

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-03-27

宏观策略

2025 年 03 月 27 日

晨会编辑 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

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。

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

科伦博泰生物-B (06990.HK): 2024 年业绩公告点评: 业绩符合预期, 多款产品商业化放量在即, 创新驱动持续向上

科伦博泰国内商业化进程全面启动, BIC 产品的临床数据持续验证优越性, 海外注册临床研究持续推进, 我们将 2025-2026 年的营收分别从 14.5/20.0 亿元上调至 17.8/35.6 亿元, 预计 2027 年营收为 58.9 元。维持“买入”评级。

中材国际 (600970): 2024 年年报点评: 经营逆势保持平稳, 结构转型亮点显现

Q4 营收逆势保持平稳, 境外工程、运维业务表现亮眼。(1) 2024 全年工程/装备/运维分别实现收入 271.25/62.13/129.20 亿元, 同比分别+1.7%/-13.4%/+21.9%, 占公司营收比重分别为 58.8%/13.5%/28.0%; 2024 全年境内外主营业务分别实现收入 236.48/222.68 亿元, 同比分别-7.2%/+10.9%, 占公司营收比重分别为 51.3%/48.3%, 其中境外工程收入 160.39 亿元, 同比+12.2%, 有效对冲了境内工程市场的下行。(2) 公司 Q4 单季实现营收 143.96 亿元, 同比+0.7%, 在境内市场拖累下保持平稳, 在手订单结转有所加快。毛利率延续改善趋势, 运维业务毛利贡献显著提升。(1) 公司全年毛利率为 19.6%, 同比提升 0.2pct, 主要因工程业务毛利率延续改善趋势, 以及运维业务收入占比的提升, 反映公司深化内部协同、持续优化效率的效果。(2) 分业务来看, 全年工程/装备/运维毛利率分别为 16.0%/22.8%/21.5%, 同比分别+0.2pct/-2.7pct/-0.3pct, 工程/装备/运维业务在公司毛利中的占比分别为 47.8%/15.7%/30.7%, 同比分别+0.7pct/-4.9pct/+4.7pct。(3) 公司全年期间费用率为 10.8%, 同比增加 0.2pct, 基本保持平稳。(4) 此外, 公司 2024 年计提资产减值损失 2.79 亿元, 同比增加 0.61 亿元, 投资净收益同比增加 0.87 亿元至 0.55 亿元, 主要得益于中材水泥的贡献。盈利预测与投资评级: 公司立足水泥工程产业链优势, 装备、运维业务形成新增长极, 一核双驱+国际化打开长期成长空间, 积极提升分红回报股东。基于国内水泥市场拖累、在手订单执行进度影响, 我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测至 31.9/35.2 亿元 (前值 36.8/41.9 亿元), 新增 2027 年归母净利润预测 38.2 亿元, 对应市盈率 8/8/7 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 水泥工程需求不及预期、订单转化不及预期的风险、业务结构优化调整速度不及预期、海外经营风险。

2024 年报点评: 油价震荡下行公司业绩承压, 高分红回馈股东

盈利预测与投资评级: 根据公司稳油增气战略的推进情况, 以及成品油需求情况, 我们调整 2025-2026 年归母净利润分别至 546、603 亿元 (此前预计 2025-2026 年归母净利润分别 600、630 亿元), 新增 2027 年归母净利润 655 亿元。根据 2025 年 3 月 25 日收盘价, 对应 A 股 PE 分别 12.8、11.6、10.7 倍, 对应 H 股 PE 分别 9.1、8.2、7.6 倍。我们看好油价基本见底下, 公司下游炼化板块盈利提升, 且公司炼化一体化产业链优势明显, 维持“买入”评级。风险提示: 地缘政治风险; 宏观经济波动; 成品油需求复苏不及预期。

璞泰来 (603659): 发布 25 年股权激励草案, 业绩考核目标超预期彰显管理层信心

投资建议：24 年负极业务盈利承压，考虑公司负极业务拐点将至，调整公司 24-26 年归母净利 15.3/25.1/33.2 亿（原预期 16.8/22.0/28.1 亿），同比-20%/+65%/+32%，对应 PE 为 27x/16x/12x，给予 25 年 25x PE，目标价 29.3 元，维持“买入”评级。风险提示：销量和盈利水平不及预期，行业竞争加剧 价格下降超预期。

