

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-03-26

宏观策略

2025 年 03 月 26 日

宏观点评 20250324: 权益市场风格如何切换?

在 2 月科技板块交易拥挤度连续达到历史极值的情况下, 短期内市场交易情绪较为脆弱, 负面事件容易成为估值压力释放的导火索。临近 4 月初, 海外基本面变化及加关税预期再起, 海外市场出现连续大幅调整, 情绪传导影响港股、A 股市场风险偏好。 资金行为来看, 成交额成为市场短期交易的重要指引因素, 换手率和成交额均值的持续下行反应出资金面的分歧, 即使市场指数出现了突破式上涨, 但上涨的当日未见明显的成交额突破。从行业来看, 各板块无论是否突破前高, 都出现了明显的成交额收缩, 说明行业上行的动力有待加强, 短期市场进入蓄势期。本轮行情的结构性特征较为明显, 因此, 近期市场变化的方向也更倾向于结构性轮动调整。目前, 市场大盘相对小盘表现有所提升, 也说明场内资金风格在逐步向变化, 近期市场风格可能由结构性上涨进入再均衡的阶段。 轮动变化的节奏来看, 当前资金形态和风格节奏与 2024 年末的风格轮动或有类似。初期均已 TMT 板块表现为主, 随后在量能逐步收窄的过程中, 向上游资源、金融轮换, 短期再向轮动向消费、制造板块和 TMT 相对强势的板块略反弹, 最后恢复至资源和金融和板块。参考 2024 年末的市场变化, 当前宏观经济基本面相对 2024 年末并未发生根本性改变, 而产业预期相对年末的提升已随着估值提升在价格修复中有所反应, 因此, 后续的行业轮动变化的节奏可能延续前期的资金端行为主导, 经历过 TMT 板块的提升后, 逐步向高股息、稳定板块切换。 在结构性行情的指引下, 大盘指数的进一步上行需要其他板块共同推动, 当前国内其他板块目前也同时存在边际的变化, 如房地产的成交和房价数据暂时企稳, 基建相关材料行业的开工率较高, 商品消费数据在政策支持下快速增长。如果房地产板块能实现止跌企稳, 叠加其他内需部分共同发力, 当前高股息、地产链、大金融等本轮未明显上涨、相对估值处于低位、赔率较高的板块有望成为下一轮上行的驱动力, 为后续市场的全面上行积蓄能量。 风险提示: 经济数据改善节奏不及预期, 海外关税超预期征收, 地缘政治风险, 国内科技产业业绩落地不及预期

宏观量化经济指数周报 20250323: 结构性“降息”也是“降息”

结构性“降息”也是“降息”, 中央银行向商业银行提供的结构性货币政策工具资金利率也有下行空间

海外周报 20250323: 鸽派 FOMC 与关税细节扰动风险偏好, 美股震荡止跌

核心观点: 本周美联储 FOMC 会议整体偏鸽, 降息预期升温带动美债利率下跌; 本周公布的美国经济数据整体好于预期但市场反应平淡, 与此同时, 随着 4 月 2 日“对等关税”临近, 特朗普及其内阁官员陆续披露关税方案细节, 关税政策的不确定性仍影响市场风险偏好, 全周美股震荡小幅收涨, 黄金延续创新高。短期看, 4 月初美国 PMI、非农就业和对等关税等数据和政策密集出台, 料加剧市场波动, 美股、美债预计仍以震荡为主。

宏观点评 20250322: 美国 2 月成屋销售好于预期

晨会编辑 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

美国成屋销售好于预期: 2月美国成屋销售环比+4.2%, 预期-3.2%, 前值由-4.9%上修至-4.7%; 中位房价同比+3.8%达到 398,400 美元, 房屋供应量同比+17%。风险提示: 美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控; 美联储维持高利率水平时间过长, 引发金融系统流动性危机; 通胀下行速率不及预期。

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

华辰装备 (300809): 与福立旺签订 1 年 100 台磨床订单, 厚积薄发看好磨床龙头再腾飞

盈利预测与投资评级 考虑磨床市场需求偏弱, 我们下调公司 2024-2026 年归母净利润预测分别为 0.75 (原值 1.50) /0.99 (原值 1.80) /1.44 (原值 2.17) 亿元, 当前市值对应 PE 估值水平分别为 137/104/71 倍, 考虑到公司在机器人和半导体领域的成长潜力, 维持公司“增持”评级。风险提示 人形机器人量产进展不及预期, 磨床需求不及预期, 行业竞争加剧。

赤子城科技 (09911.HK): 2024 年报点评: SUGO 及 TOPTOP 收入三位数增长, 游戏流水快速提升

盈利预测与投资评级: 公司在 2024 年交出了一份“高增长、高壁垒、高潜力”的答卷: 通过 AI 技术赋能社交核心业务, 实现收入结构优化与区域市场突破; 精品游戏扭亏为盈, 验证多元化能力; 全球化布局下的并购整合成效显著。其“产品灌木丛+AI 引擎”的增长模式已形成正向循环,

未来在社交娱乐生态的纵深拓展值得期待。2024 年累计回购股票 1.5 亿港元，释放管理层信心。我们将 2025-2026 年归母净利润预测从 7.1/8.0 亿元上调至 9.5/12.5 亿元，并预计 2027 年为 15.3 亿元，当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 8/6/5 倍（按照 2025/3/24 汇率 1 人民币=0.9325 港元），维持“买入”评级。风险提示：地缘政治与监管，汇率波动风险，技术进展不及预期风险。

2024 年报点评：收入超翻倍增长，新 IP 及出海战略值得期待

盈利预测与投资评级：我们看好公司在角色积木行业的领先优势，及新产品和出海战略下的成长势能，将 2025-2026 年经调整归母净利润从 9.0/11.2 亿元上调至 10.8/16.5 亿元，并预计 2027 年为 20.9 亿元，当前股价对应 2025-2027 年 PE（经调整口径）分别为 24/16/12 倍，维持“买入”评级。风险提示：出海不及预期，新品上线不及预期，行业竞争加剧

海螺水泥（600585）：2024 年年报点评：水泥供给侧自律成效显著，盈利底部反弹

水泥行业供给侧自律推动 Q4 盈利底部反弹。（1）公司全年水泥及熟料自产品销量 2.68 亿吨，同比-6.1%，对应吨均价/吨毛利/吨净利 246 元/59 元/29 元，同比分别-28 元/-10 元/-9 元。其中吨成本得益于加快替代燃料使用、优化原燃材料的采购等成本管控举措以及煤价下降，同比压缩 18 元至 187 元。成本等核心竞争优势支撑下公司盈利表现明显优于同行。（2）2024 年下半年以来水泥需求继续承压，但行业供给侧自律管控加强且收获显著成效，Q4 全国水泥价格上行后稳定在高位。我们测算公司 2024 年下半年自产品销量同比-8.3%，对应吨均价/吨毛利/吨净利较上半年+11 元/+12 元/+3 元，其中 Q4 单季毛利率、销售净利率分别环比上升 7.4pct/2.3pct 至 28.1%/10.6%，销售净利率上升幅度较小主要是受 Q4 计提资产减值损失 3.10 亿元以及期间费用增加影响。（3）内外并举持续做强主业，2024 年年内设立非洲、南美海外办事处，乌兹别克斯坦安集延海螺投产、柬埔寨金边海螺加速建设，合计增加 230 万吨海外熟料产能，通过迁建等方式新增水泥产能 800 万吨。盈利预测与投资评级：公司在下行期彰显成本领先等综合优势，产业链扩张提供新的增长动能。当前水泥板块市净率估值仍处历史底部区域，随着行业自律改善、盈利反弹，龙头企业估值有望修复。基于行业供给自律成效显著，我们上调公司 2025-2026 年归母净利润预测至 109/122 亿元（较前值分别上调 11%/+9%），新增 2027 年归母净利润预测 126 亿元，分别对应市盈率为 12/11/10 倍，维持“增持”评级。风险提示：水泥需求下降超预期、产业链延伸不及预期、市场竞争加剧的风险。

