 型。偏光片在 LCD 通常需要两张偏光片。在 OLED 通常需要使用一层复合型的偏光片。目前，偏光片下游终端应用以液晶显示面板为主，包括消费类的手机、电脑、液晶电视显示屏，以及工控类的汽车电子、医疗器械、仪器显示屏等。除此以外，偏光片在 3D 眼镜、防眩目镜等领域也有应用。

国内偏光片生产企业正逐步实现国产化替代和开始跻身第一梯队。全球竞争格局因此呈现出明显的地域集中特点，主要参与者包括日韩企业和中国企业。住友化学以 26%的市场份额占据市场首位，而日东电工则以 24%的份额紧随其后。国内偏光片生产企业正逐步实现国产化替代和开始跻身第一梯队，杉杉股份以 12%的市场份额排名第三。根据 Omidia 数据，截至 2023 年，杉金光电凭借 22000 万平方米/年的生产能力跃居全球第一位。恒美光电、盛波光电、三利谱则分别位居全球第五位至第七位。

面板产能逐步转移，国内偏光片企业有望受益。全球显示面板产能不断向中国大陆转移，随着面板产能向中国大陆转移，对上游偏光片等原材料的国产替代需求也在不断提高。位于中国大陆的生产厂商由于物流成本低，且其对中国大陆的面板厂商响应更加及时，能够更好地配合面板厂商进行研发生产，位于中国大陆的偏光片生产企业有望受益于面板产能转移。

车载、工业等专业显示领域开辟了中大型 LCD 新的应用市场，专业显示市场的快速发展给中大尺寸 LCD 带来新的市场增量。在工业显示领域，工业生产正朝着智能化、数字化、信息化和可视化的方向发展，工控显示屏被广泛应用于工业自动化、军事以及工业手持设备等多个领域。全球工业显示器市场预计到 2025 年市场规模将达到 72.6 亿美元。目前，TFT-LCD 为主流的车载

A 股港股市场

指数名称	收盘价	涨跌%
上证指数	3,351.31	-0.67
深证成指	10,607.33	-0.57
创业板	2,128.21	-0.79
中小板	6,647.84	-0.58
沪深 300	3,915.17	-0.44
香港恒生	23,391.2	-0.80
国企指数	8,596.38	-0.94

A 股新股日历（本周网上发行新股）

名称	价格	行业	发行日
首航新能	11.80	电力设备	20250324
中国瑞林	20.52	建筑装饰	20250326
泰鸿万立	8.60	汽车	20250328

*价格单位为元/股

A 股新股日历（日内上市新股）

名称	价格	行业	上市日
开发科技	30.38	电力设备	20250328

*价格单位为元/股

数据来源：恒生聚源,东兴证券研究所

显示技术。车载显示需求大幅提升，根据 IHSMarkit 预计，2025 年全球车载 TFT-LCD 面板出货量约 2.5 亿片，平均每车搭配 2 片以上 TFT-LCD 显示屏。消费升级叠加尺寸供应能力释放，LCD 大屏化成为长期趋势。近年来中国大陆面板厂对于大尺寸面板的布局及供应拉动了供给端大屏化的趋势，75 英寸及以上超大型 TFT 液晶面板的出货量有望稳定增长。

投资建议：全球偏光片市场有望稳定增长，国产替代有望加速。全球消费电子迭代加速叠加车载显示、工业等场景的崛起，结合中大尺寸液晶面板的出货量稳定增长，对偏光片的需求有望持续上升。中国市场的快速增长已成为全球偏光片行业的重要推动力，国内企业在多细分领域处于世界领先地位，

受益标的：杉杉股份、三利谱、深纺织 A 等。

风险提示：原材料价格波动、下游复苏不及预期、中美贸易摩擦加剧、国产替代不及预期。

（分析师：刘航 执业编码：S1480522060001 电话：021-25102913 研究助理：李科融 执业编码：S1480124050020 电话：021-65462501）