新宙邦（300037）：2024 年年报点评：Q4 业绩略低于预期，25 年氟化工+电解液拐点将至

盈利预测与投资评级：考虑海德福产能爬坡导致亏损，下修公司 25-27 年归母净利至 13.1/16.2/20 亿（原 25-26 年预期 14.4/20 亿），同比+39%/+23%/+24%，对应 PE 为 19x/15x/12x，考虑公司氟化工可贡献高增长，给予 25 年 30x PE，目标价 52.2 元，维持“买入”评级。风险提示：销量和盈利水平不及预期，氟化工需求不及预期，地缘政治风险。

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

科伦博泰生物-B (06990.HK): 2024 年业绩公告点评: 业绩符合预期, 多款产品商业化放量在即, 创新驱动持续向上

投资要点 事件: 科伦博泰 2024 年全年收入 19.3 亿元 (人民币, 下同), 同比增长 25.5%; 毛利达 12.74 亿元, 同比增长 67.8%, 调整后年度亏损同比大幅收窄 73.7%至 1.18 亿元, 经营效率显著优化; 全年研发费用 12.06 亿元, 同比增长 17%。截至 2024 年末, 公司现金及金融资产规模突破 30.76 亿元, 同比增长 21.6%, 现金储备充裕。多款产品今年商业化, 业绩有望迎来迅速放量: 芦康沙妥珠单抗 (TROP2 ADC, SKB264) 2L+TNBC 与 3L+EGFRm NSCLC 中国顺利获批上市, 2L EGFRm NSCLC 已申报; 博度曲妥珠单抗 (HER2 ADC, A166) 3L HER2 +BC 预计 25 年 Q2 获批, 2L HER2 +BC 已申报; 塔戈利单抗 (PD-L1, A167) 3L 及 1L 鼻咽癌获批, 后续有望与 ADC 联用拓宽适应症; 西妥昔单抗生物类似物 (A140) 1L RASwt mCRC 已获批上市, 四款核心产品上市有望大幅增强公司盈利能力。芦康沙妥珠单抗 25 年 3 月国内末线 NSCLC 顺利获批: 芦康沙妥珠单抗是全球首款在肺癌适应症的获批上市的 Trop2 ADC, 也是公司继 2L+TNBC 获批以来国内获批的第 2 个适应症, 预计今年参加医保谈判。此次批准是基于一项多中心、随机、对照关键临床研究 (OptiTROP-Lung03), 评估

SKB264 Q2W 5mg/kg 静脉注射对比多西他赛用于治疗经 EGFR-TKI 和含铂化疗治疗失败的局部晚期或转移性 EGFR 突变 NSCLC 患者的有效性和安全性。预设的期中分析结果显示，与多西他赛相比，SKB264 单药在 ORR、PFS 和 OS 方面具有显著统计学意义和临床意义的改善，相关结果预计将于 25 年 ASCO 大会进行发表。芦康沙妥珠单抗临床进展顺利，国内海外同步加速推进中：芦康沙妥珠单抗国内注册临床包含 3 个肺癌注册临床（联用 K 药治疗 1L EGFRwt NSCLC PD-L1 TPS $\geq 1\%$ ；联用 K 药针对 1L EGFRwt non-sq PD-L1(-) NSCLC；联用奥希替尼 1L EGFRmt non-sq NSCLC）和 2 个乳腺癌注册临床（1L TNBC；2L+HR+/HER2-BC）；默沙东已开启 12 个海外临床，全面覆盖了肺癌 5 个细分适应症（联合 K 药新辅助 II-IIIb NSCLC、联合 K 药治疗 1L PD-L1 高表达、单药治疗 EGFR TKI 耐药的 2L/3L 突变型、单药对照标准化疗治疗 2L+EGFRm 非鳞癌、联合 K 药维持治疗 1L 鳞癌）、乳腺癌 2 个细分适应症（联合 K 药治疗术后未达 pCR 的 TNBC 及 1L TNBC、单药治疗 2L+HR+/HER2-BC）、2L+子宫内膜癌、2L 宫颈癌、3L+胃食管腺癌、铂敏感复发性卵巢癌等，海外里程碑收入持续兑现。盈利预测与投资评级：公司国内商业化进程全面启动，BIC 产品的临床数据持续验证优越性，海外注册临床研究持续推进，我们将 2025-2026 年的营收分别从 14.5/20.0 亿元上调至 17.8/35.6 亿元，预计 2027 年营收为 58.9 亿元。维持“买入”评级。风险提示：新药研发及审批进展不及预期，药品销售不及预期，产品竞争格局加剧，政策的不确定性，全球业务相关风险，人才流失风险等。

