

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-03-28

宏观策略

2025 年 03 月 28 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 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

固收金工

固收深度报告 20250325: 买卖国债会成为货币框架中的基础方式吗? — 低利率时代系列 (三)

海外央行借入和卖出国债的触发因素大多是由于物价。如果物价低迷,且诸如降息等传统的货币政策受限时,央行会采取买入国债,扩张资产负债表的方式,一旦物价回升,同时也说明经济复苏,央行便会缩表,这其中也分为被动缩表和主动缩表两种形式。我国于 2024 年 7 月首次确立买卖国债的概念,彼时债券收益率在年内经历了一轮快速下行,投资者大多担心央行将通过卖出国债的方式抬升收益率,但随后的操作显示央行以买入国债为主。通过海外经验的对比,可以看到目前我国物价处于较为低迷的阶段,因此在买卖国债的操作上仍然以买入国债释放流动性为主。而在买入国债的操作上,具体效果需要观察央行前瞻指引的有效性。如果能够将触发条件精准化,有助于形成市场的一致预期,从而更好地达到政策想要的结果。目前来说,央行货币政策框架处于创新调整阶段,且传统的货币政策仍有空间,因此在短期的流动性投放上,仍然依赖于公开市场操作。

固收点评 20250325: 正帆转债: 高纯工艺系统解决方案领跑者

我们预计正帆转债上市首日价格在 115.63~128.82 元之间,我们预计中签率为 0.0048%。综合可比标的以及实证结果,考虑到正帆转债的债底保护性较好,评级和规模吸引力一般,我们预计上市首日转股溢价率在 25%左右,对应的上市价格在 115.63~128.82 元之间。我们预计网上中签率为 0.0048%,建议积极申购

行业

推荐个股及其他点评

沪电股份 (002463): 2024 年年报点评: 高速交换机 PCB 表现亮眼, 关注海内外产能释放节奏

由于高速网络的交换机及其配套路由相关 PCB, AI 服务器和 HPC 相关 PCB 需求旺盛, 且公司国内、海外产能推进顺利, 我们将公司 2025-26 年的归母净利润从 34.65/40.54 亿元上调至 35.74/45.19 亿元, 新增 2027 年预期为 53.98 亿元, 2025-27 年同比+38%/26%/19%, 对应 P/E 为 18/14/12 倍, 维持“买入”评级。

国联民生 (601456): 2024 年年报点评: 投资收益拖累整体业绩, 泛财富管理业务表现良好

盈利预测与投资评级: 考虑到公司已发行定增收购民生证券股份, 结合公司 2024 年经营情况, 我们调整此前盈利预测, 预计 2025-2026 年公司归母净利润分别为 8.78、10.07 亿元 (前值分别为 10.30、11.48 亿元), 对应增速分别为+121%、+15%。预计 2027 年公司归母净利润为 10.76 亿元, 对应增速 6.80%。预计 2025-2027 年公司 EPS 分别为 0.15、0.18、0.19 元/股, 当前市值对应 PB 分别为 1.29x、1.27x、1.25x。我们依旧看好公司后续内生增长与外延扩张并驾齐驱, 维持“买入”评级。风险提示: 1) 整合效果不及预期; 2) 权益市场大幅波动; 3) 行业监管趋严。

东方电缆 (603606): 2024 年年报点评: Q4 交付淡季, 海缆订单快速突破

公司发布 2024 年年报: 营业收入 90.9 亿元, 同比+24.4%; 归母净利润 10.1 亿元, 同比+0.8%; 扣非后归母净利润 9.1 亿元, 同比-6.1%; 毛利率 18.8%, 同比-6.4pct; 净利率 11.1%, 同比-2.6pct。单 Q4 来看, 营业收入 23.9 亿元, 同环比+22.0%/-9.0%; 归母净利润 7604 万元, 同环比-57.3%/-73.6%; 扣非后归母净利润 1.15 亿元, 同环比-30.7%/-52.9%; 毛利率 9.5%, 同环比-12.9/-12.2pct; 净利率 3.2%, 同环比-5.9/7.8pct。海缆确收及毛利率维持稳定: 1) 海缆系统: 全年收入 27.8 亿元, 同比+0.4%; 毛利率 39.6%, 同比-9.6pct, 毛利率下滑较多主要是 24 年青州六、脐带缆等高毛利产品结构占比下降。2) 陆缆系统: 全年收入 54.2 亿元, 同比+41.5%; 毛利率 7.6%, 同比-0.4pc。3) 海工: 全年收入 8.9 亿元, 同比+25.3%; 毛利率 21.9%, 同比-2.6pct。海缆订单快速突破: 截止 25 年 3 月 21 日, 公司在手订单 179.75 亿元: 其中海缆系统 88.27 亿元, 相较 24 年 10 月提升 199%; 陆缆系统 63.53 亿元, 海洋工程 27.95 亿元。经营现金流稳健: 24 年底公司存货 18.3 亿元, 相比 24 年初下降 14.6%; 合同资产 8043 万元, 相比 24 年初下降 4.7 亿元。24 年公司经营活动产生的经营性现金流净额 11.1 亿元, 同比下降 6.5%。

五粮液 (000858): 全面改革勇毅破局, 期待运营创新落地

聚合力, 应变局, 营销改革砥砺前行。2025 年, 为强化营销力量、优化市场管控, 公司毅然启动营销改革。1) 人事管理方面: 公司以专业化团队、市场化导向的新面貌, 转变作风, 真抓实干。新任总经理上任以来深入调研市场, 亲自主抓营销。同时公司也以市场化聘任方式提拔蒋佳等 3 位分管营销的副总经理, 以便扁平化直管 27 个营销大区; 对营销团队全员要求深化绩效考核、提升人岗适配度, 并对业务工作进行具体分解, 要

求“弯下腰、俯下身、早出工、多下田”，以更好落实营销组合拳。2) 组织架构方面：1 是撤销五品部，成立销售公司，下设 9 个部门，囊括品牌运营、数字化营销、海外拓展等战略职能，以便缩短决策流程，高效应对市场变化。2 是成立经销商持股的专营公司，对接新渠道、新场景、新需求。3) 渠道管控方面：公司于 2025 年 1 月初即宣布对传统渠道停货，随后要求按统一规则调减传统渠道配额，减量部分转由新成立的专营公司承接，以直销形式开拓团购销量。在社会库存积压、普五价盘承压背景下，此举有助于提升公司销售主导权，强化资源统筹和厂商利益绑定，以更好实现精准营销。改革风劲奋楫笃行，短期稳价已有见效，期待后续 C 端销售取得积极成果。在现有大商制基础上，五粮液已迈出渠道生态优化的关键一步，专营公司带来的渠道变革，结合实干派营销高管的专业管理，将是公司强化营销管控的有益尝试。短期来看，渠道结构调整，流通渠道减量有助于破解商家价格信心不足的难题，2025 春节期间普五动销份额保持稳定，同时批价也逐步回升至 930 元水平。中长期来看，专营公司体制，1 是可以绑定核心大商，凝聚多方力量帮助稳定规模和价盘；2 是在民营企业体制下，强化对营销人员和经销商的市场化激励与管理；3 是可以探索与企业团购客户合作共赢的跨界营销新模式，聚焦资源开发新需求、新场景，将是探索渠道创新运营的重要载体。后续可重点关注公司在团购直销方面的创新举措。盈利预测与投资建议：行业低谷既是酒企降速调整的压力期，也是不破不立、干事创业的机遇期，期待公司通过破釜沉舟的营销体系改革，推动营销运营焕发新机。我们微调 2024~26 年归母净利润预测为 323/343/383 亿元(前值 322/345/386 亿元)，对应 PE 为 16/15/14X，维持“买入”评级。风险提示：宏观表现不及预期、高端竞争加剧而需求疲弱、渠道改革进程偏慢。

华新水泥(600801)：2024 年年报点评：海外发展持续提速，国内景气有望反弹

海外业务表现亮眼，一体化发展继续贡献增量，海外、骨料及混凝土毛利贡献分别达到 32%/44%。(1) 水泥及熟料实现销量 6027 万吨，同比-3%，主要是国内水泥销量承压所致，测算国内外水泥及熟料销量分别同比-12%/+37%至 4407 万吨/1620 万吨。公司 2024 年境外营收同比增长 46.5%至 80.43 亿元，预计主要得益于海外水泥销量高增长的贡献。我们测算 2024 年水泥及熟料单吨综合均价/毛利分别为 312 元/73 元，同比基本持平/-8 元，吨毛利降幅小于行业，主要因海外水泥收入占比提升，2024 年境外业务毛利率 33.1%。(2) 2024 年分别实现骨料/混凝土销量 14323 万吨/3181 万方，同比增长 9%/17%，分别对应单位毛利 19 元/吨、32 元/方，分别同比基本持平、-12 元/方，混凝土单位盈利下降主要是国内水泥价格下跌盈利下滑所致。(3) 我们测算公司 2024 年境外地区、骨料、混凝土贡献毛利占毛利总额的比重分别为 32%/32%/12%，骨料、混凝土占比同比+5pct/-1pct。海外率先布局、并购持续落地彰显公司领先的国际化布局、经营能力。随着国内水泥行业供给自律加强、景气反弹，公司一体化及绿色低碳战略强化竞争力，海外持续拓展，支撑中长期发展动能。假设尼日利亚项目 2025 年内完成交割，我们上调 2025-2026 年归母净利润至 27.4/30.6 亿元(前值为 23.5/27.5 亿元)，新增 2027 年归母净利润预测为 33.3 亿元，对应市盈率 10/9/8 倍，维持“增持”评级。风险提示：并购完成和时点的不确定性，市场竞争加剧、国内水泥需求超预期下行的风险。

中国人寿 (601628): 2024 年年报点评: 投资收益带动净利润高增长, 每股股息提升 51%

盈利预测与投资评级: 我们看好公司作为寿险行业龙头的竞争优势, 预计伴随公司个险营销转型的深入推进, 队伍质态和业绩表现将进一步提升。结合公司 2024 年经营情况, 我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 1075/1120/1205 亿元, 当前市值对应 2025E EPV 0.71x, 仍处低位, 维持“买入”评级。风险提示: 长端利率趋势性下行; 新单保费增长不达预期。

阳光保险 (06963.HK): 2024 年年报点评: 利润、NBV 均大幅增长, 财险控费成效显著

盈利预测与投资评级: 因持续低利率环境, 结合公司 2024 年经营情况, 我们下调盈利预测, 2025-2027 年归母净利润为 60/56/52 亿元 (前值为 73/79/-亿元)。当前市值对应 2025E PB 0.49x、PEV 0.25x, 仍处低位。我们看好公司寿险启动“突破城市业务、突破寿险产品”的两突破工程; 财险坚持以“三张生命表”与伙伴行动作为核心能力建设的根本抓手, 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。

昆仑能源 (00135.HK): 2024 年年度业绩点评: 零售气量高增, 分红比例持续提升

盈利预测与投资评级: 公司为城燃龙头, 燃气销售主要布局于产业转移的东北、西北地区, 气量高速增长; 背靠中石油, 气源资源有保障, 龙头地位稳固。考虑到 2024 年业务板块税前利润不及我们预期, 下调 2025-2026 年盈利预测至 61.47/64.69 亿元 (原值 65.60/70.60 亿元), 引入 2027 年盈利预测 67.96 亿元, 2025-2027 年归母净利润同比+3.14%/+5.24%/+5.05%, 对应当前 PE10.16/9.65/9.19 倍 (估值日期 2025/3/26), 维持“买入”评级。