【东兴汽车】汽车行业 2 月数据点评：销量持续增长，自主品牌市占率超七成（20250326）

事件：近日中汽协发布 2025 年 2 月汽车产销数据，2 月汽车产销分别完成 210.3 万辆和 212.9 万辆，同比分别增长 39.6%和 34.4%。新能源汽车产销分别完成 88.8 万辆和 89.2 万辆，同比增长 91.5%和 87.1%。

点评：

国内：销量持续增长，自主品牌市占率超七成。国内汽车市场整体延续强劲复苏态势，2025 年以旧换新等补贴政策力度空前，据乘联会预计合计补贴规模将超 4000 亿元，占汽车销售额 8%。2 月汽车国内销量 168.8 万辆，同比增长 39.9%。其中，传统燃料汽车国内销量 92.7 万辆，同比增长 14.3%；新能源汽车国内销量 76 万辆，同比增长 92.6%。新能源汽车国内销量占汽车国内销量的 45.1%，较去年同期提高 12.4 个百分点。自主品牌乘用车销量 128.2 万辆，同比增长 62%，在国内销量占有率为 70.6%，较去年同期提高 11.2 个百分点。

据乘联会，2 月纯电动汽车国内零售销量 42.6 万辆，同比增长 94%；插混汽车销量 19.9 万辆，同比增长 83%；增程式汽车销量 6 万辆，同比增长 12%。纯电动汽车市场逐渐多元化，吉利的星愿、熊猫等 A0 级以下车辆，以及小米、小鹏等新势力贡献了主要增量；插混汽车中，销量占比绝对领先的比亚迪仍保持高增速，同比增长 84%；增程式汽车销量受华为系新车周期影响，增速低于纯电及插混，我们认为随着 4-5 月华为系新车周期的到来，增程式汽车的销量增速将显著恢复。整体而言，随着新能源渗透率的不断提升，我们仍然看好未来国内混动化的发展。

出口：新能源占比提升，插混增速远高于纯电。2 月汽车出口 44.1 万辆，同比增长 16.9%。传统燃料汽车出口 31 万辆，同比增长 4.9%；新能源汽车出口 13.1 万辆，同比增长 60.5%，占总出口 29.7%。其中，纯电动汽车出口 8.1 万辆，同比增长 22.4%；插混汽车出口 5 万辆，同比增长 2.2 倍。整车

出口前十企业中，奇瑞出口量达 8.6 万辆，同比增长 9%，占总出口量的 19.6%。与上年同期相比，比亚迪出口增速最为显著，出口达 7.1 万辆，同比增长 2 倍。

2 月出口整体表现稳健，混动趋势延续。受益于比亚迪出海成效显著，插混车型出口同比高速增长。长期看国内车企的技术优势将支撑竞争力，通过智能化、电动化推动高质量国际化。

投资策略：国内汽车市场在政策刺激与技术创新双重驱动下，呈现出“电动化加速渗透、自主品牌强势崛起”的鲜明特征，我们认为自主品牌智能化的优势是其市占率增长的重要原因。在电动化渗透率持续提升的背景下，汽车产业的竞争重心正逐步转向智能化领域，具备领先训练数据、训练设施、智驾生态领域的头部企业有望获取更多市场份额。

华为凭借在 ICT 领域技术积累，业务不断延伸至联结、计算等领域，致力于构建万物互联的智能世界，其在软件、硬件、芯片、终端、网络、云等领域均具备了较强的竞争力。汽车智能化的发展在多个场景下与 ICT 技术相匹配，经过前期大规模研发投入，华为在智能汽车领域逐步进入收获期。相关受益标的包括华为智选车模式下的赛力斯、江淮汽车、北汽蓝谷，及 HI 模式下的长安汽车。

我们认为混动化趋势将会持续提升，内燃机将以混动形式长期存在。零部件企业方面，我们看好国内汽车管路总成龙头供应商川环科技（300547）、汽车变速操纵控制系统龙头企业宁波高发（603788）、国内涡轮增压壳体企业科华控股（603161）、气门传动组核心供应商新坐标（603040）、国内气缸套龙头公司中原内配（002448）等。