（证券分析师：朱国广 证券分析师：张翀翀）

中材国际（600970）：2024 年年报点评：经营逆势保持平稳，结构转型亮点显现

投资要点 公司披露 2024 年年报，全年实现营业总收入 461.27 亿元，同比+0.7%，实现归母净利润 29.83 亿元，同比+2.3%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 4.5 元（含税）。Q4 营收逆势保持平稳，境外工程、运维业务表现亮眼。（1）2024 全年工程/装备/运维分别实现收入 271.25/62.13/129.20 亿元，同比分别+1.7%/-13.4%/+21.9%，占公司营收比重分别为 58.8%/13.5%/28.0%；2024 全年境内外主营业务分别实现收入 236.48/222.68 亿元，同比分别-7.2%/+10.9%，占公司营收比重分别为 51.3%/48.3%，其中境外工程收入 160.39 亿元，同比+12.2%，有效对冲了境内工程市场的下行。（2）公司 Q4 单季实现营收 143.96 亿元，同比+0.7%，在境内市场拖累下保持平稳，在手订单结转有所加快。毛利率延续改善趋势，运维业务毛利贡献显著提升。（1）公司全年毛利率为 19.6%，同比提升 0.2pct，主要因工程业务毛利率延续改善趋势，以及运维业务收入占比的提升，反映公司深化内部协同、持续优化效率的效果。（2）分业务来看，全年工程/装备/运维毛利率分别为 16.0%/22.8%/21.5%，同比分别+0.2pct/-2.7pct/-0.3pct，工程/装备/运维业务在公司毛利中的占比分别为 47.8%/15.7%/30.7%，同比分别+0.7pct/-4.9pct/+4.7pct。（3）公司全年期间费用率为 10.8%，同比增加 0.2pct，基本保持平稳。（4）此外，公司 2024 年计提资产减值损失 2.79 亿元，同比增加 0.61 亿元，投资净收益同比增加 0.87 亿元至 0.55 亿元，主要得益于中材水泥的贡献。经营活动现金流承压，负债率有所下降。（1）公司全年经营活动产生的现金流量净额为 22.90 亿元，同比-35.2%，主要是水泥市场效益下滑影响业主结算及回款进度，经营性应收科目余额增长较多所致。（2）公司全年收现比为 79.7%，同比-2.2pct，付现比为 73.5%，同比-1.1pct。（3）公司年末资产负债率

为 61.3%，同比下降 0.8pct。2024 年 Q4 新签订单增速加快，支撑公司中长期稳健增长。公司 2024 年 Q4 新签订单同比增长 13%，较前三季度显著加快，得益于工程订单的加速以及海外装备订单的突破，运维保持稳定增长，反映公司两外拓展成效。公司 2024 年境外业务占装备收入比重提升至 36%，外行业占装备收入比重提升至 37%。2024 年末未完合同额 597.18 亿元，同比+1%。盈利预测与投资评级：公司立足水泥工程产业链优势，装备、运维业务形成新增长极，一核双驱+国际化打开长期成长空间，积极提升分红回报股东。基于国内水泥市场拖累、在手订单执行进度影响，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测至 31.9/35.2 亿元（前值 36.8/41.9 亿元），新增 2027 年归母净利润预测 38.2 亿元，对应市盈率 8/8/7 倍，维持“买入”评级。风险提示：水泥工程需求不及预期、订单转化不及预期的风险、业务结构优化调整速度不及预期、海外经营风险。