腾讯控股（00700.HK）：2024Q4 业绩点评：AI 赋能，营收利润皆超预期

盈利预测与投资评级：公司毛利率提升超预期，我们将此前 2025-2026 年经调整净利润由 2406/2653 亿元提高为 2441/2693 亿元，我们预计 2027 年的经调整净利润为 2984 亿元，对应 2025-2027 年 PE（Non-IFRS）为 18/16/15 倍（港币/人民币=0.93，2025 年 03 月 24 日）。公司仍具有坚实的业务壁垒，生态强大，视频号、小程序和金融科技等业务收入整体维持增长，所以我们维持公司“买入”评级。风险提示：政策监管风险；运营数据低于预期；变现节奏低于预期。

瑞鹄模具（002997）：2024 年年报点评：24Q4 归母净利润同比+104%，零部件贡献业绩增量

瑞鹄模具发布 2024 年年度报告。2024 年全年公司实现营业收入 24.24 亿

元，同比增长 29.16%；实现归母净利润 3.50 亿元，同比增长 73.20%。
2024 业绩符合预期，零部件业务驱动公司营收归母实现同比高增。

中联重科 (000157): 2024 年报点评: 扣除股份支付费用后净利润同比 +18%，新兴板块成长性凸显

风险提示: 国内行业需求回暖不及预期，行业竞争加剧，出海不及预期
海天精工 (601882): 2024 年报点评: 营业收入稳中有进，产能扩张巩固龙头地位

盈利预测与投资评级: 考虑机床需求复苏放缓，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测为 6.41 (原值 6.93) / 7.60 (原值 8.18) 亿元，预计 2027 年归母净利润为 8.96 亿元。当前市值对应 PE 分别为 19/16/13 倍，考虑公司产能扩张且具有长期成长性，维持公司“增持”评级。 风险提示: 制造业复苏不及预期，机床需求不及预期，行业竞争加剧。

福瑞达 (600223): 2024 年业绩点评: 化妆品业务稳健增长，瓊尔博士调整升级放量可期

盈利预测与投资评级: 公司聚焦大健康产业，同时通过组织架构调整 and 战略聚焦逐步提效，发展趋势向好。考虑到化妆品品牌仍处于升级调整阶段，短期业绩或承压，我们将公司 2025-2026 年归母净利润预测由 3.9/4.8 亿元下调至 2.8/3.5 亿元，新增 27 年归母净利润预测 4.1 亿元，对应 PE 分别为 28/22/19X，维持“买入”评级。 风险提示: 市场竞争加剧，产品推广不及预期等。

紫金矿业 (601899): 2024 年报点评: 铜金产品量价齐升，精细化管理业绩成长可期

盈利预测与投资评级: 短期我们预计公司主要品种铜金价格保持坚挺，同时公司产量指引增长公司业绩有望持续提升，我们调整公司 2025 年归母净利为 390 亿元 (前值为 353 亿元)，新增 2026-27 年归母净利为 463/551 亿元，对应 EPS 分别为 1.5/1.7/2.1 元/股，对应 PE 分别为 12/10/9 倍。基于公司为亚洲唯一破百万吨铜企，维持“买入”评级。 风险提示: 市场竞争格局加剧;地缘政治风险;金属价格不及预期。

中国太平 (00966.HK): 2024 年年报点评: 可比口径下 NBV+94%，综合投资收益率大幅增长

首次覆盖，给予“买入”评级。我们看好公司寿险深入实施高质量发展战略，聚焦负债结构转型，全面推进分红险转型；产险坚持效益为先。结合公司 2024 年经营情况，我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 108/127/149 亿港元，当前市值对应 2025E PEV 0.24，估值仍低。首次覆盖，给予“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。

永兴材料 (002756): 2024 年年报点评: Q4 业绩受技改项目影响，成本优势依然显著

盈利预测与投资评级: Q1 锂价底部区间震荡，我们下调 2025 年盈利预测，基本维持 2026 年盈利预测，预计公司 25-27 年归母净利润为 9.0/12.1/16.8 亿元 (25-26 年原预期为 10.0/12.1 亿元)，同比 -14%/+35%/+38%，对应 PE 为 20x/15x/11x，考虑公司资源优势突出，成本优势显著，维持“买入”评级。 风险提示: 产能释放不及预期，需求不及预期

劲仔食品 (003000): 劲仔食品 2024 年报点评: 平稳收官，盈利改善
考虑到鱼干成本上涨，我们略下调此前盈利预测，我们预计 2025-2027 年

公司归母净利润分别为 3.11/3.70/4.13 亿元（此前 2025-2026 年分别为 3.41/4.02 亿元），同比+6.9%/+18.9%/+11.5%，对应 PE 为 18/15/13X。维持“买入”评级。

比亚迪（002594）：2024 年年报点评：24 年销量业绩破浪领航，25 年王牌连出再启新程

盈利预测与投资评级：我们基本维持此前对公司 25-26 年归母净利润 531/651 亿元的预期，新增 27 年归母净利润预测 781 亿元，25-27 年同增 32%/23%/20%，对应 PE 21/18/15x，给予 25 年 28x，目标价 489 元，维持“买入”评级。风险提示：原材料价格波动，销量不及预期。

阳光电源（300274）：光储需求旺盛，全球龙头增长确定

深耕逆变二十载，品牌沉淀深厚，铸就光储龙头：公司深耕光储赛道、业绩持续成长：23 年营收/归母净利润 722.5/94.4 亿元，同增 80%/163%，其中光伏逆变器占比 38.3%，储能系统 24.6%；光伏逆变器/储能系统毛利率较高，23 年分别为 37.93%/37.47%。24H1 营收/归母净利润 310/ 50 亿元，持续增长。此外，品牌+研发+渠道铸就公司核心竞争力：24 年公司品牌价值突破千亿，多年保持 100%可融资性；截至 24Q2 累计获得专利权 4906 项；截至 24Q2 末已有 20+家海外分支机构，全球五大服务区域，490+服务网点和数百家渠道合作伙伴，销往全球 170+国家和地区。营收稳健增长，保持较高盈利能力：公司 24Q1-3 营收 499.5 亿元，同比+7.6%，归母净利润 76.0 亿元，同比+5.2%，毛利率 31.3%，同比持平，归母净利率 15.2%，同比-0.3pct；其中 24Q3 营收 189.3 亿元，同环比 6.4%/2.8%，归母净利润 26.4 亿元，同环比-8%/-7.8%，毛利率 29.5%，同环比-4.9/0pct，归母净利率 14%，同环比-2.2/-1.6pct。大储市场爆发确定性高，美国维持高增，欧洲、新兴市场进入并网高峰期。①美国：24 年 12 月并网力度不及预期，装机 4.1GWh，同环比-2%/+155%；全年 28GWh，同比+50%；大储备案量屡创新高，看好 25 年装机。②国内：24 年装机 43.7GW/109.8GWh，同增 103%/136%，超市场预期；招标量高达 121GWh，同比增长 76%。③欧洲：预计 24 年装机 8GWh，同增 125%，预计 25 年继续爆发。④中东：继阳光中标沙特 SEC 二期 7.8GWh 项目之后，比亚迪中标 SEC 三期 12.5GWh 订单，宁德中标阿布扎比 Masdar 数据中心项目 20GWh，预计 25 年中东储能市场装机爆发。