风险提示：补贴政策覆盖时长不及预期，智能驾驶推进力度不及预期，汽车行业竞争持续加剧，海外关税政策发生变化。

（分析师：李金锦 执业编码：S1480521030003 电话：010-66554142 研究助理：曹泽宇 执业编码：S1480124040003 电话：17512502830）

重要公司资讯

1、**中国人寿：**截至 2024 年底个人养老金业务累计规模 30 亿元。在 3 月 27 日举行的 2024 年度业绩发布会上，中国人寿总精算师侯晋透露，截至 2024 年底，中国人寿个人养老金业务累计规模 30 亿元，服务保单件数超过 27 万件。其中，2024 年当年实现保费约 20 亿元，服务保单件数超过 15 万件。健康险方面，1999 年以来中国人寿已推出超过 500 余款产品，目前在售的健康险产品有 220 余款。展望未来，侯晋表示，健康险仍然是中国人寿重点聚焦的业务，将持续研究健康险保障责任的升级，通过医疗险、护理险、失能险、疾病险等多种健康保险的形式积极服务更广的人群和更宽的领域。（资料来源：人民财讯，同花顺 iFinD）

2、**OpenAI：**OpenAI 接近敲定由软银牵头的 400 亿美元融资，投资者包

括 Magnetar Capital 、 Coatue Management 、 Founders Fund 和 Altimeter Capital Management。这笔交易将使该公司估值达到 3000 亿美元。(资料来源: 同花顺 iFinD)

- 3、**AI Agent 产品“Manus”**: 公布其收费方案。ManusStarter 每月收费 39 美元, 可获得 3900 积分, 最多可以同时运行 2 个任务。ManusPro 每月收费 199 美元, 可获得 19900 积分最多可以同时运行 5 个任务, 同时支持使用高投入模式和其他测试功能。积分是 Manus 使用的标准计量单位, 任务越复杂或越耗时, 所需积分越多。据其官网举例, 对设计并部署一个独特的个人网站这样的复杂任务来说, 需花费 600 积分、持续 40 分钟。(资料来源: 蓝鲸新闻)

- 4、**上海机场**: 2024 年度公司实现营业总收入 123.69 亿元, 同比增长 11.97%; 归属于上市公司股东的净利润 19.34 亿元, 同比增长 107.05%; 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 14.09 亿元, 同比增长 70.01%; 基本每股收益 0.78 元, 同比增长 105.26%; 加权平均净资产收益率 4.69%, 增加 2.36 个百分点。(资料来源: 同花顺 iFinD)

- 5、**蓝思科技**: 2024 年实现营业收入 698.97 亿元, 同比增长 28.27%; 净利润 36.24 亿元, 同比增长 19.94%; 基本每股收益 0.73 元; 公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 4 元(含税)。报告期内, 智能手机与电脑类业务实现营业收入 577.54 亿元, 同比增长 28.63%。公司在玻璃、陶瓷、蓝宝石、金属等外观件、结构件和功能模组领域稳居领先地位。(资料来源: 同花顺 iFinD)

经济要闻

- 1、**工业和信息化部、教育部、市场监管总局**: 联合印发轻工业数字化转型实施方案。方案提出, 深化人工智能赋能应用。支持家电、家具、照明等行业骨干企业, 基于特定场景开展数据模型开发、应用测试验证, 在智能制造、智能家居等领域打造一批人工智能技术应用场景。鼓励行业协会、科研院所等组织推广人工智能技术场景化应用, 重点培育协同设计、智能生产、在线检测、预防性维护、智慧营销等生产端场景和智能家居、智能穿戴、智能骑行、智慧养老等消费端场景。基于人工智能技术开展轻工业领域产业链供应链分析诊断, 加强跨区域产业链合作, 提升重要产业链供应链韧性和安全水平。(资料来源: 同花顺 iFinD)
- 2、**财政部**: 公布 2025 年 1-2 月全国国有及国有控股企业经济运行情况。1-2 月, 全国国有及国有控股企业营业总收入同比下降 0.3%, 利润总额同比增长 0.1%。一、营业总收入。1-2 月, 国有企业营业总收入 124873.4 亿元, 同比下降 0.3%。二、利润总额。1-2 月, 国有企业利润总额 6255.0