颐海国际 (01579.HK): 2024 年业绩公告点评: 第三方保持稳健, 关联方有望修复

2024 年公司实现收入/净利润 65.40/7.39 亿元, 同比分别+6.24%/-13.28%, 2024H2 收入/净利润分别为 36.05/4.31 亿元, 同比分别 2.07%/-12.88%。机制升级、推新加速、渠道细化、海外开拓, 第三方表现稳健, 期待关联方修复, 维持“买入”评级。

地平线机器人-W (09660.HK): 2024 年业绩点评: 业绩超预期, 软硬件产品有望持续受益于智驾渗透

投资要点 事件: 公司发布 2024 年业绩。2024 年公司实现收入 23.8 亿元, 同比+53.6%; 净利润 23.5 亿元, 同比扭亏, 主要系优先股及其他金融负债的公允价值变动 46.8 亿元贡献; 经调整经营亏损 15.0 亿元, 同比收窄 11.4%。公司业绩超出一致预期。J6 系列完整亮相, 持续新增定点+HSD 出货助力长期增长。公司 J6 系列已于 2025M2 量产交付, 现于 20+OEM 品牌合作, 助力车企“智驾平权”。J6P 已于近期完成投片, 计划于 2025Q3 由公司 SuperDrive 全场景智能驾驶解决方案搭载正式量产。具备城市 NOA 能力的 HSD 解决方案已于 2024 年推出, 预计将于 2025Q3 量产。2024 年公司为 27 家 OEM (42 个 OEM 品牌) 提供稳定可靠的智驾方案, 取得车型定点 100 多款, 累计定点 310 多款, 有望支撑出货量持续增长。交付量增长强劲, 毛利率同比提升。2024 年产品解决方案/授权及服务收入同比+31.2%/+70.9%至 6.6/16.5 亿元, 毛利率同比+1.7pct/+3.0pct 至 44.7%/92.0%。2024 年产品解决方案交付量达 290 万

件，累计交付量达 770 万件。2024 年公司在中国 OEM ADAS/OEM AD 市场市占率分别为 40%/30%+，排名第一/第二。公司指引 25 年 J 系列累计出货量超 1000 万件。高研发投入强化技术优势，规模效应摊薄费用。2024 年公司研发开支同比+33.4%至 31.6 亿，主要系技术服务采购及研发相关人工开支增长。得益于规模效应摊薄费用，2024 年研发费用率同比-20pct 至 132%、管理费用率同比-2pct 至 27%、销售费用率同比-4pct 至 17%。盈利预测与投资评级：我们认为汽车市场智驾下沉的趋势有望持续并加强，高速、城市 NOA 在各价格段渗透有望超预期，公司 HSD 今年出货后有望助力公司后续成长，我们将公司 2025/2026 年预期收入 30.5/45.8 亿元上调为 36.6/53.7 亿元，并预期公司 2027 年收入为 80.5 亿元，2025 年 3 月 26 日收盘价对应 2025/2026/2027 年对应 PE 分别为 26.1/17.8/11.9 倍，上调至“买入”评级。风险提示：高阶智驾方案落地不及预期，市场竞争加剧，智驾渗透不及预期。

中国太保 (601601)：2024 年年报点评：每股分红稳中有升，利润、NBV、净资产均大幅增长

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 491/472/464 亿元（前值为 380/433/-亿元）。当前市值对应 2025E PEV 0.51x、PB 0.93x，仍处低位。我们看好公司以推动高质量发展为主题，不断优化产品结构，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。

小商品城 (600415)：2024 年年报业绩点评：主业利润增速亮眼，数贸中心进展顺利奠定后续成长性

盈利预测与投资评级：考虑公司新市场开业后，2025H2 利润或有较大增量，我们将公司 2025-26 年的归母净利润从 36.2/ 42.4 亿元上调至 42.3/ 57.0 亿元，新增 2027 年预期为 68.25 亿元，2025-27 年同比+38%/ 35%/ 20%，对应 P/E 为 18/ 13/ 11 倍，维持“买入”评级。

中信证券 (600030)：2024 年年报点评：全年业绩稳定增长，Q4 净利润同比增长近 50%

事件：中信证券发布 2024 年业绩：实现营业收入 637.9 亿元，同比+6.2%；归母净利润 217.0 亿元，同比+10.1%；对应 EPS 1.41 元，ROE 8.1%，同比+0.3pct。第四季度实现营业收入 176.5 亿元，同比+23.7%，环比+10.6%；归母净利润 49.0 亿元，同比+48.3%，环比-21.3%。四季度交易额大增，带动单季度经纪业务收入大幅增长；利息支出同比增加较多，利息净收入下滑较多。2024 年全市场日均股基交易额 11853 亿元，同比+23%，全市场两融余额 18646 亿元，较年初+13%。此背景下公司经纪业务收入 107.1 亿元，同比+5%，4Q 经纪收入 35.6 亿元，同比+49%；利息净收入 10.84 亿元，同比-73%，主要原因是两融利息收入减少及卖出回购利息支出同比增加。公司两融余额 1383 亿元，同比+16%，市场份额 7.4%，较年初+0.2pct。截至 2024 年末，客户数超 1580 万户，同比+12%，客户资产超 12 万亿元，同比+18%。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。

国航远洋 (833171)：2024 年报点评：资产减值及处置损失致业绩略不及预期，2025 年有望高增

盈利预测与投资评级：考虑外贸价格略有下行，我们下调 2025 年盈利预测，维持 2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 1.54/2.04/2.66 亿元（2025-2026 年前值为 1.77/2.04 亿

元)，同比+580%/33%/30%，考虑公司运力规模持续高增，新船投运后盈利有望结构性改善，维持“增持”评级。风险提示：竞争加剧，需求不及预期。

蜜雪集团 (02097.HK)：2024 年业绩点评：利润率显著提升，继续下沉式开店

盈利预测与投资评级：蜜雪集团作为平价现制饮品龙头，自建端对端全流程供应链体系打造核心壁垒，IP 化品牌营销塑造品牌心智。公司以加盟模式深耕下沉市场，推进品牌出海，持续巩固行业地位。上调 2025/2026 年、新增 2027 年盈利预测，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 53.7/60.9/68.8 亿元（2025/2026 年前值为 51.2/59.4 亿元），对应 PE 为 27/24/21 倍，维持“买入”评级。风险提示：市场竞争加剧，消费需求增长不足，海外门店扩张不及预期，品牌价值和形象受损。

三花智控 (002050)：2024 年年报点评：24Q4 营收超预期，人形机器人量产可期

24 年营收同比+14%、归母净利润+6%、收入超预期、利润符合预期。公司 24 年营收 279.5 亿元，同比+14%，归母净利润 31 亿元，同比+6%，扣非净利润 31 亿元，同比+7%；其中，24Q4 营收 73.8 亿元，同比+32%，归母净利润 8 亿元，同比+4.7%，扣非净利润 8.7 亿元，同比+25.3%，其中 Q4 公允价值变动-1.1 亿，扣除该影响，业绩符合市场预期。汽零稳健增长、热泵化&集成化带动利润率微增。24 年汽零收入 114 亿元，同比+15%，毛利率 27.6%，同比+0.5pct；归母净利润 15 亿元左右，同比+5%。Q4 汽零收入 32.8 亿，同环比+38%/+21%，利润我们预计为 4.5 亿元，净利率维持 13-14%。24 年国内客户如华为、小米、理想、比亚迪等高增，对冲特斯拉及欧美客户增长放缓。展望 25 年，特斯拉企稳，欧洲定点进入收获期，国内增势持续，全年板块收入我们预计维持同比增长 20%+。传统制冷 Q4 收入超预期、海外需求好于国内。24 年制冷板块收入 166 亿元，同比+13%，归母净利润 16 亿元+，同比+7%，毛利率 27.4%，同比-0.6pct。其中 Q4 收入我们预计 41 亿，同环比+28%/-2%，利润我们预计 4 亿+（扣除公允价值波动影响）。24 年我国家用空调产量 2.0 亿台，同比+20%，内销受益于国补、以旧换新等带动需求，同比+5%，外销受益于全球需求持续回暖、新兴市场增长显著及外资提前备货，同比+36%，需求超预期。展望 25 年，国内外需求持稳，全年板块收入我们预计同比+5~10%。人形元年已至、放量在即、公司利润弹性巨大。海外龙头已开始量产人形机器人，25-26 年预计 0.5/5 万台，27 年有望达到 50-100 万台。公司聚焦执行器，配合客户进行全系列产品研发、试制、迭代、送样，并在执行器关键零部件上持续加大开发力度并积极布局海外生产，构筑强劲先发优势，获得主供地位确定性强。按照客户量产 100 万台计划测算，假设大规模量产下执行器总成单机 5 万元，净利率平均达 10%，可为公司贡献 35 亿利润弹性。同时集团再研灵巧手，后续有望拓宽产品类别。

华润置地 (01109.HK)：2024 年业绩公告点评：多元驱动营收增长，“大资管”平台搭建完善

盈利预测与投资评级：公司央企背景禀赋优势，房地产开发业务聚焦高能级城市；经营性不动产业务提质增效；资产管理业务向大资管业务转型，稳中求进，我们预计公司未来业绩稳中有升。考虑到近年来房地产市场下行以及行业竞争加剧，我们下调公司 2025/2026 年归母净利润为

284.3/313.9 亿元（原值为 341.0/359.8 亿元），预测 2027 年归母净利润为 341.1 亿元，对应的 EPS 为 3.99 元/4.40 元/4.78 元，对应的 PE 分别为 5.9X/5.3X/4.9X，维持“买入”评级。风险提示：房地产行业景气度持续下行风险；调控政策放松不及预期、收紧超预期。

航天电子（600879）：2024 年报点评：完成航天电工 51%股权转让，盈利能力显著提升

盈利预测与投资评级：公司业绩符合市场预期，考虑到公司在业务上的持续调整，我们下调先前的预测，预计公司 2025-2026 年归母净利润预测分别为 7.35/9.58 亿元，前值 8.82/10.27 亿元，新增 2027 年预测 12.33 亿元，对应 PE 分别 42/33/25 倍，但考虑到公司在航天电子领域的领先卡位，因此维持“买入”评级。风险提示：1）市场风险；2）营运资金周转风险；3）利润下降风险；4）产品研发风险。

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 20250325: 买卖国债会成为货币框架中的基础方式吗? —低利率时代系列 (三)