（证券分析师：黄诗涛 证券分析师：石峰源）

2024 年报点评：油价震荡下行公司业绩承压，高分红回馈股东

投资要点 事件：2024 年，公司实现营业收入 30746 亿元（同比-4%），归母净利润 503 亿元（同比-17%），扣非归母净利润 481 亿元（同比-21%）。其中，2024Q4 实现营业收入 7080.2 亿元（同比-4.6%，环比-10.4%），归母净利润 60.7 亿元（同比-19.1%，环比-29%），扣非归母净利润 40.9 亿元（同比-60.7%，环比-51.2%）。上游板块盈利增加：2024 年，勘探及开发板块经营利润 491 亿元，同比+111 亿元（同比+29%）。（1）价：2024 年，油实现价格为 72.5 美元/桶（同比-1.7%）；气实现价格从 1.78 元/方上升到 1.8 元/方（同比+1.5%）。（2）量：油气产量增速超 24 年目标，2024 年，油气当量产量 515 百万桶油当量（同比+2.2%，24 年目标是同比+1%），其中石油净产量 282 百万桶（同比+0.4%，24 年目标是同比+0.5%），天然气 396 亿立方米（同比+4.6%，24 年目标是同比+3%）。下游炼油&化工板块景气度尚未恢复：（1）炼油：2024 年，炼油板块经营利润 63 亿元，同比-131 亿元（同比-67%），主要系成品油价格随原油价格下降，以及柴油销量减少。成品油产量 15349 万吨，同比-251 万吨（同比-2%）。（2）化工：2024 年，化工板块经营利润-140 亿元，同比-38 亿元。成品油销售板块盈利下降：2024 年，营销及分销板块经营利润 177 亿元，同比-78 亿元（同比-31%），主要系柴油消费疲弱，以及电动汽车快速发展，替代部分汽油需求。受出行需求恢复，航煤消费量增加；成品油总销量 23933 万吨，同比+28 万吨（同比持平）。公司注重股东回报：公司 2024 年净利润 503 亿元，2024 年全年派息 0.286 元/股，现金分红 347 亿元，以其他方式（如回购）的现金分红 21 亿元，合计分红 369 亿元，派息率约 73%，按 2025 年 3 月 25 日收盘价，中石化 A 股股息率为 5.3%；中石化 H 股税前股息率为 8.1%，按 20%扣税，中石化 H 股税后股息率为 6.4%。盈利预测与投资评级：根据公司稳油增气战略的推进情况，以及成品油需求情况，我们调整 2025-2026 年归母净利润分别至 546、603 亿元（此前预计 2025-2026 年归母净利润分别 600、630 亿元），新增 2027 年归母净利润 655 亿元。根据 2025 年 3 月 25 日收盘价，对应 A 股 PE 分别 12.8、11.6、10.7 倍，对应 H 股 PE 分别 9.1、8.2、7.6 倍。我们看好油价基本见底下，公司下游炼化板块盈利提升，且公司炼化一体化产业链优势明显，维持“买入”评级。风险提示：地缘政治风险；宏观经济波动；成品油需求复苏不及预期。

（证券分析师：陈淑嫻 研究助理：周少玟）

璞泰来（603659）：发布 25 年股权激励草案，业绩考核目标超预期彰

显管理层信心

投资要点 事件: 公司发布 25 年股票期权激励计划草案, 拟向不超过 874 名对象授予股票期权 3200 万份, 约占总股本 1.5%。其中, 首次授予 2848 万份, 预留授予 352 万份。计划首次授予部分股票期权的行权价格为每股 15.43 元, 对应 25-28 年股权激励费用分别为 0.5/0.49/0.2/0.05 亿元。 公司目标利润 3 年维持同比 30% 增长、超市场预期: 业绩考核目标 25-27 年归母净利分别为 23/30/39 亿元, 按照我们 24 年盈利预测计算, 同比增长 51%/30%/30%, 业绩考核目标增速好于行业, 超市场预期, 充分彰显公司管理层信心。 负极新产能投产拐点将至、盈利恢复带动公司业绩高增长。负极端, 我们预计公司 24 年全年出货 13-14 万吨, 同降 10%, 25 年起公司四川一期 10 万吨产能陆续投产, 出货我们预计 20-25 万吨, 同增 50%+, 盈利端, 一方面四川产能成本接近行业领先水平, 并且公司原材料针状焦占比较多成本上涨压力较小, 我们预计充分受益于负极涨价落地, 我们预计 25 年负极单吨净利可扭亏为盈, 贡献 2 亿+利润; 26 年起有望单吨净利进一步提升, 且新产能释放出货维持高增长, 贡献主要盈利弹性。此外公司布局新型 CVD 硅碳, 我们预计 25 年有效产能 500 吨, 动力客户开始放量, 年底产能达 1500 吨, 26 年增长明显, 单吨盈利可观, 贡献业绩增量。 隔膜、设备及 PVDF 稳定贡献利润增量。涂覆膜稳定量增, 我们预计 25 年出货 90-100 亿平, 贡献 15-18 亿利润, 我们预计 26-27 年单位盈利稳定, 出货稳定 20% 左右增长; 我们预计设备 25 年贡献利润 2 亿元左右, 26-27 年预计基本稳定。我们预计 PVDF 及 PAA 等贡献 2.5 亿元左右利润。 投资建议: 24 年负极业务盈利承压, 考虑公司负极业务拐点将至, 调整公司 24-26 年归母净利 15.3/25.1/33.2 亿 (原预期 16.8/22.0/28.1 亿), 同比-20%/+65%/+32%, 对应 PE 为 27x/16x/12x, 给予 25 年 25x PE, 目标价 29.3 元, 维持“买入”评级。 风险提示: 销量和盈利水平不及预期, 行业竞争加剧 价格下降超预期。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 阮巧燕
证券分析师: 岳斯瑶)