亿元，同比增长 0.1%。三、应交税费。1-2 月，国有企业应交税费 11127.3 亿元，同比增长 0.6%。四、资产负债率。2 月末，国有企业资产负债率 64.9%，同比上升 0.1 个百分点。（资料来源：同花顺 iFinD）

3、国家统计局：1—2 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 9109.9 亿元，同比下降 0.3%。规模以上工业企业中，国有控股企业实现利润总额 3487.7 亿元，同比增长 2.1%；股份制企业实现利润总额 6739.2 亿元，下降 2.0%；外商及港澳台投资企业实现利润总额 2304.6 亿元，增长 4.9%；私营企业实现利润总额 2209.9 亿元，下降 9.0%。采矿业实现利润总额 1410.3 亿元，同比下降 25.2%；制造业实现利润总额 6395.1 亿元，增长 4.8%；电力、热力、燃气及水生产和供应业实现利润总额 1304.5 亿元，增长 13.5%。主要行业利润情况有升有降。（资料来源：同花顺 iFinD）

4、国家统计局：1—2 月份“两新”政策效果继续显现。国家统计局工业统计师于卫宁解读 2025 年 1—2 月份工业企业利润数据时指出，“两新”政策效果继续显现。1—2 月份，推动新一轮大规模设备更新和消费品以旧换新政策持续显效。在大规模设备更新相关政策带动下，通用设备、专用设备行业利润同比分别增长 6.0%、5.9%。其中，通用零部件制造、采矿冶金建筑专用设备制造、医疗仪器设备及器械制造等行业利润快速增长，同比分别增长 19.3%、14.1%、10.6%。随着消费品以旧换新政策加力扩围，多元化消费场景不断创新，带动相关产品所在行业及链条行业效益向好。其中，在汽车置换更新补贴政策带动下，汽车制造业利润同比增长 11.7%；在电子、家电产品以旧换新政策惠及面不断扩大的背景下，智能消费设备制造、家用厨房电器具制造、家用制冷电器具制造等行业利润分别增长 125.5%、19.9%、19.2%。相关产品的链条行业利润较快增长，其中，家用电力器具专用配件制造、汽车零部件及配件制造、光电子器件制造等行业利润分别增长 18.4%、15.3%、9.3%。（资料来源：同花顺 iFinD）

5、国务院就业促进和劳动保护工作领导小组：发布实施方案从七方面推进实施岗位开发计划。人力资源和社会保障部网站 3 月 27 日消息，国务院就业促进和劳动保护工作领导小组当日发布的《加力重点领域、重点行业、城乡基层和中小微企业岗位挖潜扩容支持重点群体就业创业实施方案》提出将从七方面推进实施岗位开发计划。方案还提出，实施新一轮十大重点行业稳增长工作方案，研究保持制造业合理比重投入机制；鼓励金融机构创新稳岗扩岗专项贷款产品，适度提高贷款额度，加大对不裁员少裁员劳动密集型企业等促进稳定就业的企业金融支持力度。（资料来源：同花顺 iFinD）

6、中国人民银行：副行长宣昌能在博鳌亚洲论坛“不稳定世界中寻找货币与金融稳定”分论坛上致辞时表示，当前，国内外环境正在进行深刻变

化，全球供应链不断受到影响。中国国内经济结构也在不断调整。在不确定性加大的背景下，中国明确适度宽松的货币政策。央行连续多次降准降息，通过货币政策调整来支持经济发展。政策的立场是明确的，中国将根据国内外经济金融形势，择机降准降息。（资料来源：同花顺 iFind）