事件 2024 年, 我国迎来了债券大牛市, 过快下行的利率和蕴含的风险引发了监管部门的注意, 央行多次提示利率风险, 并且引入了买卖

国债的新型货币政策工具。本篇报告作为“低利率时代”系列的第三篇，探讨各国如何通过买卖国债的方法来控制收益率曲线，以及在买入和卖出的时间段上，债券市场将如何表现。观点 我国为何引入买卖国债？2024 年以来，各期限国债收益率加速下行，在此背景下，央行多次提示利率风险，5 月 30 日《金融时报》发文称，人民银行应该会在必要时卖出国债，首次提及买卖国债的可能性，但从央行的资产负债表上看，截至 2024 年 7 月仅为 1.5 万亿元，可以卖出的国债数量有限。随后 7 月《金融时报》发表的文章《业内人士：疯抢国债，也是对经济的“扰动”》中，表示“央行有可能通过借入国债，然后再在二级市场卖出，以达到维持正常收益率曲线的目的”，引入了“先借入，后卖出”的概念。截止 2025 年 2 月底央行资产负债表中的对政府债权提升至 2.8 万亿元，有效增加了后续卖出国债的操作空间。央行买入国债对长短端债券收益率有何影响？（1）美国：1941 年底，美国正式加入二战，战争的爆发使得美国政府的财政赤字迅速扩大，需要以低利率发行大量国债来筹集资金。美联储被迫实施 YCC，将长期国债收益率固定在 2.5% 以下，目的在于降低政府融资成本。本轮政策实施于 1942 年 3 月至 1951 年 3 月，持续近 9 年。在 1951 年，由于通胀压力加剧（CPI 同比升至 8%），YCC 与货币政策目标冲突，最终政策通过《财政部-美联储协议》终止。短期来看，在 YCC 政策实施初期，美联储成功地将短期国库券收益率压低至 0.375% 的目标水平，并在一定程度上稳定了长期国债收益率。YCC 有效降低政府融资成本，支持战争财政。但长期而言，随着战争的结束和经济的复苏，市场对债券的需求和利率预期发生了变化，美联储逐渐失去了对收益率曲线的完全控制。（2）日本：日本央行自 2013 年 4 月启动的量化宽松政策历经两年多实践，不仅未达成预定通胀目标，反而显露出经济再度滑向通货紧缩的危机。面对持续的通缩压力，日本央行在既有量化宽松框架下进行政策创新。2016 年 9 月推出收益率曲线控制（YCC）政策，通过承诺维持 10 年期国债收益率在零水平附近波动，构建长期政策可预期性框架。本轮政策整体时间线开始于 2016 年 9 月，终止于 2024 年 3 月，持续近 8 年。YCC 前期收益率稳定在 0% 附近，2023 年后收益率一度突破 0.5%，日央行通过无限量购债承诺强行压低。就政策效果而言，通胀目标已经达成。2023 年 CPI 升至 2%，但主要受能源价格推动，内生性通胀不足。同时，副作用显著，央行资产负债表过度扩张（占 GDP 超 130%），金融市场流动性扭曲，政策退出后长期利率波动加剧。（3）澳大利亚：澳联储在 2020 年 3 月推出 YCC 政策，主要有三方面因素：其一是新冠疫情引发了经济冲击，其二是通胀水平低于目标区间，其三是传统货币政策空间受限。本轮政策时间从 2020 年 3 月至 2021 年 11 月，持续 20 个月。具体而言，开始于 2020 年 3 月 19 日，澳联储宣布将 3 年期国债收益率目标设定为 0.25%，与隔夜现金利率一致，2020 年 11 月将目标利率下调至 0.1%，结束于 2021 年 11 月，因经济复苏加快、通胀压力上升（CPI 同比达 3%）及市场抛售压力，最终放弃 YCC 政策。央行卖出国债对长短端债券收益率有何影响？疫情爆发后，各国均采取了宽松的货币政策以应对危机，而随着经济复苏和伴随而来的通胀压力，部分国家的央行通过主动卖出国债迅速缩减资产负债表，这一行为被视为主动 QT（量化紧缩），包括新西兰和瑞典。（1）新西兰：为应对通胀压力、维持经济稳定，新西兰联储决定收紧货币政策。新西兰央行于 2022 年 2 月 23 日批准通过持有到期及售卖方式减少央行在大规模资产购买（LSAP）计划下的债券持有量。从短期来看，在 2022 年 2 月 23 日新西兰央行宣布将卖出债券的决议公布后，新西兰 2 年期和 10 年期国债收益率

分别短线上扬 13bp 和 9bp。从长期来看，截至 2025 年 3 月 13 日，相比开启量化紧缩时，新西兰 10 年国债收益率由 2.79% 上升 187bp 至 4.66%。(2) 瑞典：疫情后经济复苏，需求上升等因素推动通胀快速上升。此外，量化宽松使瑞典央行的资产负债表大幅扩张，积累了一定金融风险。瑞典央行于 2023 年 2 月 9 日计划从 4 月开始每月分别主动卖出名义价值 30 亿瑞典克朗的长期名义政府债券和 5 亿瑞典克朗的长期实际政府债券。相比 2023 年 2 月 9 日刚提及开启量化紧缩时，瑞典 10 年国债收益率从 2.07% 上升 42bp 至 2023 年 10 月 6 日 3.10% 的高位。自瑞典央行主动卖出国债时起，瑞典长期国债收益率呈波动上升趋势，同时在政策实施过程中，央行进行了多轮加息，带动短期收益率大幅上行。(3) 美国：实际上，仅有少部分央行选择类似于新西兰和瑞典那样卖出国债形式的主动量化紧缩 (QT)，大部分央行都选择资产自然到期的被动 QT，将 QE 购买的债券持有到期后不进行再投资。以美联储为例，2022 年 4 月 5 日，联邦公开市场委员会会议纪要披露了 QT 计划，该计划主要通过调控从系统公开市场账户 (SOMA) 持有的证券到期后本金再投资金额来实施。在这期间，10 年期国债收益率整体呈现波动上升趋势。2022 年年初 10 年期国债收益率为 1.63%，年末收于 3.88%；2023 年年初为 3.79%，年内最高达到 4.98%。海外买入和卖出国债对我国有何启示？海外央行借入和卖出国债的触发因素大多是由于物价。如果物价低迷，且诸如降息等传统的货币政策受限时，央行会采取买入国债，扩张资产负债表的方式，一旦物价回升，同时也说明经济复苏，央行便会缩表，这其中也分为被动缩表和主动缩表两种形式。我国于 2024 年 7 月首次确立买卖国债的概念，彼时债券收益率在年内经历了一轮快速下行，投资者大多担心央行将通过卖出国债的方式抬升收益率，但随后的操作显示央行以买入国债为主。通过海外经验的对比，可以看到目前我国物价处于较为低迷的阶段，因此在买卖国债的操作上仍然以买入国债释放流动性为主。而在买入国债的操作上，具体效果需要观察央行前瞻指引的有效性。如果能够将触发条件精准化，有助于形成市场的一致预期，从而更好地达到政策想要的结果。目前来说，央行货币政策框架处于创新调整阶段，且传统的货币政策仍有空间，因此在短期的流动性投放上，仍然依赖于公开市场操作。风险提示：经济基本面变化超预期，货币政策工具创新，历史及海外经验不代表将来。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐沐阳)

固收点评 20250325：正帆转债：高纯工艺系统解决方案领跑者

事件 正帆转债 (118053.SH) 于 2025 年 3 月 18 日开始网上申购：总发行规模为 10.41 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于铜陵正帆电子材料有限公司特气建设项目 (二期) 等项目。当前债底估值为 98.95 元，YTM 为 2.54%。正帆转债存续期为 6 年，中证鹏元资信评估股份有限公司资信评级为 AA/AA，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.20%、0.40%、0.60%、1.20%、1.60%、2.00%，公司到期赎回价格为票面面值的 112.00% (含最后一期利息)，以 6 年 AA 中债企业债到期收益率 2.72% (2025-03-19) 计算，纯债价值为 98.95 元，纯债对应的 YTM 为 2.54%，债底保护较好。当前转换平价为 97.71 元，平价溢价率为 2.34%。转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止，即 2025 年 09 月 24 日至 2031 年 03 月 17 日。初始转股价 38.85 元/股，正股正帆科技 3 月 19 日的收盘价为 37.96 元，对应的转换平价为 97.71 元，平价溢价率为 2.34%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为 8.40%。下修条款为“15/30, 85%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”，

条款中规中矩。按初始转股价 38.85 元计算，转债发行 10.41 亿元对总股本稀释率为 8.40%，对流通盘的稀释率为 8.40%，对股本摊薄压力较小。观点 我们预计正帆转债上市首日价格在 115.63~128.82 元之间，我们预计中签率为 0.0048%。综合可比标的以及实证结果，考虑到正帆转债的债底保护性较好，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在 25%左右，对应的上市价格在 115.63~128.82 元之间。我们预计网上中签率为 0.0048%，建议积极申购。正帆科技是一家致力于为泛半导体、光纤通信、医药制造等行业客户提供工艺介质和工艺环境综合解决方案的高新技术企业。公司累积为数百家客户提供产品与服务，掌握了介质供应系统微污染控制、流体系统设计与模拟仿真、高纯材料合成与分离提纯等关键技术，参与了多项国家和行业标准的编写。2019 年以来公司营收稳步增长，2019-2023 年复合增速为 34.10%。自 2019 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，2019-2023 年复合增速为 34.10%。2023 年，公司实现营业收入 38.35 亿元，同比增加 41.78%。正帆科技营业收入主要来源于电子工艺设备业务，产品结构年际变化。2021 年以来，正帆科技电子工艺设备业务收入逐年增长，2021-2023 年电子工艺设备业务收入占主营业务收入比重分别为 69.88%、70.91%和 75.63%，同时产品结构年际调整，其他主营业务规模占比稳定，高纯特种气体类业务占比上升并趋于稳定。公司销售净利率和毛利率维稳，销售费用率下降，财务费用率有所上升，管理费用率下降。2019-2023 年，公司销售净利率分别为 7.08%、11.20%、9.15%、9.66%和 11.04%，销售毛利率分别为 25.35%、27.32%、26.17%、27.46%和 27.11%。风险提示：申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

(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

沪电股份（002463）：2024 年年报点评：高速交换机 PCB 表现亮眼，关注海内外产能释放节奏

投资要点 2024 年营收利润高增，企业通讯 PCB 中交换机相关收入占比为核心亮点。2024 年公司实现收入 133.42 亿元，同比+49.26%，实现归母净利润 25.87 亿元，同比+71.05%。其中 PCB 业务实现营业收入 128.39 亿元，同比+49.78%；随着 PCB 业务产品结构的进一步优化，2024 年 PCB 业务毛利率提升至 35.85%，同比增加约 3.56 个百分点。分业务来看，2024 年受益人工智能和高速网络基础设施强劲需求，公司企业通讯市场板实现营业收入 100.93 亿元，同比+71.94%，企业通讯市场板毛利率同比提高 4.09 个百分点，其中 AI 服务器和 HPC 相关 PCB 产品约占 29.48%，高速网络的交换机及其配套路由相关 PCB 产品约占 38.56%。汽车板方面，2024 年实现营业收入 24.08 亿元，同比+11.61%，受价格竞争、原物料价格波动、胜伟策汽车板业务尚未全面扭亏等因素影响，汽车板毛利率同比减少 1.20 个百分点。公司加码投资力度，海外内产能持续扩张彰显发展信心。公司兼顾短期效益与长期发展，加大投资力度至具有潜力和创新的领域，持续进行技术升级及创新。一方面，公司在加快生产线技术改造项目，对瓶颈及关键制程进行迭代升级与靶向性产能扩充，提升生产效率和灵活性，根