新宙邦 (300037): 2024 年年报点评: Q4 业绩略低于预期, 25 年氟化工+电解液拐点将至

投资要点 业绩略低于市场预期。公司 24 年全年营收 78.5 亿元, 同增 5%, 归母净利润 9.4 亿元, 同减 7%, 扣非归母净利润 9.5 亿元, 同减 1%, 毛利率 26%, 同减 2.5pct, 归母净利率 12%, 同减 1.5pct; 其中 24Q4 营收 21.8 亿元, 同环比+15%/+5%, 归母净利润 2.4 亿元, 同环比+12%/-16%, 扣非归母净利润 2.4 亿元, 同环比+16%/-11%, 毛利率 25%, 同环比-1.1/-0.8pct, 归母净利率 11%, 同环比-0.2/-2.7pct。24 年出货量亮眼、布局六氟有望贡献盈利弹性。我们预计 24 年全年电解液出货约 19-20 万吨, 同增 40%+, 增速好于行业平均, 其中 Q4 出货量 5.5 万吨左右, 环比持平, 25 年美国电池客户开始起量, 我们预计出货维持 30% 增长。盈利看, 我们预计 Q4 电解液贡献约 0.2 亿元+利润, 单吨微利, 我们预计 24 全年贡献 0.6 亿元左右利润, 25 年海外份额有望提高, 改善盈利, 此外公司收购 42% 石磊股权, 当前 1.5 万吨六氟产能可实现自供, 满足公司 40-50% 电解液需求, 后续六氟涨价有望贡献业绩弹性。 氟化工 Q4 利润环比下滑、电容器和半导体稳健增长。我们预计氟化工 24 年贡献利润 7 亿元左右 (其中海斯福盈利 8.1 亿元, 海德福亏损 1.1 亿), 同比持平, 其中 Q4 利润 1.5-2 亿元, 环比下降, 25 年海德福预计扭亏, 氟化工预计增长 30%+ 贡献 9-10 亿利润。电容器和半导体化学品我们预计全年贡献 1.5-2 亿元利润,

其中 Q4 合计贡献利润约 0.5 亿元，环比持平。费用管控良好、Q4 现金流亮眼。公司 24 年全年期间费用 9.3 亿元，同减 5%，费用率 12%，同减 1.2pct，其中 Q4 期间费用 2.4 亿元，同环比-4%/+26%，费用率 11%，同环比-2.2/+1.9pct；24 年经营性净现金流 8.2 亿元，同减 76%，其中 Q4 经营性现金流 10.1 亿元，同环比+7%/+1403%；24 年资本开支 11.3 亿元，同减 37%，其中 Q4 资本开支 2.6 亿元，同环比-37%/-4%；24Q4 末存货 10 亿元，较年初上升 10%，较 Q3 末下降 5%。盈利预测与投资评级：考虑海德福产能爬坡导致亏损，下修公司 25-27 年归母净利至 13.1/16.2/20 亿（原 25-26 年预期 14.4/20 亿），同比 +39%/+23%/+24%，对应 PE 为 19x/15x/12x，考虑公司氟化工可贡献高增长，给予 25 年 30x PE，目标价 52.2 元，维持“买入”评级。风险提示：销量和盈利水平不及预期，氟化工需求不及预期，地缘政治风险。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕
证券分析师：岳斯瑶）

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>