- 7、**商务部：**例行新闻发布会上新闻发言人表示，针对美方加征关税措施，中方已在世贸组织争端解决机制下起诉，将根据世贸组织规则推进后续程序。商务部新闻发言人何亚东：美方对于中国出美产品加征关税，这是典型的单边主义和保护主义，严重违反世贸组织规则，针对美方加征关税措施，中方已在世贸组织争端解决机制下起诉，3月14日美方在世贸组织争端解决机制下接受磋商，中方将根据世贸组织规则推进后续程序。（资料来源：澎湃新闻，同花顺 iFind）
- 8、**市场监管总局：**将加快推进人工智能领域国家标准研制工作。市场监管总局召开例行发布会，宣布将围绕人工智能领域发布一系列国家标准，以引领行业规范发展。据新闻发言人王秋革介绍，去年年底，市场监管总局会同有关部门印发《国家人工智能产业综合标准化体系建设指南》，对人工智能标准化工作进行新一轮规划。今年以来，已发布人工智能大模型通用要求、测评指标与方法、服务能力成熟度评估等国家标准。近期，将加快推进人工智能国家标准研制工作，持续健全人工智能领域国家标准。（资料来源：央视新闻，同花顺 iFind）
- 9、**财政部：**继续实施离岸贸易印花税优惠政策。据财政部消息，为进一步支持自由贸易试验区发展离岸贸易，财政部、税务总局发布关于继续实施离岸贸易印花税优惠政策的通知。对注册登记在中国(上海)自由贸易试验区及临港新片区、中国(江苏)自由贸易试验区苏州片区、中国(浙江)自由贸易试验区、中国(福建)自由贸易试验区厦门片区、中国(山东)自由贸易试验区青岛片区、中国(广东)自由贸易试验区以及海南自由贸易港的企业开展离岸转手买卖业务书立的买卖合同，免征印花税。（资料来源：同花顺 iFind）
- 10、**商务部：**将会同国家卫健委等在消博会期间发布《健康消费专项行动方案》。国新办今日就第五届中国国际消费品博览会有关情况举行发布会。商务部副部长盛秋平表示，商务部将会同国家卫生健康委等部门在消博会期间发布《健康消费专项行动方案》，围绕健康饮食、健身运动、养老服务、新型健康服务业态等领域推出一批政策措施。海南近期推出13条具体举措，支持旅游演艺等发展；出台康养产业发展行动方案，充分发挥海南“健康岛”“长寿岛”的品牌优势，推动康养产业高质量发展。（资料来源：人民财讯，同花顺 iFind）

每日研报

【东兴房地产】华润万象生活（01209.HK）2024 年业绩点评：经营稳中有进，核心净利润 100%分派（20250327）

公司发布 2024 年年度业绩公告：2024 年实现收入 170.43 亿，同比增长 15.4%；毛利率为 32.9%，较去年同期提升 1.1 个百分点；归母净利润 36.3 亿，同比增长 23.9%；归母核心净利润 35.1 亿，同比增长 20.1%。

依托多赛道组合优势，购物中心业绩保持韧性增长，写字楼业务保持稳健。2024 年，公司来自购物中心的收入为 42.1 亿，同比增长 30.0%，占总收入 24.7%；购物中心毛利率 72.6%，较 2023 年提升 0.7 个百分点。公司重奢及非奢项目全面增长，领跑行业，其中重奢项目零售额同比增长 5.6%，非奢项目同比增长 27.1%。新开 21 座购物中心，旗下在营购物中心增至 122 座。依靠领先的品牌影响力和卓越运营力，公司赋能业主方收入利润稳步增长，旗下在营购物中心实现零售额 2150 亿，同比增长 18.7%；业主端租金收入 262 亿，同比增长 19.2%，业主端经营利润率同比提升 0.4 个百分点至 65.1%。公司来自写字楼的收入为 20.6 亿元，同比增长 7.1%，占总收入 12.1%；写字楼毛利率 34.9%，较 2023 年下降 0.7 个百分点。