据市场需求趋势调整产品结构及产能结构。另一方面为满足中长期市场需求，公司加快推进新建人工智能芯片配套高端印制电路板扩产项目的建设，分阶段达成产能升级式扩容，确保企业在未来的动态环境中保持竞争力，为未来的持续发展奠定坚实基础。此外在沪士泰国生产基地，公司动员全员攻坚，推动基地从试生产到量产，争取在 2025 年第二季度全面加速开启客户认证与产品导入，逐步释放产能，并进一步验证中、高端产品的生产能力，为逐步提高产品梯次打好基础，为未来的市场竞争做好准备。盈利预测与投资评级：由于高速网络的交换机及其配套路由相关 PCB，AI 服务器和 HPC 相关 PCB 需求旺盛，且公司国内、海外产能推进顺利，我们将公司 2025-26 年的归母净利润从 34.65/40.54 亿元上调至 35.74/45.19 亿元，新增 2027 年预期为 53.98 亿元，2025-27 年同比+38%/26%/19%，对应 P/E 为 18/14/12 倍，维持“买入”评级。风险提示：技术创新不及预期，市场竞争风险加剧。

（证券分析师：陈海进 研究助理：解承堯）

国联民生（601456）：2024 年年报点评：投资收益拖累整体业绩，泛财富管理业务表现良好

投资要点 事件：国联民生发布 2024 年年报：1）实现营业收入 26.8 亿元，同比-9.2%；归母净利润 4.0 亿元，同比-40.8%；对应 EPS 0.14 元，ROE 2.2%，同比-1.7pct。2）第四季度实现营业收入 6.8 亿元，同比+51.3%，环比-26.2%；归母净利润 0.02 亿元，同比扭亏为盈，环比-99.5%。Q4 市场活跃度回升情况下经纪业务收入高增，融资规模增加致利息净收入降幅较大：1）2024 年全市场日均股基交易额 11853 亿元，同比+23%，全市场两融余额 18646 亿元，较年初+13%。在此背景下，公司 2024 年经纪业务收入 7.2 亿元，同比+39.4%，占营业收入比重 26.9%；其中 Q4 单季度经纪业务收入 3.2 亿元，同比增长 156%。2）2024 年利息净收入-1.0 亿元，同比下降 223%，主要系公司融资规模增加、其他债权投资规模下降所致。公司 2024 年融出资金 116 亿元，较年初+14%，市场份额 0.6%，较年初持平，全市场两融余额 18646 亿元，较年初+12.9%。股权承销仍承压，投行业务收入同比下滑：2024 年公司投行业务收入 3.4 亿元，同比-30.7%。股权主承销规模 22.3 亿元，同比-49.8%，排名第 20；其中 IPO 0 家，募资规模 0 亿元；再融资 22 家，承销规模 22 亿元。债券主承销规模 605 亿元，同比-6.2%，排名第 29；其中 ABS、公司债、金融债承销规模分别为 336 亿元、260 亿元、8 亿元。国联资管开业，资管业务收入再上新台阶：2024 年公司资管业务收入 6.6 亿元，同比+49.0%。资产管理规模 1425 亿元，同比+21.5%，预计主要系中融基金并表、国联资管开业的影响。衍生金融工具公允价值下降，拖累自营投资收益：2024 年公司投资收益（含公允价值）9.8 亿元，同比-21.5%，主要系衍生金融工具公允价值变动减少所致（同比-188%至-8.3 亿元）；第四季度投资收益（含公允价值）0.5 亿元，同比-57.3%。2024 年公司其他权益工具投资公允价值变动收益 8.03 亿元，同比+252%。盈利预测与投资评级：考虑到公司已发行定增收购民生证券股份，结合公司 2024 年经营情况，我们调整此前盈利预测，预计 2025-2026 年公司归母净利润分别为 8.78、10.07 亿元（前值分别为 10.30、11.48 亿元），对应增速分别为+121%、+15%。预计 2027 年公司归母净利润为 10.76 亿元，对应增速 6.80%。预计 2025-2027 年公司 EPS 分别为 0.15、0.18、0.19 元/股，当前市值对应 PB 分别为 1.29x、1.27x、1.25x。我们依旧看好公司后续内生增长与外延扩张并驾齐驱，维持“买入”评级。风险提示：1）整合效果不及预期；2）权益市场大幅波动；3）行业监管趋严。

(证券分析师: 孙婷 研究助理: 罗宇康)

东方电缆 (603606): 2024 年年报点评: Q4 交付淡季, 海缆订单快速突破

投资要点 事件: 公司发布 2024 年年报: 营业收入 90.9 亿元, 同比+24.4%; 归母净利润 10.1 亿元, 同比+0.8%; 扣非后归母净利润 9.1 亿元, 同比-6.1%; 毛利率 18.8%, 同比-6.4pct; 净利率 11.1%, 同比-2.6pct。单 Q4 来看, 营业收入 23.9 亿元, 同环比+22.0%/-9.0%; 归母净利润 7604 万元, 同环比-57.3%/-73.6%; 扣非后归母净利润 1.15 亿元, 同环比-30.7%/-52.9%; 毛利率 9.5%, 同环比-12.9/-12.2pct; 净利率 3.2%, 同环比-5.9/7.8pct。海缆确收及毛利率维持稳定: 1) 海缆系统: 全年收入 27.8 亿元, 同比+0.4%; 毛利率 39.6%, 同比-9.6pct, 毛利率下滑较多主要是 24 年青州六、脐带缆等高毛利产品结构占比下降。2) 陆缆系统: 全年收入 54.2 亿元, 同比+41.5%; 毛利率 7.6%, 同比-0.4pc。3) 海工: 全年收入 8.9 亿元, 同比+25.3%; 毛利率 21.9%, 同比-2.6pct。海缆订单快速突破: 截止 25 年 3 月 21 日, 公司在手订单 179.75 亿元: 其中海缆系统 88.27 亿元, 相较 24 年 10 月提升 199%; 陆缆系统 63.53 亿元, 海洋工程 27.95 亿元。经营现金流稳健: 24 年底公司存货 18.3 亿元, 相比 24 年初下降 14.6%; 合同资产 8043 万元, 相比 24 年初下降 4.7 亿元。24 年公司经营活动产生的经营性现金流净额 11.1 亿元, 同比下降 6.5%。盈利预测与投资评级: 考虑陆缆毛利率有所下滑, 部分海风项目或存在延期可能性, 我们下调 25-26 年盈利预测, 25-26 年归母净利润预期 16.0/21.5 亿元 (原预期为 20.2/24.2 亿元), 同增 59%/34%; 27 年归母净利润预期 26.6 亿元, 同比增长 24%, 25-27 年归母净利润对应 PE 21/16/13x, 维持“买入”评级。风险提示: 竞争加剧, 政策不及预期, 出口订单落地不及预期等。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 郭亚男

证券分析师: 胡隽颖)

五粮液 (000858): 全面改革勇毅破局, 期待运营创新落地

投资要点 事件: 近期五粮液营销体系发生一系列重大变革, 春糖期间我们前往公司调研, 就相关问题进行交流更新。聚合力, 应变局, 营销改革砥砺前行。2025 年, 为强化营销力量、优化市场管控, 公司毅然启动营销改革。1) 人事管理方面: 公司以专业化团队、市场化导向的新面貌, 转变作风, 真抓实干。新任总经理上任以来深入调研市场, 亲自主抓营销。同时公司也以市场化聘任方式提拔蒋佳等 3 位分管营销的副总经理, 以便扁平化直管 27 个营销大区; 对营销团队全员要求深化绩效考核、提升人岗适配度, 并对业务工作进行具体分解, 要求“弯下腰、俯下身、早出工、多下田”, 以更好落实营销组合拳。2) 组织架构方面: 1 是撤销五品部, 成立销售公司, 下设 9 个部门, 囊括品牌运营、数字化营销、海外拓展等战略职能, 以便缩短决策流程, 高效应对市场变化。2 是成立经销商持股的专营公司, 对接新渠道、新场景、新需求。3) 渠道管控方面: 公司于 2025 年 1 月初即宣布对传统渠道停货, 随后要求按统一规则调减传统渠道配额, 减量部分转由新成立的专营公司承接, 以直销形式开拓团购销量。在社会库存积压、普五价盘承压背景下, 此举有助于提升公司销售主导权, 强化资源统筹和厂商利益绑定, 以更好实现精准营销。统筹大商成立专营公司, 帮助推动渠道重塑、优化量价调控。2 月 12 日, 四川五浚酒类销售有限公司、四川五钧酒类销售有限公司成立。①四川五浚销售公司由五浚供应链管理合伙企业 100%持股, 后者合伙人为 19 家大商及五购商贸: 19 家大商主要分布于河南、江浙区域, 各出资 3 千万

元，五购为执行事务合伙人。②四川五钩销售公司由五钩供应链管理合伙企业 100%持股，后者合伙人为 14 家大商及五渺商贸：14 家大商主要分布于华北、华南区域，各出资 3 千万元，五渺为执行事务合伙人。五粮液传统渠道减量，转由专营公司承接团购直销增量，1 是通过绑定各区域大商，以统一规则管理，有助于避免窜货及价格内卷，并且现有传统渠道配额减少也有利于商家惜售挺价；2 是便于更好统筹资源进行分片区网格化的营销管理，并加强对直达 C 端的销售管控。改革风劲奋楫笃行，短期稳价已有见效，期待后续 C 端销售取得积极成果。在现有大商制基础上，五粮液已迈出渠道生态优化的关键一步，专营公司带来的渠道变革，结合实干派营销高管的专业管理，将是公司强化营销管控的有益尝试。短期来看，渠道结构调整，流通渠道减量有助于破解商家价格信心不足的难题，2025 春节期间普五动销份额保持稳定，同时批价也逐步回升至 930 元水平。中长期来看，专营公司体制，1 是可以绑定核心大商，凝聚多方力量帮助稳定规模和价盘；2 是可以在民营企业体制下，强化对营销人员和经销商的市场化激励与管理；3 是可以探索与企业团购客户合作共赢的跨界营销新模式，聚焦资源开发新需求、新场景，将是探索渠道创新运营的重要载体。后续可重点关注公司在团购直销方面的创新举措。盈利预测与投资建议：行业低谷既是酒企降速调整的压力期，也是不破不立、干事创业的机遇期，期待公司通过破釜沉舟的营销体系改革，推动营销运营焕发新机。我们微调 2024~26 年归母净利润预测为 323/343/383 亿元（前值 322/345/386 亿元），对应 PE 为 16/15/14X，维持“买入”评级。风险提示：宏观表现不及预期、高端竞争加剧而需求疲弱、渠道改革进程偏慢。