龙净环保（600388）：2024 年年报点评：矿山风光加速贡献，绿色矿山业务边界扩张

盈利预测与投资评级：考虑项目投产进度和储能项目盈利情况，我们下调 2025-2026 年归母净利润预测从 14.8/20.3 至 12.3/15.3 亿元，预计 2027 年归母净利润 17.5 亿元，2025-2027 年 PE 13/11/9x（2025/3/24），维持“买入”评级。风险提示：紫金矿业矿山扩产进度不及预期，市场竞争加剧

昊海生科（688366）：2024 年年报点评：玻尿酸保持较快增长，眼科骨科消化集采影响

盈利预测与投资评级：考虑到消费环境与市场竞争格局变化，我们将公司 2025-2026 年归母净利润预期由 5.11/6.32 亿元，下调至 5.06/5.98 亿元，预计 2027 年为 6.96 亿元，对应当前市值的 PE 估值分别为 27/23/20 倍，维持“买入”评级。风险提示：市场竞争加剧的风险，新产品市场推广不及预期风险，集采政策不确定性风险。

宏观策略

宏观点评 20250324：权益市场风格如何切换？

观点 年初以来的行情修复伴随着无风险利率的持续回升，风险溢价是本轮资产上行的核心驱动力。1月至3月，全A的ERP已经从接近2倍标准差的位置修复至3年滚动均值附近。年初以来是企业盈利的数据真空期，短期来看，业绩预期并无明显提升，年初至今的涨幅几乎全由估值贡献。上周以来，ERP开始呈现向上的拐点，无风险利率也进入上行的震荡区间，市场出现小幅调整，行业间的风格轮动也明显加速，由科技板块向消费、稳定、金融方向转移。在2月科技板块交易拥挤度连续达到历史极值的情况下，短期内市场交易情绪较为脆弱，负面事件容易成为估值压力释放的导火索。临近4月初，海外基本面变化及加关税预期再起，海外市场出现连续大幅调整，情绪传导影响港股、A股市场风险偏好。资金行为来看，成交额成为市场短期交易的重要指引因素，换手率和成交额均值的持续下行反映出资金面的分歧，即使市场指数出现了突破式上涨，但上涨的当日未见明显的成交额突破。从行业来看，各板块无论是否突破前高，都出现了明显的成交额收缩，说明行业上行的动力有待加强，短期市场进入蓄势期。本轮行情的结构性特征较为明显，因此，近期市场变化的方向也更倾向于结构性轮动调整。目前，市场大盘相对小盘表现有所提升，也说明场内资金风格在逐步发生变化，近期市场风格可能由结构性上涨进入再均衡的阶段。轮动变化的节奏来看，当前资金形态和风格节奏与2024年末的风格轮动或有类似。初期均以TMT板块表现为主，随后在量能逐步收窄的过程中，向上游资源、金融轮换，随后短期向消费、制造板块和TMT等相对强势的板块略反弹，最后轮动回资源和金融板块。参考2024年末的市场变化，当前宏观经济基本面相对2024年末并未发生根本性改变，而产业预期相对年末的提升已随着估值提升在价格修复中有所反应，因此，后续的行业轮动变化的节奏可能延续前期的资金端行为主导，经历过TMT板块的提升后，逐步向高股息、稳定板块切换。在结构性行情的指引下，大盘指数的进一步上行需要其他板块共同推动，当前国内其他板块目前也同时存在边际的变化，如房地产的成交和房价数据暂时企稳，基建相关材料行业的开工率较高，商品消费数据在政策支持下快速增长。如果房地产板块能实现止跌企稳，叠加其他内需部分共同发力，当前高股息、地产链、大金融等本轮未明显上涨、相对估值处于低位、赔率较高的板块有望成为下一轮上行的驱动力，为后续市场的全面上行积蓄能量。风险提示：经济数据改善节奏不及预期，海外关税超预期征收，地缘政治风险，国内科技产业业绩落地不及预期

（证券分析师：芦哲 证券分析师：潘京）

宏观量化经济指数周报 20250323：结构性“降息”也是“降息”

观点 周度ECI指数：从周度数据来看，截至2025年3月23日，本周ECI供给指数为50.37%，较上周回落0.04个百分点；ECI需求指数为49.95%，较上周环比持平。从分项来看，ECI投资指数为49.97%，较上周回落0.01个百分点；ECI消费指数为49.71%，较上周持平；ECI出口指数为50.32%，较上周回升0.01个百分点。月度ECI指数：从3月前三周的高频数据来看，ECI供给指数为50.37%，较2月回升0.09个百分点；ECI需求指数为49.95%，较2月回升0.06个百分点。从分项来看，ECI投资指数为49.99%，较2月回升0.05个百分点；ECI消费指数为49.70%，较2月回升0.09个百分点；ECI出口指数

为 50.31%，较 2 月回升 0.03 个百分点。从 ECI 指数来看，3 月份宏观经济整体延续平稳修复态势，工业生产边际有所走弱但主要行业开工率仍优于去年同期，商品零售受前期增量政策的刺激仍在持续改善，主要城市地产销售面积也延续企稳，供需两端的高频数据均指向一季度经济向好回升。地产方面，尽管 3 月以来主要大中城市商品房成交面积增速有所放缓，但截止前 23 天累计同比增速录得 4.8%，较 1-2 月同比增速 2.3%回升 2.5 个百分点，指向地产销售仍趋于平稳；基建方面，根据百年建筑网的调研数据，截止 3 月 18 日样本建筑工地资金到位率录得 57.53%，较 2 月末回升 1.06 个百分点，其中基建项目的到位率修复情况要优于房建项目，在基建项目需求回暖的带动下，全国水泥出库量和水泥发运率均环比走强，有望在 3-4 月份持续形成基建实物工作量。ELI 指数：截至 2025 年 3 月 23 日，本周 ELI 指数为 -0.22%，较上周回升 0.97 个百分点。聚焦科技与消费，结构性政策工具将持续发力。相比过往年份，今年的中国人民银行货币政策委员会第一季度例会的时点要更早，在金融市场纠结于货币政策如何兑现“适度宽松”时，一季度例会则明确了宽松的方向：（1）在总量宽松方面，“根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机降准降息”，经济基本面仍然是“机”，一季度经济增长向好的态势下，总量宽松还需要继续等待；（2）扩大结构性政策工具的作用，早在“两会”期间，中央银行行长潘功胜即表示，优化科技创新和技术改造再贷款政策方面，进一步扩大再贷款规模，从目前的 5000 亿元扩大到 8000 亿至 10000 亿元，扩大再贷款支持范围和政策覆盖面，而本次例会上继续提出“研究创设新的结构性货币政策工具，重点支持科技创新领域的投融资、促进消费和稳定外贸”，为了协同配合消费金融支持政策，新的结构性货币政策工具呼之欲出；（3）结构性“降息”也是“降息”，中央银行向商业银行提供的结构性货币政策工具资金利率也有下行空间，从再贷款工具的性价比来看，目前主要再贷款的执行利率是 1.75%，上一轮再贷款降息还是 2024 年 1 月份，经过 1 年多，LPR 报价、贷款利率和 MLF 等政策工具利率均有显著下滑，银行负债资金成本也有系统性下降，再贷款政策继续保持在 1.75% 左右或将削弱结构性政策工具执行效果，因此再贷款在内的多种结构性工具“降息”，均可以支持银行在净息差相对稳定的情况下，加大对实体经济的支持。风险提示：短期出现“抢出口”现象；政策出台力度低于市场预期；房地产改善的持续性待观察。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：李昌萌 证券分析师：王洋）