华润置地为公司在管面积的增长提供长期支持，华润集团的优势产业资源助力公司做大做强社区增值服务。2024 年，公司来自社区空间的物业管理服务收入为 66.6 亿，同比增长 10.7%，占总收入 39.1%；社区空间的物业管理服务毛利率 14.4%，较 2023 年提升 0.4 个百分点。在管社区空间总建筑面积 271.4 百万平方米，较去年同期增长 20.4 百万平方米。业主增值服务收入同比增长 6.3%至 15.2 亿，占总收入 8.9%。受开发商增量项目获取及存量项目交付放缓的影响，非业主增值服务收入同比下滑 12.5%至 7.2 亿，占总收入 4.2%。

提升固定派息率并宣派特别股息，实现 2024 年核心净利润 100%分派。在股息方面，公司全年每股股息提升至人民币 0.922 元，全年派息率提升至 60.0%的水平。同时宣派特别股息每股 0.614 元，保持 2024 年总派息率 100%。

公司盈利预测及投资评级：公司背靠华润置地，兼具央企背景和商管领域的稀缺优势。可持续的分红能力和积极的分红举措，进一步夯实了公司的价值基础。我们预计 2025-2027 年归母净利润分别为 38.6/43.2/47.7 亿元，对应每股收益分别为 1.69/1.89/2.09 元，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：成本上涨风险、项目拓展不及预期的风险、门店资源流失的风险等

（分析师：陈刚 执业编码：S1480521080001 电话：010-66554028）

【东兴银行】招商银行（600036.SH）：利润增速回正，资产质量整体稳健——2024 年年报点评（20250326）

事件：3 月 25 日，招商银行公布 2024 年年报，全年实现营收、归母净利润 3,374.9 亿、1,483.9 亿，分别同比-0.5%、+1.2%；ROE 为 14.49%，同比下降 1.73pct；不良率 0.95%、环比微升 1bp，拨备覆盖率 411.98%、环比下降 20.2pct。

营收降幅收窄，净利润增速回正。营收方面：2024 年招商银行实现营收 3,374.9 亿，同比小幅下降 0.5%，降幅较前三季度收窄 2.4pct，四季度营收同比+7.5%。具体来看，量增价稳、其他非息高增是主要贡献。（1）净利息收入同比-1.6%，降幅环比收窄 1.5pct。其中四季度净利息收入同比+3%。主要得益于四季度公司加大贷款投放、债券配置，生息资产规模增速提升；同时，在负债成本持续改善下，净息差保持相对平稳。（2）非息收入同比+1.4%，增速环比提升 4pct。非息收入占营收比重达 37.4%，同比提高 0.7pct。其中，净手续费收入同比-14.3%，降幅较前三季度收窄 2.6pct。投资收益等其他非息收入同比高增 34%，主要是去年四季度债券收益率明显大幅下行。利润方面：归母净利润同比+1.2%，较前三季度改善 1.8pct。主要得益于成本管控和拨备反哺，管理费用同比-3.6%，信用减值损失-1.6%。公司 ROE 保持在 14.5%行业前列，实现稳定业绩增长和盈利水平。