（证券分析师：苏铖 证券分析师：孙瑜）

华新水泥（600801）：2024 年年报点评：海外发展持续提速，国内景气有望反弹

投资要点 公司披露 2024 年年报，全年实现营业总收入 342.17 亿元，同比+1.4%，实现归母净利润 24.16 亿元，同比-12.5%，实现扣非后归母净利润 17.84 亿元，同比-23.2%。公司拟分配现金红利 0.46 元/股（含税）。海外业务表现亮眼，一体化发展继续贡献增量，海外、骨料及混凝土毛利贡献分别达到 32%/44%。（1）水泥及熟料实现销量 6027 万吨，同比-3%，主要是国内水泥销量承压所致，测算国内外水泥及熟料销量分别同比-12%/+37%至 4407 万吨/1620 万吨。公司 2024 年境外营收同比增长 46.5%至 80.43 亿元，预计主要得益于海外水泥销量高增长的贡献。我们测算 2024 年水泥及熟料单吨综合均价/毛利分别为 312 元/73 元，同比基本持平/-8 元，吨毛利降幅小于行业，主要因海外水泥收入占比提升，2024 年境外业务毛利率 33.1%。（2）2024 年分别实现骨料/混凝土销量 14323 万吨/3181 万方，同比增长 9%/17%，分别对应单位毛利 19 元/吨、32 元/方，分别同比基本持平、-12 元/方，混凝土单位盈利下降主要是国内水泥价格下跌盈利下滑所致。（3）我们测算公司 2024 年境外地区、骨料、混凝土贡献毛利占毛利总额的比重分别为 32%/32%/12%，骨料、混凝土占比同比+5pct/-1pct。Q4 盈利大幅改善，得益于国内水泥反弹及非经常性收益集中确认。分季度来看，2024Q4 营收同比-1.0%，毛利率环比+1.7pct，预计主要得益于国内水泥价格反弹、单位盈利改善，2024Q4 销售净利率、扣非后销售净利率分别为 14.5%/7.6%，环比+7.9pct/+3.1pct，除了国内水泥盈利改善以外，也得益于 Q4 单季财务费用环比-3.26 亿元，预计与汇兑损失冲回有关，以及 Q4 因厂区征集中确认资产处置收益 7.30 亿元。资本性支出力度和负债率维持，持续增强中长期发展

动能。(1)公司 2024 年全年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 45.35 亿元,同比-6.5%,2025 年公司计划资本性支出 133 亿元,规模显著扩张,预计因海外并购落地以及海外产能建设、替代燃料建设投入。(2)公司 2024 年经营活动产生的现金流量净额为 59.77 亿元,同比-4.1%,主要因盈利下降。(3)公司 2024 年末资产负债率为 49.8%,同比下降 1.8pct。(4)公司持续推进海外现有工厂技改降本提产,截至 2024 年底海外水泥产能超 2250 万吨/年,同比增长 8%,签约尼日利亚产能 1060 万吨/年水泥项目、巴西产能 880 万吨/年骨料项目两项并购,海外业务版图完善、扩大,其中巴西项目已于 2025 年 3 月完成收购。集团合并热值替代率同比提升 1.7pct 至 21.7%,绿色低碳化保持行业领先地位。盈利预测与投资评级:海外率先布局、并购持续落地彰显公司领先的国际化布局、经营能力。随着国内水泥行业供给自律加强、景气反弹,公司一体化及绿色低碳战略强化竞争力,海外持续拓展,支撑中长期发展动能。暂假设尼日利亚项目 2025 年内完成交割,我们上调 2025-2026 年归母净利润至 27.4/30.6 亿元(前值为 23.5/27.5 亿元),新增 2027 年归母净利润预测为 33.3 亿元,对应市盈率 10/9/8 倍,维持“增持”评级。风险提示:并购完成和时点的不确定性,市场竞争加剧、国内水泥需求超预期下行的风险。

(证券分析师:黄诗涛 证券分析师:石峰源)

中国人寿(601628): 2024 年年报点评:投资收益带动净利润高增长,每股股息提升 51%

投资要点 【事件】中国人寿发布 2024 年业绩:1)归母净利润 1069 亿元,可比口径下同比+131.6%;Q4 单季 24 亿元,同比-77.2%。2)归母净资产 5097 亿元,可比口径下较年初+6.8%,较 Q3 末-10.1%,我们判断主要是由于利率下行准备金多提的影响。3)全年每股股息 0.65 元,同比+51%,分红率为 17%。AH 股最新股息率分别为 1.7%、4.5%。精算假设调整后 EV 仍取得两位数增长。1)投资回报假设由 4.5%下调至 4%,传统险风险贴现率维持 8%不变、分红/万能险由 8%下调至 7.2%。2)假设调整后 EV 为 1.4 万亿元,较年初增长 11.2%。3)NBV 为 337 亿元,假设调整导致绝对值减少 26.4%。可比口径下整体 NBV 同比+24.3%,个险 NBV 同比+18.4%。4)个险 NBV margin 为 25.7%,可比口径下同比+3.8pct,银保渠道非可比口径下同比+13.1pct。我们认为,随着业务结构持续改善、预定利率再调整,NBV margin 有望继续提升。保费:业务结构进一步改善,银保期交下滑而个险稳定增长。1)业务结构持续改善。全年新单保费同比+1.6%,首年期交保费同比+5.8%;其中十年及以上期交保费同比+14.3%,占期交比例同比+3.5pct 至 47.5%。2)个险业务稳健增长。个险、银保首年期交保费分别同比+9.2%、-9.4%,个险十年期及以上期交保费同比+14.3%,占期交比重提升 2.5pct 至 56.4%。我们认为,银保业务承压主要是“报行合一”下的短期影响。3)合同服务边际余额为 7425 亿元,较年初-3.5%。人力:代理人队伍结构优化,人均产能继续提升。1)个险人力 2023 年末、2024H1、2024 年末分别为 63.4 万、62.9 万、61.5 万人,较年初-3.0%,较年中-2.2%。2)个险“6+1”关键举措全面推进,新型营销模式“种子计划”已在 24 个城市启动试点。人力队伍结构优化,优增新人数量同比+29%,绩优人力规模和占比逐步提升。人均产能稳步提高,月人均首年期交保费同比+15%。3)多元人力:银保渠道客户经理 1.9 万人,同比-17%。团险销售人员 3.2 万,同比-14%,人均产能同比+8%。投资:大幅增配债券,总投资收益率显著提升。1)投资资产规模达 6.6 万亿元,较年初+22.1%。2)资产配置上显著增配债券:定期存款和股票投资占比较年初-0.9cpt、-0.4pct

至 6.6%、7.6%，债券和基金占比则分别+4.9pct、+0.8pct 升至 59%、4.6%。3) 净、总投资收益率分别 3.5%、5.5%，非可比口径下同比-0.2pct、+2.9pct。投资收益提升主要是受股市反弹带动，公允价值变动收益高达 1182 亿元，占总投资收益的 38%。盈利预测与投资评级：我们看好公司作为寿险行业龙头的竞争优势，预计伴随公司个险营销转型的深入推进，队伍质态和业绩表现将进一步提升。结合公司 2024 年经营情况，我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 1075/1120/1205 亿元，当前市值对应 2025E EPV 0.71x，仍处低位，维持“买入”评级。风险提示：长端利率趋势性下行；新单保费增长不达预期。

(证券分析师：孙婷 证券分析师：曹锐)

阳光保险 (06963.HK)：2024 年年报点评：利润、NBV 均大幅增长，财险控费成效显著

投资要点 事件：阳光保险发布 2024 年业绩：1) 归母净利润 54.5 亿元，同比+45.8%；其中 24H2 归母净利润 23.1 亿元，同比+174%。2) 归母净资产 621 亿元，较年初+2.7%，较年中+3.1%。3) ROE 8.9%，同比+2.9pct。4) 每股分红 0.19 元，同比+5.6%；分红率超 40%，股息率 6.3%。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%、9.5%下调至 4%、8.5%。1) 24 年末集团、寿险 EV 分别为 1158、933 亿元，同比分别+11.2%、+18.6%。2) 阳光人寿 NBV 51.5 亿元，同比+43.3%；可比口径下阳光人寿 NBV 同比+88%。寿险：业务结构持续改善，人均产能大幅提升。1) 保费：阳光人寿新单保费 306 亿元，同比-7.9%；其中期缴保费 204 亿元，同比+12.6%。个险渠道新单保费 65.4 亿元，同比+34.3%；其中期缴保费同比+39.6%。银保渠道新单保费 202 亿元，同比-20.6%。2) 个险、银保 NBV 分别同比+33.1%、+43.6%。3) 人力：代理人月均人力 5.2 万人，较年初-2.8%，较年中-0.8%；其中活动人均产能 2.5 万元，同比+21.9%。精英队伍人力 2551 人，同比+19%；其中活动人均产能 6.4 万元，同比+29.8%。我们认为，人均产能和精英人力的大幅提升证明公司人力质态得到显著改善，预计未来高质量代理人队伍将继续带动 NBV 增长。财险：控费成效显著，承保综合成本率略有提升。1) 阳光财险承保综合成本率 99.7%，同比+1pct。其中承保综合费用率 31.3%，同比-2.4pct；承保综合赔付率 68.4%，同比+3.4pct。2) 阳光财险原保费收入 478 亿元，同比+8.1%，其中车险/非车险分别同比+2.2%/+16.7%。投资：增配债券、股票，减配现金资产。1) 集团投资资产规模 5486 亿元，较年初+14.3%。债券/股票/现金类资产占比分别为 57.7%/12.3%/2.2%，分别同比+5.7pct/+1.3pct/-3.4pct。2) 全年净投资收益 192 亿元，同比+8.4%；总投资收益 199 亿元，同比+35.8%。净、总、综合投资收益率分别为 4.2%、4.3%、6.5%，同比分别持平、+0.9pct、+3.2pct。盈利预测与投资评级：因持续低利率环境，结合公司 2024 年经营情况，我们下调盈利预测，2025-2027 年归母净利润为 60/56/52 亿元（前值为 73/79/-亿元）。当前市值对应 2025E PB 0.49x、PEV 0.25x，仍处低位。我们看好公司寿险启动“突破城市业务、突破寿险产品”的两突破工程；财险坚持以“三张生命表”与伙伴行动作为核心能力建设的根本抓手，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)

昆仑能源 (00135.HK)：2024 年年度业绩点评：零售气量高增，分红比例持续提升

投资要点 事件：2025/3/25，公司发布 2024 年年度业绩；2024 年公司营收 1870.46 亿元，同增 5.24%；归母净利润 59.6 亿元，同增 4.89%；