海外周报 20250323：鸽派 FOMC 与关税细节扰动风险偏好，美股震荡止跌

核心观点：本周美联储 FOMC 会议整体偏鸽，降息预期升温带动美债利率下跌；本周公布的美国经济数据整体好于预期但市场反应平淡，与此同时，随着 4 月 2 日“对等关税”临近，特朗普及其内阁官员陆续披露关税方案细节，关税政策的不确定性仍影响市场风险偏好，全周美股震荡小幅收涨，黄金延续创新高。短期看，4 月初美国 PMI、非农就业和对等关税等数据和政策密集出台，料加剧市场波动，美股、美债预计仍以震荡为主。大类资产：鸽派 FOMC 会议带动降息预期升温，美债利率下跌。本周美联储 FOMC 会议如期维持利率不变、大幅放缓缩表步伐，发布会上 Powell 淡化短期通胀预期的飙升、表示通胀是“暂时的”，显示美联储开始关注关税对经济下行、而非仅是通胀上行的影响。整体偏鸽的会议带动降息预期升温，风险偏好短暂回升，美股震荡收涨，美债利率下跌。全周（3 月 17 日至 21 日）来看，10

年美债利率降 6.6bps 至 4.246%，2 年美债利率降 6.9bps 至 3.948%；标普 500、纳斯达克指数分别录得 0.51%、0.17% 涨幅；现货黄金延续上行，全周收涨 1.7%，最新录得 3024 美元/盎司。海外经济：美国经济延续“硬数据”偏强，“软数据”走弱。本周公布的美国零售销售、地产开工和销售等数据整体好于预期，但市场景气数据则逊于预期，“硬数据”与“软数据”的分歧仍在持续。整体来看，美国经济基本面尚稳健，而特朗普政策的不确定性继续对居民和企业预期造成负面冲击。增长方面，2 月美国零售销售、地产和工业产值数据整体好于预期。美国 2 月零售销售环比+0.2%，预期+0.6%，前值由-0.9%下修至-1.2%；除汽车与油站销售环比+0.5%，预期+0.4%，前值由-0.5%下修至-0.8%；核心对照组（剔除餐饮服务、机动车、建材和油站消费）环比+1.0%，预期+0.4%，前值由-0.8%下修至-1.0%。其中，线上零售、健康及个人护理项目环比增长显著。地产方面，2 月美国新屋开工环比+11.2%，预期+1.4%，前值由-9.8%下修至-11.5%；建筑许可环比-1.2%，预期-1.4%，前值-0.6%，总体趋势略有下降；2 月成屋销售环比+4.2%，预期-3.2%，前值由-4.9%上修至-4.7%。2 月工业产值环比+0.7%，预期+0.2%，前值由+0.5%下修至+0.3%；其中，耐用品制造业产值环比+1.6%，机动车产值环比大涨+8.5%。景气指数方面，经济领先指数弱于预期，地产市场景气度延续走弱。2 月美国咨商会领先指数环比-0.3%，预期-0.2%，前值-0.2%。其中，消费者预期、制造业 PMI 新订单指数等是主要拖累项。3 月 NAHB 美国房产市场指数录得 39，连续第二个月下降，为去年 8 月以来新低。本周数据公布后，纽约联储 Nowcast 模型将 25Q1 美国 GDP 环比年率预测值由上周的+2.69%再度上调至+2.72%；截至 3 月 18 日，亚特兰大联储 GDPNow 最新预测值为-1.8%。海外政治：特朗普透露更多“对等关税”细节，德国财政改革最终落定。随着 4 月 2 日特朗普政府预告的“对等关税”（Reciprocal Tariffs）实施期限临近，特朗普本人及其核心内阁成员近期的经贸政策表态持续引发市场关注。本周，特朗普重申将在 4 月 2 日征收广泛的对等关税，并针对特定行业征收额外关税，认为相关关税行为有助于美国经济和国民摆脱“欺骗”。值得关注的是，特朗普在最新表态中首次明确政策将具备“灵活性”（Flexibility）。内阁官员中，财长贝森特在采访中对即将推出的对等关税进行了阐述。他表示，特朗普将于 4 月 2 日给予贸易伙伴国家一个对等关税号码，该号码将反映这些国家自身的税率、非关税贸易壁垒、货币惯例和其他因素，但可以通过谈判避免“关税壁垒”。同时，贝森特也表示并不担心关税对股市的冲击。综合来看，对等关税在 4 月 2 日落地基本已经“板上钉钉”，但是具体的政策细节仍有较大的不确定性。欧洲方面，本周德国联邦参议院正式通过“债务刹车”改革法案。该法案将超过德国 GDP 规模 1% 的国防开支从“债务刹车”限制中豁免，并设立 5000 亿欧元特别基金用于基础设施建设。这一政策调整标志着德国自 2009 年实施“债务刹车”以来，首次突破财政纪律框架，为欧洲最大经济体开启大规模支出计划扫清制度障碍。从地缘政治维度看，此次改革是对特朗普政府上台后跨大西洋关系重构的直接回应。随着美国对北约集体防御承诺的不确定性增强，作为北约核心成员国的德国亟须强化欧洲自主防务能力。短期看，欧元区整体财政扩张的转向与特朗普“紧财政”的分化或继续对全球资本流动带来影响，但二季度需关注欧美财政思路分化从叙事到实践落地的预期差。风险提示：特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：张佳炜 研

究助理：韦祎 研究助理：王茁）

宏观点评 20250322：美国 2 月成屋销售好于预期

1.美国成屋销售好于预期：2月美国成屋销售环比+4.2%，预期-3.2%，前值由-4.9%上修至-4.7%；中位房价同比+3.8%达到398,400美元，房屋供应量同比+17%。

2.关税风险、铜的进口与价差：特朗普上个月末下令美国商务部以国家安全为由对可能的铜关税进行调查，运往美国港口的铜船运量创下历史新高。纽约商品交易所 (Comex) 和伦敦金属交易所 (LME) 之间的价格差周三升至每吨1,200美元以上，接近2月中旬创下的历史最高水平，相当于12%的溢价。

3.日本2月出口大增：在特朗普政府即将于4月1日公布贸易审查结果之前，2月日本出口同比飙升11.4%，贸易差额重新转为顺差。其中，对美国的汽车、半导体制造设备和芯片出口（按价值计算增长10.5%）带动了增长。

4.降息对储贷利率的影响：自美联储2024年9月降息以来，联邦基金利率持续走低。然而，平均30年期固定按揭贷款利率却出现小幅走高，信用卡平均利率仅从历史最高点20.79%略微降至20.09%，存款利率仅略有下降，这使得“存款搬家”行为越来越难实现。

5.移民与劳动力供应：Brookings采用工作许可申请数据的研究显示，自FY2022以来，移民的工作许可申请数量持续走高。2023年和2024年，超过六个月的待处理申请数量呈下降趋势，但仍保持在50多万份的高位。工作许可申请表明先前的移民目前仍在推高劳动力供应，特朗普的新政策在多大程度上减少了移民以及随后对劳动力市场的影响还有待观察。

6.硬数据 vs 软数据：美银认为，在对比“硬数据”与“软数据”时，要注意做了什么而不是说了什么。本周公布的工业产值、核心零售销售好于预期，但调查数据偏弱、信号混乱。近年来，调查指标与实际经济活动之间的信号分歧严重。

7.投资者增持黄金ETF：过去四年里投资者一直抛售黄金ETF，今年转而成为其净买入者；对经济放缓的担忧可能促使投资者进一步买入；截至2月底，基金经理仍然做多黄金。