四季度贷款投放边际改善，负债端活期存款占比提高。资产端：年末总资产同比+10.2%，增速环比提升 1pct；其中贷款、债券投资同比分别+5.8%、+15%，环比提高 1.1pct、6.4pct。信贷投放方面，对公、零售贷款投放环比均有所改善，票据贴现规模持续压降。（1）对公贷款同比+10.1%，四季度环比+3.2%，占四季度新增贷款的 69%。在零售需求整体偏弱背景下，公司加大了对公端制造业、科技、绿色、普惠等重点领域投放，同比增速高于贷款平均增速。（2）零售贷款同比+6%，四季度环比+2%，占四季度新增贷款 55%。其中，按揭贷款同比+2.3%、增速回正；主要是存量按揭利率下调、提前还款压力缓解，以及四季度地产销售回暖。消费贷同比+31.4%，预计主要是 2024 年下半年以旧换新等政策出台推动需求边际改善，以及消费贷利率持续下降营销。零售小微贷款需求仍相对不足，增速下滑至 10%以下。信用卡贷款增速仍处于低位，同比+1.3%。负债端：存款增量旺盛，年末存款余额同比+11.5%，增速环比提升 1.1pct。结构上看，年末活期存款占比 52%，环比提高 3.6pct；对公、零售活期存款占比均环比提高，预计主要得益于四季度资本市场回暖，存款结构优化有助于缓解息差下行压力。

净息差降幅继续收窄，负债成本改善明显。2024 年净息差 1.98%，同比下降 17bp、环比下降 1bp，降幅呈逐季收窄趋势。其中，四季度单季净息差 1.94%，环比下降 3bp。（1）生息资产收益率季度环比下降 16bp 至 3.33%；其中贷款、债券投资收益率分别环比下降 21bp、7bp 至 3.7%、2.99%。在 LPR 滚动重定价、新发放贷款利率持续下行、存量房贷利率调整背景下，贷款收益率下行压力仍较大。（2）计息负债付息率环比下降 14bp 至 1.5%；其中，随着存款挂牌利率红利持续释放、活期存款占比提升，存款成本环比下降 14bp 至 1.4%；在同业存款自律机制下，同业负债成本亦环比下降 17bp 至 1.87%。

资产质量整体稳健，零售风险仍在暴露。年末招商银行不良率 0.95%，环比上升 1bp。从不良生成来看，2024 年不良生成率为 1.05%，同比上升 2bp、环比上升 3bp。细分来看：（1）对公：房地产不良实现双降。母行口径对公贷款不良率 1.01%，环比下降 4bp。其中，房地产行业不良率 4.74%，环比下降 6bp；不良余额环比减少 5.44 亿至 136 亿，呈现双降趋势。预计对公房地产不良生成高峰期已过，随着地产融资端政策优化，房地产贷款不良生成率、不良率有望持续改善。（2）零售：仍处在不良暴露阶段。母行口径零售贷款不良率 0.98%，环比上升 4bp。从前瞻性指标来看，关注率、逾期率环比分别上升 8bp、3bp 至 1.79%、1.74%。其中，经营贷和消费贷资产质量压力较大，小微贷款、消费贷款不良率分别为 0.79%、1.04%，环比上升 14bp、5bp。按揭贷款不良率环比也小幅上升 2bp 至 0.48%。零售不良上行属于行业共性，主要由于近年居民就业收入压力加大、还款能力受损，以及房价下跌导致再融资能力下降。后续趋势有待观察房价止跌、居民资产负债表修复进程。拨备方面，年末拨备覆盖率 411.98%，环比下降 20.2pct；释放拨备支撑利润增速回正符合市场预期。当前拨备覆盖率仍保持在行业前列，风险抵补能力充足。

投资建议：基本面边际改善可期，稳健高股息配置价值突出。（1）从基本面来看，随着促消费、扩内需、稳楼市等政策推进，招行零售业务有望逐步企稳，零售贷款投放有潜力；对公业务近年来持续调优结构，有望跟随经济复苏回暖。净息差仍有收窄压力，但预计在负债成本改善下、降幅或较 24 年进一步收窄。招行财富管理业务优势稳固，随着基数效应消退和资本市场回暖，预计财富管理中收有望实现恢复性增长。在房地产一揽子政策下，对公资产质量有望持续改善；零售风险压力有望伴随经济复苏而缓释，预计整体资产质量依然稳健。总结来看，公司基本面边际改善可期，作为顺周期典型标的，有望受益于经济复苏。（2）从股息率情况看，招行 ROE 水平位居股份行第一，长期领先同业；内生资本留存能力较强，资本充足率高、长期分红稳定性强。2024 年公司分红比例 35.32%，同比提高 0.31pct，预计保持在上市银行最高水平；并且分红率已写入公司章程、确定性强。目前 A/H 股息率约 4.7%，高股息配置价值同样突出。