宣派股息 15.17 分/股，叠加中期派息，全年派息 31.58 分/股，对应核心利润派息率 43%。零售气量保持同比高增，总部费用&所得税下降带来业绩增长：2024 年公司归母净利润 59.6 亿元，同增 4.9%，符合我们预期；剔除一次性调整因素后，核心利润 63.6 亿元，同增 3.5%。归母净利润增厚 2.78 亿元，主因：1) 板块税前利润同比+0.42 亿元，2) 所得税同比-2.10 亿元。2024 年分业务来看：1) 天然气销售：收入/税前利润同比+8.2%/-1.4%至 1520.90/82.02 亿元，税前利润占比同比-1.2pct 至 64.9%。零售气/批发气量同比+8.1%/+12.9%至 328/214 亿方，剔除加气站影响后零售气量同比增速 12.5%，业务布局向中西部省份拓展，西北/西南零售气量同比+12%/+19.2%；零售气价差 0.47 元/方，同比-0.03 元/方（加气站置出影响），比 2024 上半年 0.45 元/方的价差有改善。公司展望 2025 年零售气量同比增速 8%，新增用户数 60-70 万户。2) LNG 加工与储运：收入/税前利润同比+1.6%/+0.2%至 91.84/36.62 亿元，税前利润占比同比-0.03pct 至 29.0%。其中，接收站处理量同比-2.4%至 159.4 亿方，单位税前利润稳定在 0.22 元/方，税前利润-0.55 亿元至 35.78 亿元；LNG 工厂加工量同比+25.6%至 35.5 亿方，生产负荷率同比+18.6pct 至 64%，主要系母公司委托加工量大幅提升所致，税前利润+0.64 亿元至 0.84 亿元。公司展望 2025 年接收站负荷率 85-90%，LNG 工厂加工量同比增加 7%。3) LPG 销售：LPG 销售量+0.3%至 578.4 万吨，收入/税前利润同比-4.5%/+39.8%至 256.01/7.73 亿元，税前利润占比同比+1.7pct 至 6.1%。公司优化资源配置及市场布局，单吨利润增加。公司展望 2025 年 LPG 销售量 560 万吨。4) 勘探与生产：原油销售量-10%至 829 万桶，收入/税前利润同比-81.2%/-42.8%至 1.71/2.23 亿元，税前利润占比同比-1.3pct 至 1.8%；销量下降主要系 2023 年辽河油田及秘鲁油田勘探合同到期所致。公司展望 2025 年原油权益销售量 800 万桶。5) 总部费用：同比-0.99 亿元至 2.25 亿元。现金流量良好，分红比例持续提升。2024 年公司经营现金流 125.85 亿元，自由现金流 70.44 亿元，同比减少 19.73 亿元。2024 年自由现金流减少的主要原因为公司 2024 年资本开支增加 12.54 亿元至 66.02 亿元，其中关于天然气销售的资本开支增加了 6.33 亿元至 56.64 亿元、关于 LNG 接收站的资本开支增加了 6.22 亿元至 9.38 亿元；随福建接收站 2027 年建成投产，公司资本开支有望回落。公司 2024 年全年每股派息 31.58 分，对应核心利润派息率 43%；根据公司派息计划，2025 年分红比例将进一步提至 45%，根据我们对公司 2025 年的盈利预测，对应股息率 4.2%（估值日期 2025/3/25）。盈利预测与投资评级：公司为城燃龙头，燃气销售主要布局于产业转移的东北、西北地区，气量高速增长；背靠中石油，气源资源有保障，龙头地位稳固。考虑到 2024 年业务板块税前利润不及我们预期，下调 2025-2026 年盈利预测至 61.47/64.69 亿元（原值 65.60/70.60 亿元），引入 2027 年盈利预测 67.96 亿元，2025-2027 年归母净利润同比+3.14%/+5.24%/+5.05%，对应当前 PE10.16/9.65/9.19 倍（估值日期 2025/3/26），维持“买入”评级。风险提示：政策推进不及预期，油气价格大幅波动，汇率变动。

（证券分析师：袁理 证券分析师：谷玥）

颐海国际 (01579.HK): 2024 年业绩公告点评：第三方保持稳健，关联方有望修复

投资要点 事件：2024 年公司实现收入/净利润 65.40/7.39 亿元，同比分别+6.24%/-13.28%，2024H2 收入/净利润分别为 36.05/4.31 亿元，同比分别 2.07%/-12.88%。第三方销量延续增长，产品结构调整致吨价略有承压。2024H2 公司第三方收入同比增长 9%：受小龙虾等单品带

动，中式复调延续增势，但整体均价有所下行，或与推出高性价比产品有关：(1) 2024H2 第三方火锅调味料收入/量/价同比+6.8%/+13.3%/-5.7% (量增主要系牛油火锅底料和火锅蘸料等产品优化)；(2) 复合调味料收入/量/价同比+18.4%/+40.5%/-15.7% (量增主要系小龙虾调味料新品上市及 B 端客户开拓)；(3) 方便速食收入/量/价分别变动+8.7%/+12.9%/-3.7% (量增系新产品上市影响)。关联方自身经营调整，叠加竞争环境影响下、产品适应性降价，2024 年关联方业务量价均有承压：2024H2 关联方收入同比-12.35%；其中火锅调味料收入/量/价同比-18.3%/-8.3%/-10.9%，中式复合调味料收入/量/价同比分别 304.92%/361.38%/-12.26%，方便速食收入/量/价同比分别 44.70%/84.27%/-21.48%。2025 年竞争趋势或延续，公司或跟随调降。2024 年利润端略有承压，受关联方降价+股息预缴税+经销开支略有增加的影响。2024 年公司经销开支同增 20.9%至 7.72 亿元，经销开支占集团收入比重同比提升 2.2pct 至 11.8%，主要系：(1) toB 及海外业务占比提升，带动物流费用增加；(2) 线上特别是抖音渠道费用投放增加，致营销费用上行的影响。随着供应链持续优化，预计 2025 年公司净利率有望保持稳定。机制升级、推新加速、渠道细化，2025 年第三方收入有望维持低双位数增长，关联方有望同比改善：(1) 机制：公司进一步完善合伙人考核机制，将增量利润作为关键激励指标，鼓励市场开拓；(2) 产品：产品项目制下推新明显加速、且不乏亮点，2024 年上新产品超 50 个，牛油火锅底料/番茄火锅底料/小龙虾/酸辣粉收入分别同增 12%/9%/32%/57%；(3) 渠道与新市场：2024Q3 以来公司对于流通渠道的管理进一步细化、积极下沉，同时发展电商 (2024 年电商收入同增 31%)、开拓海外。随着泰国工厂投产，泰国、越南等海外市场收入有望实现高增。盈利预测与投资评级：机制升级、推新加速、渠道细化、海外开拓，第三方表现稳健，期待关联方修复。考虑到关联方降价影响，我们下调 2025-2026 年归母净利润预测至 8.85/9.89 亿元 (原值：9.66/10.64 亿元)，新增 2027 年预测值 10.88 亿元，EPS 分别为 0.85/0.95/1.05 元，对应当前 PE15.24x、13.64x、12.39x，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)

地平线机器人-W (09660.HK)：2024 年业绩点评：业绩超预期，软硬件产品有望持续受益于智驾渗透

投资要点 事件：公司发布 2024 年业绩。2024 年公司实现收入 23.8 亿元，同比+53.6%；净利润 23.5 亿元，同比扭亏，主要系优先股及其他金融负债的公允价值变动 46.8 亿元贡献；经调整经营亏损 15.0 亿元，同比收窄 11.4%。公司业绩超出一致预期。J6 系列完整亮相，持续新增定点+HSD 出货助力长期增长。公司 J6 系列已于 2025M2 量产交付，现于 20+OEM 品牌合作，助力车企“智驾平权”。J6P 已于近期完成投片，计划于 2025Q3 由公司 SuperDrive 全场景智能驾驶解决方案搭载正式量产。具备城市 NOA 能力的 HSD 解决方案已于 2024 年推出，预计将于 2025Q3 量产。2024 年公司为 27 家 OEM (42 个 OEM 品牌) 提供稳定可靠的智驾方案，取得车型定点 100 多款，累计定点 310 多款，有望支撑出货量持续增长。交付量增长强劲，毛利率同比提升。2024 年产品解决方案/授权及服务收入同比 +31.2%/+70.9%至 6.6/16.5 亿元，毛利率同比 +1.7pct/+3.0pct 至 44.7%/92.0%。2024 年产品解决方案交付量达 290 万件，累计交付量达 770 万件。2024 年公司于中国 OEMADAS/OEMAD 市场市占率分别为 40%/+30%+，排名第一/第二。公司指引 25 年 J 系列累计出货量

超 1000 万件。高研发投入强化技术优势，规模效应摊薄费用。2024 年公司研发开支同比+33.4%至 31.6 亿，主要系技术服务采购及研发相关人工开支增长。得益于规模效应摊薄费用，2024 年研发费用率同比-20pct 至 132%、管理费用率同比-2pct 至 27%、销售费用率同比-4pct 至 17%。盈利预测与投资评级：我们认为汽车市场智驾下沉的趋势有望持续并加强，高速、城市 NOA 在各价格段渗透有望超预期，公司 HSD 今年出货后有望助力公司后续成长，我们将公司 2025/2026 年预期收入 30.5/45.8 亿元上调为 36.6/53.7 亿元，并预期公司 2027 年收入为 80.5 亿元，2025 年 3 月 26 日收盘价对应 2025/2026/2027 年对应 PE 分别为 26.1/17.8/11.9 倍，上调至“买入”评级。风险提示：高阶智驾方案落地不及预期，市场竞争加剧，智驾渗透不及预期。

(证券分析师：张良卫 证券分析师：黄细里

研究助理：李博韦 研究助理：孙仁昊)

中国太保 (601601)：2024 年年报点评：每股分红稳中有升，利润、NBV、净资产均大幅增长

投资要点 事件：中国太保发布 2024 年业绩：1) 全年归母净利润 450 亿元，同比+65%；Q4 单季归母净利润 66.5 亿元，同比+62%。2) 归母营运利润 344 亿元，同比+2.5%。3) 归母净资产 2914 亿元，较年初+16.8%，较 Q3 末+6.6%。3) ROE 16.6%，同比+5.2pct。4) 每股分红 1.08 元，同比+6%。按归母净利润口径，分红率 23%，同比-13pct；按营运利润口径，分红率 30%，同比+2.6pct。A、H 股当前股息率分别 3.4%、4.8%。2024 年长期投资回报假设由 4.5%下调至 4%，风险贴现率由 9%分别下调至 8.5%。1) 24 年末集团、寿险 EV 分别为 5621、4218 亿元，分别同比+6.2%、+4.9%。2) 太保寿险 NBV 133 亿元，同比+20.9%；可比口径下 NBV 同比+57.7%。寿险：价值率大幅提升，核心人力企稳。1) 保费：太保寿险新保规模保费同比-4.8%；其中个险/银保占比分别同比+7.7pct/-4.6pct。其中，个险新保期缴 287 亿元，同比+9.7%；银保新保期缴 109 亿元，同比+20.5%。2) 同口径下个险、银保 NBV 分别同比+37%、+135%。3) NBV Margin 16.8%；可比口径下 NBV Margin 22%，同比+8.6pct。其中个险、银保同口径 NBV Margin 分别同比+5.7pct、+9.9pct。4) 人力：月均 18.4 万人，较年初-12%，较年中持平。核心人力月人均首年规模保费 5.4 万元，同比+18%；月人均首年佣金收入 6868 元，同比+7%。我们认为，总人力规模较年中已经企稳，我们看好核心人力产能的持续提升。财险：实现承保盈利，非车保持较快增长。1) 太保产险承保综合成本率 98.6%，同比+0.9pct。其中承保综合费用率、赔付率分别为 27.8%、70.8%，分别同比-0.8pct、+1.7pct。2) 太保产险全年承保利润 26.7 亿元，同比-35.5%。3) 太保产险原保费收入 2012 亿元，同比+6.8%，其中车险、非车险分别同比+3.7%、+10.7%。投资：大幅增配债券，减配非标、基金。1) 集团投资资产规模 27345 亿元，较年初+21.5%。债券、股票、权益基金、非标占比分别为 60.1%、9.3%、1.9%、9.7%，分别同比+8.4pct、+0.9pct、-0.4pct、-3.5pct。2) 全年净投资收益 828 亿元，同比+6.5%；总投资收益 1204 亿元，同比+131%。净、总、综合投资收益率分别为 3.8%、5.6%、6.0%，分别同比-0.2pct、+3pct、+3.3pct。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 491/472/464 亿元（前值为 380/433/-亿元）。当前市值对应 2025E PEV 0.51x、PB 0.93x，仍处低位。我们看好公司以推动高质量发展为主题，不断优化产品结构，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)