8.市场看涨欧元：随着欧洲历史性地转向扩大财政支出，资产管理公司将看涨的欧元头寸推高至五个月高点，对冲基金则削减了对欧元疲软的押注。

风险提示：美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机；通胀下行速率不及预期。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：张佳炜 研

究助理：韦祎 研究助理：王茁）

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

华辰装备(300809)：与福立旺签订1年100台磨床订单，厚积薄发看好磨床龙头再腾飞

投资要点 事件：2025年3月25日，华辰装备公告与福立旺精密机电(中国)股份有限公司达成重要合作，双方一次性签约100台华辰新产品销售合同。华辰装备将在未来一年内向福立旺提供精密内螺纹磨床、高速外螺纹磨床及高速外圆磨床产品共计100台，主要用于螺母螺纹中径小于10mm的行星滚柱丝杠相关零件的螺纹加工，并为其行星滚柱丝杠、滚珠丝杠等核心零部件产品的生产制造提供专用的高精度高效率磨削解决方案。轧辊磨床龙头，超高精密磨削能力是公司进军零部件制造的核心竞争力。华辰装备成立于2007年，主要从事全自动高精度数控轧辊磨床研发生产，是国内轧辊磨床行业的领军企业，已覆盖宝武、鞍钢等国内外知名钢铁集团。2022年以来公司利用在轧辊磨床领域的深厚积累，降维打击切入通用磨床赛道，2023年产品推向市场后，目前已收获批量订单。轧辊磨床在磨床领域难度较高，公司精密磨削能力国内领先。从磨床诸多品类的难度来看，轧辊磨床难度系数排名靠前，主要系：①轧辊重量从几公斤到几吨不等，保持高精度磨削难度较大。②轧辊磨床需要磨曲线，例如在一个圆柱工件上磨出曲线，对所以数控系统、导轨进给和动态性能的要求很高；③冶金行业自动化率高，轧辊磨床24小时不停，对设备可靠性要求高。凭借在轧辊磨床的深厚积累，公司有望迅速切入精密零部件制造领域，公司价值有望重估。半导体精密磨削有望打造公司第三成长曲线。2024年12月19日，公司公告拟与长春光机所下属子公司长光器共设合资公司，华辰控股(占注册资本73%)，合资公司主要从事超精密光学元件磨床、超精密导轨(平面、曲面)磨床的应用验证、销售及服务，以及承接光学元件、半导体(或碳化硅陶瓷)等超精密零部件磨削加工服务业务。其中华辰装备负责生产制造超精密光学元件

磨床、超精密导轨(平面、曲面)磨床,并提供设备工艺验证技术,标志着华辰由磨床设备制造商向超精密零部件加工商进军。 盈利预测与投资评级 考虑磨床市场需求偏弱,我们下调公司 2024-2026 年归母净利润预测分别为 0.75(原值 1.50)/0.99(原值 1.80)/1.44(原值 2.17)亿元,当前市值对应 PE 估值水平分别为 137/104/71 倍,考虑到公司在机器人和半导体领域的成长潜力,维持公司“增持”评级。 风险提示 人形机器人量产进展不及预期,磨床需求不及预期,行业竞争加剧。

(证券分析师:周尔双 证券分析师:钱尧天)

赤子城科技 (09911.HK): 2024 年报点评: SUGO 及 TOPTOP 收入三位数增长, 游戏流水快速提升

投资要点 事件: 公司发布年报。2024 年收入同增 54%至 51 亿元,毛利同增 51%至 26 亿元,销售净利润同增 4%至 8 亿元;经调整 EBITDA 同增 43%至 9.6 亿元;归母净利润同比下滑主要系 23 年因收购蓝城产生的一次性投资收益。中国互联网企业出海收入榜单中,赤子城排名升至第 4 位。 社交业务收入快速增长, SUGO 及 TOPTOP 均实现三位数收入增长: 24 年社交业务收入 46 亿元(占比 91%),同比增长 58%。泛人群社交方面,先发产品 MICO、YoHo 稳健贡献现金流,后发产品 TopTop(收入同比+100%)与 SUGO(收入同比+200%)成为爆发点,形成“成熟+高潜”梯队,验证了“国家复制+产品复制”策略的有效性。2024 年 7 月,公司正式获得沙特阿拉伯王国投资部(MISA)颁发的区域总部营业执照(RHQ License),成为第一批在沙特阿拉伯设立区域总部的全球社交娱乐企业。 创新业务方面: 24 年收入 4.6 亿元,同比增长 21.3%。精品游戏总流水同比增长 80%。旗舰游戏《Alice's Dream: Merge Games》全年流水同比增长超过 60%,并接连进入 Sensor Tower 中国手游海外收入 TOP30 榜单。此外,社交电商业务在 2024 年通过深挖用户需求、丰富产品品类、积极拓展新用户等方式实现快速发展,收入、利润均实现大幅增长。 AI 技术赋能全链条: 2024 年全球互联网行业进入 AI 深度整合期,赤子城通过 AI 引擎实现“研发-运营-商业化”闭环,契合行业技术红利。公司重视技术驱动,长期关注人工智能等新技术的发展,不断深化 AI 与业务场景的融合。随着产品矩阵的成长、数据规模的扩大,公司将不断升级 AI 中台引擎,助力现有产品实现更精准的社交匹配、内容推荐,更高效的风控稽核、生态运营等,深入探索以 AI 技术赋能产品创新、提升商业效率的路径。 盈利预测与投资评级: 公司在 2024 年交出了一份“高增长、高壁垒、高潜力”的答卷: 通过 AI 技术赋能社交核心业务,实现收入结构优化与区域市场突破;精品游戏扭亏为盈,验证多元化能力;全球化布局下的并购整合成效显著。其“产品灌木丛+AI 引擎”的增长模式已形成正向循环,未来在社交娱乐生态的纵深拓展值得期待。2024 年累计回购股票 1.5 亿港元,释放管理层信心。我们将 2025-2026 年归母净利润预测从 7.1/8.0 亿元上调至 9.5/12.5 亿元,并预计 2027 年为 15.3 亿元,当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 8/6/5 倍(按照 2025/3/24 汇率 1 人民币=0.9325 港元),维持“买入”评级。 风险提示: 地缘政治与监管,汇率波动风险,技术进展不及预期风险。

(证券分析师:张良卫 证券分析师:周良玖
研究助理:张文雨)