预计 2025-2027 年净利润同比增长 2.1%、3.5%、4.0%，对应 BVPS 分别为 47.51、53.78、60.31 元/股。3 月 26 日收盘价 42.66 元/股，对应 2025 年 0.9 倍 PB 估值。看好招行受益于经济复苏、基本面边际改善，以及稳健高股息配置价值。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：经济复苏、实体需求恢复不及预期，扩表速度、净息差水平、资产质量受冲击。

（分析师：林瑾璐 执业编码：S1480519070002 电话：021-25102905 分析师：田馨宇 执业编码：S1480521070003 电话：010-66554013）

【东兴化工】扬农化工（600486.SH）：业绩短期承压，优创项目有序推进（20250326）

扬农化工发布 2024 年年报：公司 2024 年全年实现营业收入 104.35 亿元，YoY-9.09%，归母净利润 12.02 亿元，YoY-23.19%。

行业市场低迷，农药产品价格同比下滑，导致公司业绩下降。分板块看，①原药：2024 年公司原药产品价格同比下滑 16.01%，营收同比下滑 13.07%至 64.18 亿元；②制剂：2024 年公司制剂产品价格同比下滑 9.38%，产品营收同比下滑 7.78%至 15.45 亿元。从利润端看，受到公司农药产品价格下降影响，公司综合毛利率同比下降 2.49 个百分点至 23.11%，导致公司净利润下滑。

行业尚处周期底部，但是绿色化、国际化与集中度提升也孕育着新机遇。首先，国家高度重视粮食安全，持续推出农业利好政策以及有利于农药行业创新、绿色、高质量发展的法律法规。其次，虽然 2024 年全球粮食价格处于周期底部，但粮食需求中长期需求明确，广大发展中地区居民饮食结构仍有较大改善空间，支撑了饲用农产品需求，巴西、美国等粮食主产国也在持续扩大农产品种植面积，长期农药产品终端需求稳中有升。第三，海外市场去库存已见成效，新周期备货启动推动部分产品需求恢复，政策引导行业集中度提升，产能出清后中期价格将有上升空间。数字化和智能化技术的应用（例如精准施药）推动行业升级。终端抗性管理和土壤健康需求增加带动新产品销售，病虫害抗药性增强促使企业加快新药研发，企业通过差异化产品突破同质化困境。

公司有序推进新项目产能建设，后续有望逐步贡献业绩增量。2024 年公司辽宁优创一期一阶段、二阶段项目相继投产运营。截至 2024 年年末，公司对于辽宁优创一期项目的累计投入金额已达到 27.83 亿元，占总预算

的 80%。后续公司还将推进优创二期项目，此外优嘉厂区、科创厂区项目也在同步推进。我们认为，后续在建项目的陆续投放，有望继续为公司贡献业绩增量。

公司盈利预测及投资评级：作为国内农药龙头，公司在建项目有序推进，同时受益先正达集团内部资源协同，我们预期公司中长期成长性持续。基于公司 2024 年年报，我们相应调整公司 2025~2027 年盈利预测。我们预测公司 2025~2027 年净利润分别为 13.55、16.43 和 20.95 亿元，对应 EPS 分别为 3.33、4.04 和 5.15 元，当前股价对应 P/E 值分别为 16、13 和 10 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：下游需求不及预期；产品价格大幅下滑；新产能投放不及预期；“先正达集团”资产内部整合不及预期；市场竞争加剧。

（分析师：刘宇卓 执业编码：S1480516110002 电话：010-66554030）

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

以上内容来源于东兴证券研究报告的观点。

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（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）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（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）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。