小商品城(600415): 2024 年年报业绩点评: 主业利润增速亮眼, 数贸中心进展顺利奠定后续成长性

投资要点 事件: 公司发布 2024 年年度报告。2024 年, 公司实现收入 157 亿元, 同比+39%, 归母净利润 30.74 亿元, 同比+15%, 扣非净利润 29.8 亿元, 同比+21%。公司 2023 年利润基数中投资收益较高(主要来自地产子公司), 扣除这部分利润后, 来自主业的归母净利润为 28.11 亿元/+75%, 表现亮眼。2024Q4 业绩高增: 对应到 2024Q4, 公司实现收入 51.24 亿元, 同比+51%, 归母净利润 7.45 亿元, 同比+107%, 扣非净利润 7.01 亿元, 同比+120%。扣除投资收益后, 主业净利润为 7.27 亿元, 同比+94%。电商平台和跨境支付等新业务业绩取得亮眼增长: ①Chinagoods 电商平台子公司 2024 年实现净利润 1.65 亿元, 2023 年同期为 0.77 亿元。chinagoods 的 AI 产品实现突破, 目前有 AI 视频翻译、店铺助理、AI 设计、独立站、名片、视创等功能, 用户数累计超过 20 万, 深度使用用户订单增加 20%, 有助于平台收入和利润实现持续增长。②跨境支付业务子公司 2024 年实现净利润 6104 万元, 2023 年同期为 1600 万元, 主要受益于支付流水同比+233%达 40 亿美元以上。2025 年计划实现超过 60 亿美元跨境支付结算额, 对应约 50%同比增速。义乌出口高增, 小商品城市场景气度较高: 2024 年, 义乌市实现进出口总额 6,689 亿元, 同比增长 18.2%; 对共建“一带一路”国家合计进出口 4,133 亿元, 占义乌进出口总值的 61.8%, 出口目的地相对分散。义乌国际商贸城日均外商到访超 3900 人次, 同比+17%, 市场景气度热情高涨。看好《义乌深化改革方案》促进义乌市场(尤其是跨境进口)的进一步发展: 2024 年 12 月国务院正式批准《浙江省义乌市深化国际贸易综合改革总体方案》, 根据《方案》要求, 义乌实施进口日用消费品正面清单管理、家电平行进口两项重点改革; 公司目标在 2025 年完成 19 类商品试单并建立配套制度; 三年内逐步将化妆品、保健品等纳入进口正面清单。未来进口业务或成为公司新增长点。全球数贸中心新市场进展顺利, 市场部分有望 10 月开业: 市场板块结顶、已完成行业布局规划, 计划 2025M10 开业; T3-7 写字楼 2024.11 开盘即售罄; 数字大脑、公寓、商业街预计在 2026 年先后完工投运。全球数贸中心预计含 41 万方市场、31 万方写字楼、3.8 万方商业街区、8.4 万方公寓、0.7 万方数字大脑, 体量较大, 我们预计投运后将大幅增厚公司利润。盈利预测与投资评级: 考虑公司新市场开业后, 2025H2 利润或有较大增量, 我们将公司 2025-26 年的归母净利润从 36.2/42.4 亿元上调至 42.3/57.0 亿元, 新增 2027 年预期为 68.25 亿元, 2025-27 年同比+38%/35%/20%, 对应 P/E 为 18/13/11 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 新市场及新业务发展不及预期, 外需疲软, 地缘风险等

(证券分析师: 吴劲草 证券分析师: 阳靖)

中信证券(600030): 2024 年年报点评: 全年业绩稳定增长, Q4 净利润同比增长近 50%

投资要点 事件: 中信证券发布 2024 年业绩: 实现营业收入 637.9 亿元, 同比+6.2%; 归母净利润 217.0 亿元, 同比+10.1%; 对应 EPS 1.41 元, ROE 8.1%, 同比+0.3pct。第四季度实现营业收入 176.5 亿元, 同比+23.7%, 环比+10.6%; 归母净利润 49.0 亿元, 同比+48.3%, 环比-21.3%。四季度交易额大增, 带动单季度经纪业务收入大幅增长; 利息支出同比增加较多, 利息净收入下滑较多。2024 年全市场日均股基交易额 11853 亿元, 同比+23%, 全市场两融余额 18646 亿元, 较年初+13%。此背景下公司经纪业务收入 107.1 亿元, 同比+5%, 4Q 经纪收

入 35.6 亿元，同比+49%；利息净收入 10.84 亿元，同比-73%，主要原因是两融利息收入减少及卖出回购利息支出同比增加。公司两融余额 1383 亿元，同比+16%，市场份额 7.4%，较年初+0.2pct。截至 2024 年末，客户数超 1580 万户，同比+12%，客户资产超 12 万亿元，同比+18%。股权业务承压，但优势地位依然稳固。2024 年实现投行业务收入 41.6 亿元，同比-34%。股权主承销规模 940.9 亿元，尽管同比-61%，但仍排名第 1；其中 IPO 12 家，募资规模 133 亿元；再融资 37 家，承销规模 808 亿元。债券主承销规模 2.1 万亿元，排名第 1；其中地方政府债、金融债、公司债承销规模分别为 5802 亿元、4987 亿元、4846 亿元。截至 2024 年末，IPO 储备项目 20 家，排名第 1，其中两市主板 9 家，北交所 1 家，创业板 6 家，科创板 4 家。资管业务收入小幅增长，华夏基金保持龙头地位。2024 年公司资管业务收入 105.1 亿元，同比+7%。其中私募资产管理业务收入 23.2 亿元，同比+5%，基金管理业务收入 81.8 亿元，同比+7%。公司私募资产管理规模 1.5 万亿元，同比+11%，公司持续推进主动管理转型，私募资管市场份额 13.43%，排行业第一。公司控股子公司华夏基金 2024 年末管理规模 2.5 万亿元，其中公募规模 1.8 万亿元，机构及国际业务规模 0.7 万亿元，ETF 规模保持行业龙头地位。受 9 月以来市场转好，全年投资收益同比增长。2024 年投资净收益（含公允价值）263.5 亿元，同比+21%；第四季度投资净收益（含公允价值）46.8 亿元，同比-23%。截至 2024 年末，公司自营资产规模 5334 亿元，同比+11%，其中固收自营规模 4966 亿元，同比+22%。盈利预测与投资评级：我们调整了对公司的盈利预测，2025-2026 年的归母净利润为 256/261 亿元（前值为 253/307 亿元），预计 2027 年公司归母净利润为 290 亿元，同比+11%，对应 2025-27 年 PB 为 1.30/1.23/1.17 倍。考虑到资本市场改革持续优化，头部券商能更大程度的享受政策红利，中信证券作为龙头券商有望抓住机遇强者恒强，维持“买入”评级。风险提示：交易量持续走低，权益市场波动加剧致投资收益持续下滑。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：何婷）

国航远洋（833171）：2024 年报点评：资产减值及处置损失致业绩略不及预期，2025 年有望高增

投资要点 事件：公司发布 2024 年年报，2024 年实现营业收入 9.36 亿元，同比+5.12%；归母净利润 0.23 亿元，同比+812.45%；扣非归母净利润 0.20 亿元，同比+237.99%，毛利率 20.34%，同比+8.99pct。2024Q4 公司实现营收 2.56 亿元，同比+16.22%，环比+16.84%；归母净利润-0.59 亿元，同比+1021.25%，环比-511.61%；扣非归母净利润-0.36 亿元，同比+194.10%，环比-378.37%；毛利率 20.51%，同比+5.47pct，环比-1.86pct。调整运力至高盈利外贸航线，高价时期锁定长期合同，公司业绩显著增长。分产品来看：2024 年干散货水路运输/燃料油贸易/船舶管理/船用物料配件贸易/办公物业出租分别实现营收 8.95/0.14/0.14/0.12/0.01 亿元，同比+3.62%/+99.02%/+19.78%/+67.53%/-3.43%，毛利率分别为 20.60%/-0.62%/32.21%/12.23%/31.52%，同比+9.57/-4.25/+9.54/-24.21/+0.46pct。分境内外看：公司 2024 年境内/境外营收分别为 3.18/6.18 亿元，同比-17%/+22%，毛利率分别为-8.9%/35.4%，同比-14pct/+19pct，外贸航线营收及盈利增长明显，主要系：1）公司抓住市场行情较好时期，调整运力至外贸航线；2）公司根据市场走势预判，调整运营策略，在年内运价高位时候，锁定了多条船舶长期合同，避开了第四季度运价下行影响。新项目投资致财务费用大幅提升，整体费用率水平略有上升。2024 年公司销售、管理、研发、财务费用率分别为

1.36%/8.27%/0.00%/6.79%，同比+0.1/-1.0/0.0/+4.0pct。2024Q4 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.40%/7.51%/0.00%/6.97%，同比-0.1/-4.4/+0.4/+2.3pct，环比+0.2/-1.1/0.0/-3.4pct。财务费用大幅增加主要系：1) 因新造及融资租赁船舶项目增加，公司本期有息负债增长较快，利息费用增加；2) 上期募集资金定存较多，利息收入冲减了财务费用。运力规模增加叠加新船能耗更低有望推动公司业绩高增。2024 年下半年公司新增 6 艘船舶运力将于 2025 年充分释放，叠加 2025 年有望继续新增 3 艘船舶，运力规模有望大幅提升，新增船舶单船能耗大幅降低，叠加智能化减少人力成本，2025 年公司毛利率有望进一步提升。盈利预测与投资评级：考虑外贸价格略有下行，我们下调 2025 年盈利预测，维持 2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 1.54/2.04/2.66 亿元（2025-2026 年前值为 1.77/2.04 亿元），同比+580%/33%/30%，考虑公司运力规模持续高增，新船投运后盈利有望结构性改善，维持“增持”评级。风险提示：竞争加剧，需求不及预期。