2024 年报点评: 收入超翻倍增长, 新 IP 及出海战略值得期待

投资要点 事件: 公司发布年报。2024 年收入同增 156%至 22.4 亿元人民币,主要由拼搭角色类玩具销售增长驱动。毛利同增 184%至 11.8

亿元。毛利率从 47.3%提升至 52.6%，受益于拼搭角色类玩具销售增长及规模效益。销售及经销开支同增 50%至 2.8 亿元。研发开支同增 103%至 1.9 亿元。行政开支同增 840%至 4.7 亿元，主要因一次性股份激励支出。年度亏损同增 91%至 4.0 亿元。但经调整净利润同增 728.6%至 5.8 亿元。变形金刚及新 IP 收入快速增长，IP 结构更加均衡：24 年奥特曼积木人收入同增 96%至 11 亿元，收入占比从 64%下降至 49%；变形金刚积木人收入同增 266%至 4.5 亿元，收入占比从 14%提升至 20%；英雄无限积木人收入同增 378%至 3.1 亿元，收入占比从 7%提升至 14%；假面骑士积木人（24 年新推出）收入 1.7 亿元，收入占比为 8%；其他 IP 积木人收入 1.7 亿元，收入占比为 7%。整体来看，奥特曼占比下降，变形金刚、英雄无限、假面骑士及其他新 IP 占比提升，使得整体收入结构更加健康，降低了对单一 IP 的依赖度。从环比角度看，24H2 奥特曼积木人收入环比下降 14%，变形金刚环比+33%、英雄无限环比-22%、其他 IP 环比+236%。我们认为奥特曼 IP 环比下滑无需过度担心，主要系 IP 相对成熟且 24 年新品上线速度放缓，随着 25 年渠道拓展，收入有望环比回升。且 24H2 其他新 IP 的环比快速增长为重要亮点，随着 25 年新 IP 持续推出，收入有望继续快速增长。海外收入同增超 5 倍，3 月官宣大量新 IP：24 年公司国内收入同增 151%至 22 亿元，收入占比从 99%下降至 97%；海外收入同增 517%至 64 百万元，收入占比从 1%提升至 3%。其中：亚洲（不含中国）、北美、其他市场收入分别为 39/17/8 百万元，分别同比增长 891%/254%/382%。印尼和美国是海外市场的两大收入来源国。公司持续发力海外市场和新 IP 建设，今年 1 月参加德国纽伦堡玩具展，3 月美国纽约玩具展，《芝麻街》《小黄人》等新 IP 持续推出。3 月 9 日初音粉色版开启预售，泛二次元市场渗透能力增强。3 月 25 日召开生态合作伙伴大会，官宣多个新 IP，包括星球大战、DC、名侦探柯南、王者荣耀等。我们认为新 IP 有助于布鲁可实现人群破圈，并打开收入增长势能。盈利预测与投资评级：我们看好公司在角色积木行业的领先优势，及新产品和出海战略下的成长势能，将 2025-2026 年经调整归母净利润从 9.0/11.2 亿元上调至 10.8/16.5 亿元，并预计 2027 年为 20.9 亿元，当前股价对应 2025-2027 年 PE（经调整口径）分别为 24/16/12 倍，维持“买入”评级。风险提示：出海不及预期，新品上线不及预期，行业竞争加剧

（证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖
研究助理：张文雨）

海螺水泥（600585）：2024 年年报点评：水泥供给侧自律成效显著，盈利底部反弹

投资要点 事件：公司披露 2024 年年报，全年实现营业总收入 910.30 亿元，同比-35.5%，实现归母净利润 76.96 亿元，同比-26.2%。其中 2024Q4 单季度实现营业总收入 228.79 亿元，同比-45.5%，实现归母净利润 24.98 亿元，同比+42.3%。年度利润分配预案为：每股派发现金红利 0.71 元（含税）。水泥行业供给侧自律推动 Q4 盈利底部反弹。（1）公司全年水泥及熟料自产品销量 2.68 亿吨，同比-6.1%，对应吨均价/吨毛利/吨净利 246 元/59 元/29 元，同比分别-28 元/-10 元/-9 元。其中吨成本得益于加快替代燃料使用、优化原燃材料的采购等成本管控举措以及煤价下降，同比压缩 18 元至 187 元。成本等核心竞争优势支撑下公司盈利表现明显优于同行。（2）2024 年下半年以来水泥需求继续承压，但行业供给侧自律管控加强且收获显著成效，Q4 全国水泥价格上行后稳定在高位。我们测算公司 2024 年下半年自产品销量同比-8.3%，对应吨均价/吨毛利/吨净利较上半年+11 元/+12 元

/+3 元，其中 Q4 单季毛利率、销售净利率分别环比上升 7.4pct/2.3pct 至 28.1%/10.6%，销售净利率上升幅度较小主要是受 Q4 计提资产减值损失 3.10 亿元以及期间费用增加影响。(3) 内外并举持续做强主业，2024 年年内设立非洲、南美海外办事处，乌兹别克斯坦安集延海螺投产、柬埔寨金边海螺加速建设，合计增加 230 万吨海外熟料产能，通过迁建等方式新增水泥产能 800 万吨。产业链融合发展稳步推进、贡献增量。2024 年公司水泥及熟料外业务贡献毛利 40.46 亿元，同比 +5.2%，占毛利总额的比重同比提升 4.0pct 至 20.5%，主要得益于骨料及机制砂规模的增长，该业务 2024 年收入/毛利分别增长 21.4%/17.9% 至 46.91 亿元/22.01 亿元；商混体量稳步扩张，2024 年收入/毛利分别增长 18.6%/7.8% 至 26.74 亿元/2.67 亿元。公司 2024 年年内新增骨料产能 1450 万吨、商混产能 1210 万立方米、光储发电装机容量 103 兆瓦，将支撑产业链外延持续贡献业绩增量。资本性支出持续压缩，分红规划加强股东回报。(1) 公司 2024 年经营活动产生的现金流量净额 184.76 亿元，同比 -8.1%，主要是盈利下降的影响；2024 年资本性支出 156.19 亿元，同比 -19.9%，计划 2025 年资本性支出 119.80 亿元，较 2024 年完成值压缩 23.3%。公司 2024 年年末资产负债率 21.3%，同比上升 1.7pct。(2) 公司 2024 年度现金分红比例 48.7%，公司 2025-2027 年度股东分红回报规划提出现金分红及股份回购金额占归母净利润比重不低于 50%。行业供给自律有持续性，2025 年行业盈利中枢有望上移。2025 年年初以来行业竞合秩序在龙头企业主导下得到较快修复，长三角两轮提价顺利落地。在去年历史底部盈利下，行业维护利润意愿显著增强，供给自律有持续性，尽管需求仍有下行压力，我们认为行业通过供给收缩达到供需再平衡时间将明显缩短，且持续性更好，今年盈利中枢有望明显上移。盈利预测与投资评级：公司在下行期彰显成本领先等综合优势，产业链扩张提供新的增长动能。当前水泥板块市净率估值仍处历史底部区域，随着行业自律改善、盈利反弹，龙头企业估值有望修复。基于行业供给自律成效显著，我们上调公司 2025-2026 年归母净利润预测至 109/122 亿元（较前值分别上调 11%/+9%），新增 2027 年归母净利润预测 126 亿元，分别对应市盈率为 12/11/10 倍，维持“增持”评级。风险提示：水泥需求下降超预期、产业链延伸不及预期、市场竞争加剧的风险。

(证券分析师：黄诗涛 证券分析师：石峰源)

腾讯控股 (00700.HK)：2024Q4 业绩点评：AI 赋能，营收利润皆超预期

投资要点 营收保持增长，利润大超预期：2024Q4 公司实现营业收入 1724 亿元 (yoy+9.71%)，高于彭博一致预期为 1687 亿元；非公认会计准则下的归母净利润 553.12 亿元 (yoy+29.6%)，高于彭博一致预期的 533 亿元。网络游戏业务收入超预期，未来增长空间良好：网络游戏收入 493 亿元，同比增长 20.1%。高于彭博一致预期 472 亿元。国内游戏收入为 333 亿元 (yoy+23.3%，qoq+10.7%)，高于彭博一致预期为 325 亿元。国际游戏收入 160 亿元 (yoy+15.1%，qoq+10.3%)，高于彭博一致预期为 155 亿元。2025 年春节期间，国内游戏表现良好。我们认为腾讯的游戏业务在 2025 年下半年将迎来长线运营的机遇。广告收入毛利双升，广告业务增长空间广阔：广告营收 350 亿元 (yoy+18%)，高于彭博一致预期为 339 亿元。毛利率 57.70%，同比上升 0.90pct，环比上升 4.71pct。我们认为腾讯广告业务长期增长空间广阔，有望逐步向 Meta 的广告变现水平靠拢，甚至超越。腾讯拥有支付数据和小程序生态行为数据的独特组合，这为其广告业务的精准投放和深度挖掘提供了强大支撑。从一季度的表现来看，广告业务年

同比增速强劲，主要得益于基数偏低。未来随着基数的逐渐升高，广告业务仍有望保持长期增长态势，为公司整体业绩贡献重要力量。金融科技业务持续增长，支付业务逐步改善：金融科技及企业服务营收 561 亿元（yoy+3.2%），高于一致预期 559 亿元。毛利率 47.14%，同比上升 3.27pct。2024Q4 商业支付收入同比持平，交易笔数呈现加速增长态势，这一积极变化表明支付业务正在朝着良好的方向发展。随着消费市场的逐步回暖和公司支付业务的持续优化，未来支付业务有望实现更好的表现，为公司的金融科技业务注入新的活力。盈利预测与投资评级：公司毛利率提升超预期，我们将此前 2025-2026 年经调整净利润由 2406/2653 亿元提高为 2441/2693 亿元，我们预计 2027 年的经调整净利润为 2984 亿元，对应 2025-2027 年 PE（Non-IFRS）为 18/16/15 倍（港币/人民币=0.93，2025 年 03 月 24 日）。公司仍具有坚实的业务壁垒，生态强大，视频号、小程序和金融科技等业务收入整体维持增长，所以我们维持公司“买入”评级。风险提示：政策监管风险；运营数据低于预期；变现节奏低于预期。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：张家琦）

瑞鹄模具(002997): 2024 年年报点评: 24Q4 归母净利润同比+104%，零部件贡献业绩增量

投资要点 事件：公司发布 2024 年年度报告。2024 年全年公司实现营业收入 24.24 亿元，同比增长 29.16%；实现归母净利润 3.50 亿元，同比增长 73.20%。2024 业绩符合预期，零部件业务驱动公司营收归母实现同比高增：收入端，公司 2024 全年/24Q4 营收分别为 24.24/6.98 亿元，同比分别增长 29.16%/20.56%。其中 1) 模具+产线收入 16 亿元，同比+4.7%，毛利率 29.7%，同比+8.49pct；2) 零部件收入 7.3 亿元，同比+153.9%，毛利率 13.54%，同比-0.41pct。盈利端，公司 2024 全年/24Q4 归母净利润分别为 3.50/0.98 亿元，同比分别增长 73.20%/103.91%；对应销售净利率分别为 16.64%/16.91%；同比分别增长 4.97/8.00pct。毛利率方面，公司 2024 全年/24Q4 综合毛利率分别为 25.01%/26.81%；同比分别增长 3.35/10.36pct。费用率方面，公司 2024 年销售、管理、研发、财务费用率分别为 1.2%/4.6%/4.9%/-0.2%，同比分别下降 0.9/0.2/0.3/0.2pct；24Q4 销售、管理、研发、财务费用率分别为 1.7%/3.3%/4.6%/0.3%，环比分别+0.62/-2.16/-0.66/+1.24pct。投资收益方面，公司 2024 全年/24Q4 投资收益分别为 0.90/0.26 亿元，同比分别增长 16.35%/15.02%。汽车制造装备业务稳定发展，汽车零部件业务快速放量。公司汽车制造装备业务包括冲压模具及检具、焊装自动化生产线及智能专机和 AGV 移动机器人等。公司装备类业务技术开发能力、制造交付能力、以及市场开拓和客户服务等方面持续提升，新承接订单持续增长；截至 2024 年，公司汽车制造装备业务在手订单 38.56 亿元，较上年末增长 12.78%。汽车零部件业务方面主要产品包括冲焊零部件、一体化压铸结构件和铝合金铸造动总件等，公司 2022 年开始介入汽车轻量化零部件业务，2024 年零部件业务产能逐步提升，配套项目陆续量产，为公司经营贡献重要增量。装备业务板块，公司启动 AI 技术赋能模具设计，启动开发智能协作机器人，加快黑灯工厂落地。公司自动化产线和 AGV 移动机器人产能规模进一步提升，产线业务进入高速增长阶段。盈利预测与投资评级：考虑到公司汽零业务规模放量和盈利提升的节奏，我们将公司 2025-2027 年归母净利润预测上调至 4.50 亿元、5.70 亿元、7.13 亿元（2025、2026 年前值为 4.32 亿元、5.35 亿元），对应 2025-2027 年 EPS 分别为 2.15 元、2.72 元、3.41 元（2025、2026 年前值为 2.06 元、2.55 元），市盈率分别为 20 倍、16 倍、13 倍，维持“买入”

评级。 风险提示：乘用车价格战超预期；铝价上涨超预期；核心客户放量不及预期。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：郭雨蒙）

中联重科(000157): 2024 年报点评: 扣除股份支付费用后净利润同比+18%，新兴板块成长性凸显

投资要点 事件：2025 年 3 月 24 日，公司发布 2024 年年度报告。2024 年扣除股份支付费用后净利润同比+18%，高机、农机增速亮眼 2024 年公司实现营业收入 454.8 亿元，同比-3.4%，实现归母净利润 35.2 亿元，同比+0.4%，剔除股份支付费用后净利润同比增长 18.4%；单 Q4 实现营业收入 110.9 亿元，同比-4.1%，归母净利润 3.8 亿元，同比-41.4%，主要系 23 年资产处置收益集中于 23Q4 导致基数较高，而 24 年主要集中于 24Q2 导致季度间波动。分区域来看，2024 年公司国内收入为 221.0 亿元，同比-24.2%，海外收入为 233.8 亿元，同比+30.6%，海外收入占比提升至 51.4%，同比+13.4pct，海外拓展进展顺利。分产品看，①传统优势产品：2024 年公司混凝土机械实现收入 80.1 亿元，同比-6.8%，起重机械实现收入 147.9 亿元，同比-23.4%，其中整体出口收入同比+35%。②土方机械：2024 年实现收入 66.7 亿元，同比+0.3%，其中海外收入同比+27%。③高机：收入 68.3 亿元，同比+19.7%。④农业机械：收入 46.5 亿元，同比+122.3%。展望 2025 年，公司传统优势板块有望企稳回升，新兴板块国内外拓展继续加速，周期性减弱、成长性凸显。 费用管控良好，海外市场开拓带动盈利能力持续提升 2024 年公司销售毛利率为 28.2%，同比+0.6pct，销售净利率为 8.8%，同比+0.8pct。分国内外来看，2024 年公司国内毛利率 24.1%，同比-0.6pct；海外毛利率 32.0%，同比-0.2pct，海外毛利率较国内高 8.0pct，海外占比提升带动盈利能力不断提升。费用端来看，2024 年公司销售/管理/财务/研发费用率分别为 8.2%/4.9%/0.1%/6.1%，同比+0.6/+0.9/+0.7/-1.2pct，整体费用控制良好，财务费用提升主要受巴西雷亚尔、欧元汇率影响，同比增长 3.2 亿元。随着中联智慧产业城的逐步投产、产品结构持续改善，公司盈利能力、盈利质量将持续提升。 非挖底部企稳趋势明显，新兴业务板块开拓卓有成效 2025 年 1-2 月国内汽车起重机/履带起重机/随车起重机销量同比分别-13%/-13%/+14%，下滑幅度相较 2024 年大幅好转，底部企稳趋势明显。新兴业务板块来看，①土方机械：公司实现 1.5-400 吨挖机产品型谱全覆盖，国内 100 吨以上矿用挖机市场份额跃居行业前三；海外市场持续突破，2024 年海外收入同比增幅超 27%。②高空作业机械：国内中小客户市场占有率第一，海外拓展进程顺利，长臂架产品在欧洲、美洲、亚太地区实现规模化出口。③农业机械：烘干机稳居国内第一，小麦机稳居国内第二，拖拉机规模、利润大幅增长，并持续开拓玉米机、播种机、甘蔗机、水稻机板块，有望实现快速增长。④具身智能：开发足式、轮式等多款具身智能人形机器人，积极培育第三成长曲线。盈利预测与投资评级：我们调整公司 2025-2026 年归母净利润预测值至 50.38/60.95 亿元（原值为 50.37/62.43 亿元），新增 2027 年归母净利润预测值为 73.77 亿元，对应当前市值 PE 分别为 14/11/9x，维持“买入”评级。 风险提示：国内行业需求回暖不及预期，行业竞争加剧，出海不及预期