（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：薛路熹 研究助理：武阿兰）

蜜雪集团 (02097.HK)：2024 年业绩点评：利润率显著提升，继续下沉式开店

投资要点 事件：2025 年 3 月 26 日，蜜雪集团发布 2024 年年度业绩公告。2024 年营收为 248.3 亿元，yoy+22.3%；归母净利润为 44.4 亿元，yoy+41.4%。2024 年利润率显著提升：单 Q4 营收为 61.6 亿元，yoy+25%；归母净利润为 9.5 亿元，yoy+29.0%，归母净利率 15.4%。估算 Q4 店均收入增长 7%左右。2024 年毛利率为 32.5%，yoy+2.9pct，系商品销售业务供应链效率提升及部分原材料采购成本下降；销售费用率 6.4%，yoy-0.1pct；管理费用率 3.0%，同比持平；归母净利率 17.9%，yoy+2.4pct。商品销售同增 22%，单店收入同降 1%：分业务来看，2024 年商品销售收入为 234.5 亿元，yoy+22%，占比 94.5%，对应平均每家门店收入 50.5 万元，yoy-1%；商品销售毛利率为 31.6%，yoy+2.8pct。设备销售收入为 7.6 亿元，yoy+3%，占比 3.2%。加盟服务收入为 5.8 亿元，占比 2.3%，yoy+54%；。2024 年内地门店同增 25%：截至 2024 年底，中国内地有 4.16 万家门店，yoy+25%；海外门店 4895 家，yoy+13%；其中内地门店结构一线/新一线/二线/三线及以下分别占比 4.8%/19.6%/18.2%/57.4%。2024 年内开业门店数 10555 家，关闭门店数 1609 家，净开店 8946 家。盈利预测与投资评级：蜜雪集团作为平价现制饮品龙头，自建端对端全流程供应链体系打造核心壁垒，IP 化品牌营销塑造品牌心智。公司以加盟模式深耕下沉市场，推进品牌出海，持续巩固行业地位。上调 2025/2026 年、新增 2027 年盈利预测，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 53.7/60.9/68.8 亿元（2025/2026 年前值为 51.2/59.4 亿元），对应 PE 为 27/24/21 倍，维持“买入”评级。风险提示：市场竞争加剧，消费需求增长不足，海外门店扩张不及预期，品牌价值和形象受损。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：苏铖 证

券分析师：石旂瑄 研究助理：王琳婧）

三花智控 (002050)：2024 年年报点评：24Q4 营收超预期，人形机器人量产可期

投资要点 24 年营收同比+14%、归母净利润+6%、收入超预期、利润符合预期。公司 24 年营收 279.5 亿元，同比+14%，归母净利润 31 亿元，同比+6%，扣非净利润 31 亿元，同比+7%；其中，24Q4 营收 73.8 亿元，同比+32%，归母净利润 8 亿元，同比+4.7%，扣非净利润 8.7

亿元，同比+25.3%，其中 Q4 公允价值变动-1.1 亿，扣除该影响，业绩符合市场预期。汽零稳健增长、热泵化&集成化带动利润率微增。24 年汽零收入 114 亿元，同比+15%，毛利率 27.6%，同比+0.5pct；归母净利润 15 亿元左右，同比+5%。Q4 汽零收入 32.8 亿，同环比+38%/+21%，利润我们预计为 4.5 亿元，净利率维持 13-14%。24 年国内客户如华为、小米、理想、比亚迪等高增，对冲特斯拉及欧美客户增长放缓。展望 25 年，特斯拉企稳，欧洲定点进入收获期，国内增势持续，全年板块收入我们预计维持同比增长 20%+。传统制冷 Q4 收入超预期、海外需求好于国内。24 年制冷板块收入 166 亿元，同比+13%，归母净利润 16 亿元+，同比+7%，毛利率 27.4%，同比-0.6pct。其中 Q4 收入我们预计 41 亿，同环比+28%/-2%，利润我们预计 4 亿+（扣除公允价值波动影响）。24 年我国家用空调产量 2.0 亿台，同比+20%，内销受益于国补、以旧换新等带动需求，同比+5%，外销受益于全球需求持续回暖、新兴市场增长显著及外资提前备货，同比+36%，需求超预期。展望 25 年，国内外需求持稳，全年板块收入我们预计同比+5~10%。人形元年已至、放量在即、公司利润弹性巨大。海外龙头已开始量产人形机器人，25-26 年预计 0.5/5 万台，27 年有望达到 50-100 万台。公司聚焦执行器，配合客户进行全系列产品研发、试制、迭代、送样，并在执行器关键零部件上持续加大开发力度并积极布局海外生产，构筑强劲先发优势，获得主供地位确定性强。按照客户量产 100 万台计划测算，假设大规模量产下执行器总成单机 5 万元，净利率平均达 10%，可为公司贡献 35 亿利润弹性。同时集团再研灵巧手，后续有望拓宽产品类别。Q4 净利率稳定、经营性现金流大幅改善。24 年/24Q4 毛利率为 27.5%/26.8%，同比-0.4/-2.4pct，销售净利率为 11.1%/10.7%，同比-0.8/-2.5pct；期间费用率为 13.6%/12.9%，同比+0.7/-1.2pct，其中 Q4 管理/研发费用率 4.8%/4.9%，同比-3/+3pct。Q4 末存货/固定资产 53/98 亿，较年初+15%/+27%，Q4 在建工程转固明显。Q4 经营活动现金流 23.7 亿，同比+74%，24 年为 44 亿，同比+17%。24 年资本开支 31.8 亿，同比+48%。盈利预测与投资评级：我们维持 25-26 年归母净利润分别为 38.1/46.2 亿元，预计 27 年为 64.7 亿元，同比+23%/+21%/+40%，对应 PE 分别为 29、24、17x，考虑到公司传统业务稳健，人形机器人业务带来巨大弹性，给予 25 年 50x PE，对应目标价 51.0 元，维持“买入”评级。风险提示：人形机器人推广不及预期，竞争加剧。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕
 证券分析师：谢哲栋 研究助理：许钧赫）

华润置地（01109.HK）：2024 年业绩公告点评：多元驱动营收增长，“大资管”平台搭建完善

投资要点 事件：公司发布 2024 年业绩公告，全年实现营收 2788.0 亿元，同比增长 11.0%；核心净利润 254.2 亿元，同比下降 18.5%。营业收入稳健增长，多因素影响业绩表现。2024 年公司营业收入同比增长 11.0%，其中房地产开发销售业务/经营性不动产业务/轻资产管理业务/生态圈要素型业务分别实现营业收入 2371.5 亿元/233.0 亿元/121.3 亿元/62.2 亿元/，分别同比增长 11.8%/4.8%/14.0%/0.5%。公司营业收入同比正增而归母净利润下滑的原因为：1）公司综合毛利率下降 3.5pct 至 21.6%；2）应占合营企业投资收益同比减少 28.0 亿元；3）财务费用同比增加 14.4 亿元。销售排名跃居行业前三，一二线投资占比超九成。2024 年公司签约销售额 2611 亿元，约占全国商品房销售总额的 2.7%，行业排名跃升至 TOP3 梯队，在 25 个城市市占率稳居前五。公司坚持量入为出的投资原则，2024 年获取项目 29 个，

权益投资额 526 亿元，投资强度保持行业前三，其中一二线投资占比 94%，有效补充了核心城市的优质土储，为公司销售规模的平稳发展提供了坚实基础。经营性不动产业务提质增效，资管业务加速打造第二增长曲线。2024 年公司购物中心实现零售额 1953 亿元，约占全国社会消费品零售总额的 0.4%，整体经营利润率 61%，创历史新高。截至 2024 年底，公司在营购物中心 92 座，全年新开购物中心 16 座，平均开业率超 95%。在市场承压及竞争加剧的环境下，公司写字楼平均出租率 75%，保持行业领先水平。酒店业务全年实现营收 20.7 亿元，区域竞争优势持续巩固。2024 年公司资管业务规模达 4621 亿元，成功发行以青岛万象城为底层资产的消费基础设施类 REITs，公司资管平台已初步搭建，持有优质资产众多，逐步向大资管业务转型，打造业绩增长第二曲线。随经营性不动产业务及资管业务的逐步发展，其有望成为公司业绩和长期稳定现金流的主要贡献来源。账面资金充裕，融资成本压降。截至 2024 年底，公司现金储备 1332.1 亿元，同比增长 16.5%，净有息负债率同比下降 0.7pct 至 31.9%，加权融资成本同比下降 45bp 至 3.1%，维持行业最低水平。盈利预测与投资评级：公司央企背景禀赋优势，房地产开发业务聚焦高能级城市；经营性不动产业务提质增效；资产管理业务向大资管业务转型，稳中求进，我们预计公司未来业绩稳中有升。考虑到近年来房地产市场下行以及行业竞争加剧，我们下调公司 2025/2026 年归母净利润为 284.3/313.9 亿元（原值为 341.0/359.8 亿元），预测 2027 年归母净利润为 341.1 亿元，对应的 EPS 为 3.99 元/4.40 元/4.78 元，对应的 PE 分别为 5.9X/5.3X/4.9X，维持“买入”评级。风险提示：房地产行业景气度持续下行风险；调控政策放松不及预期、收紧超预期。

（证券分析师：房诚琦）

航天电子（600879）：2024 年报点评：完成航天电工 51%股权转让，盈利能力显著提升

事件：公司发布 2024 年报，2024 年实现营业收入 142.80 亿元，同比-23.75%；归母净利润 5.48 亿元，同比+4.42%。投资要点 集中主业深入航天电子业务，航天电工不再纳入合并范围：2024 年，航天电子实现营业收入 142.80 亿元，较上年同期的 187.27 亿元下降 23.75%；归属于上市公司股东的净利润为 5.48 亿元，较上年同期增长 4.42%。公司营收下降主要是航天产品交付比上年同期减少以及电线电缆业务收入减少，该业务于 2024 年 8 月起不再纳入合并报表。净利润增长得益于转让航天电工股权带来的投资收益。公司经营活动产生的现金流量净额为 -4.03 亿元，较上期发生额的 -10.20 亿元同比增长 60.53%，主要是购买商品、接受劳务的现金流出减少。净利润增长则主要得益于转让航天电工股权带来的投资收益大幅增加。此外，公司加强成本控制，使得销售费用、管理费用和财务费用均有所减少，进一步提升了净利润水平。无人系统领域取得显著进展，其研发的“鸿栅”自主任务系统持续迭代升级：2024 年，航天电子在技术创新方面取得了显著进展。公司在无人系统领域持续加快无人体系核心技术研发，突破了自主规划与博弈决策、分布式跨域协同自主认知等关键技术，自主研发的“鸿栅”自主任务系统持续迭代升级。同时，在地面测控、卫星测控、低轨激光通信终端、多表冗余光纤惯组、机电组件产品等多个技术领域也实现了重要突破，全年申请专利 275 件，授权专利 219 件。这些技术突破和产品积累为公司未来在航天电子信息、无人系统装备等领域的发展奠定了坚实基础。完成航天电工 51%股权转让，积极推进多个科研生产项目：公司完成了航天电工 51%股权转让事宜，标志着公司产业结构调整的重大突破，使公司主业更加聚

焦于航天电子信息及无人系统产品研发、生产领域。公司对时代民芯、飞鸿能源动力等子公司实施增资，增强子公司资本实力，支持其业务发展。此外，公司还积极推进多个科研生产项目的实施，包括航天飞鸿公司 FH-96V 舰载复合翼无人机首批批产产品完成验收、星载微波激光复合探测雷达通过结题验收等。 盈利预测与投资评级：公司业绩符合市场预期，考虑到公司在业务上的持续调整，我们下调先前的预测，预计公司 2025-2026 年归母净利润预测分别为 7.35/9.58 亿元，前值 8.82/10.27 亿元，新增 2027 年预测 12.33 亿元，对应 PE 分别 42/33/25 倍，但考虑到公司在航天电子领域的领先卡位，因此维持“买入”评级。 风险提示：1) 市场风险；2) 营运资金周转风险；3) 利润下降风险；4) 产品研发风险。

(证券分析师：苏立赞 证券分析师：许牧 研究助理：高正泰)

免责声明

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

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

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

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

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

东吴证券投资评级标准

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

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>