（证券分析师：周尔双）

海天精工(601882): 2024 年报点评: 营业收入稳中有进，产能扩张巩固龙头地位

投资要点 2024 年营收稳中有进，海外收入占比下降影响利润水平 2024 年公司实现营收 33.52 亿元，同比+0.85%；实现归母净利润 5.23

亿元，同比-14.19%；实现扣非归母净利润 4.71 亿元，同比-12.24%。2024 年公司利润水平有所下滑，主要系综合毛利率下滑叠加管理/研发费用率有所提升。分产品看：龙门实现营收 17.55 亿元，同比+3.12%，卧加实现营收 5.73 亿元，同比+16.45%，立加实现营收 7.93 亿元，同比+0.15%，其他收入 1.68 亿元，同比-39.67%。分海内外收入看：国内区域实现营收 29.2 亿元，同比+9.25%；海外区域实现营收 3.72 亿元，同比-37.4%。海外收入下滑主要系公司进行战略调整，主动收缩部分海外区域业务。2024Q4 单季度公司实现营收 8.59 亿元，同比+5.23%；归母净利润 1.19 亿元，同比-18.31%；扣非归母净利润 1.09 亿元，同比-20.12%。2024Q4 营收端同比基本持平，利润承压主要系毛利率下降与研发费用率提升。毛利率有所下降，研发投入持续加码。2024 年公司毛利率为 27.34%，同比-2.6pct，2024Q4 单季度毛利率为 25.35%，同比-5.77pct，环比-1.98pct。2024 年毛利率下滑主要系会计准则有所变更，原本计入销售费用的质量保证相关成本现计入营业成本，相关变更导致公司毛利率下降 2.12pct。另外毛利率较高的海外收入占比下降，叠加中国机床市场需求偏弱价格竞争加剧，也导致毛利率进一步承压。分产品看，龙门/卧加/立加毛利率分别为 27.60%/37.04%/19.39%，同比-1.80pct/+2.52pct/-1.28pct；分海内外看，国内/海外毛利率分别为 25.65%/39.34%，同比-0.44pct/+1.87pct。2024 年公司销售净利率 15.60%，同比-2.74pct，2024Q4 单季度销售净利率为 13.88%，同比-4.00pct，环比+0.34pct。2024 年净利率下降主要系毛利率下降叠加费用率提升。2024 年公司期间费用率为 10.02%，同比-0.61pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 3.7%/1.5%/-0.1%/5.0%，同比-2.0pct/+0.3pct/+0.2pct/+0.8pct（其中销售费用率受会计准则变更影响）。行业低谷期公司逆势增加研发投入，持续巩固龙头产品优势，彰显长期成长信心。应收账款有所提升，经营活动现金流短期承压。截至 2024 年末公司应收账款为 5.14 亿元，同比+54.68%。2024 年公司经营活动净现金流为 2.49 亿元，同比-56.32%，回款进程放缓导致现金流承压。截至 2024 年末公司合同负债为 7.54 亿元，同比-15.00%，存货为 14.61 亿元，同比-6.95%。主要系公司生产端有所收缩，库存商品有所减少。行业需求筑底期稳步经营，产能扩张有望再造海天。根据公司年报，高端数控机床智能化生产基地项目 1 号厂房已于 2024Q4 投入使用。公司正持续提升广东子公司生产能力，并积极筹划布局海外产能，加快全球市场营销布局，已完成德国和塞尔维亚子公司的筹建。公司产能正处在爬坡进程中，生产能力有望不断提高。盈利预测与投资评级：考虑机床需求复苏放缓，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测为 6.41(原值 6.93)/7.60(原值 8.18)亿元，预计 2027 年归母净利润为 8.96 亿元。当前市值对应 PE 分别为 19/16/13 倍，考虑公司产能扩张且具有长期成长性，维持公司“增持”评级。风险提示：制造业复苏不及预期，机床需求不及预期，行业竞争加剧。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天）

福瑞达（600223）：2024 年业绩点评：化妆品业务稳健增长，瓊尔博士调整升级放量可期

投资要点 公司公布 24 年业绩：2024 年全年公司实现营收 39.83 亿元（同比-13.02%，下同），归母净利润 2.44 亿元（-19.73%）；扣非归母净利润 2.15 亿元（+54.54%）。营收及归母净利下滑系地产剥离影响，剔除地产业务后，公司营收基本持平，归母净利润同比增长 6.15%。24 年全年每 10 股派发现金红利 0.6 元（含税），2024 年度合计分红比例 45.92%。具体看，24Q4 实现营收 11.80 亿元（-0.33%），归母净利

润 7236 万元 (+10.72%)，扣非归母净利润 6380 万元 (+104.37%)。化妆品业务稳健增长，多渠道稳步推升：1) 分品牌：化妆品板块全年营收 24.75 亿元，同比+2.46%。核心品牌颐莲/瑗尔博士分别贡献 9.63/13.01 亿元，同比分别+12.36%/-3.48%。颐莲喷雾 2.0 迭代成功，膨润面霜销售增长 18%；瑗尔博士益生菌面膜销售额突破 5 亿元，闪充水乳升级后增长 9%。胶原蛋白新品牌珂谧双十一收场大促破 2000 万。2) 分渠道：妆品业务加快多渠道布局，线上天猫渠道聚焦精细化运营，同时积极拓展京东、拼多多等平台增量，瑗尔博士、颐莲入驻微信小店；线下渠道方面，颐莲开设“美妆+文旅”线下旗舰店，瑗尔博士线下店拓展提速，线下直营及加盟店数量突破 500 家。24 年颐莲、瑗尔博士线下渠道累计销售近 3 亿元。医药营收微降、新品驱动增长，原料高端化转型成效显著。1) 医药板块：营收 5.12 亿元，同比-1.41%，毛利率 52.32%，同比-1.07pct。公司推动渠道下沉，通宣理肺胶囊新覆盖 1500 余家医疗机构，销量同比+37%。黄精原浆等新品上市，构建“新中式养生”产品矩阵，加速大健康领域布局。2) 原料及添加剂板块：营收 3.43 亿元，同比-2.43%，毛利率 35.92%，同比+3.62pct，高端化转型成效显著。业务结构优化拉升毛利率。1) 盈利能力：全年毛利率/归母净利率 52.68%/6.11%，同比+6.19/-0.51pct，其中化妆品/医药/原料及添加剂板块毛利率分别为 62.57%/52.32%/35.92%，同比+0.44/-1.07/+3.62pct，化妆品业务占比提升及原料板块效率改善拉动毛利率。2) 费用端：期间费用率 44.77%，同比+3.72pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 36.73%/4.59%/4.19%/-0.73%，同比+5.14/-0.28/+0.84/-1.98pct。盈利预测与投资评级：公司聚焦大健康产业，同时通过组织架构调整和战略聚焦逐步提效，发展趋势向好。考虑到化妆品品牌仍处于升级调整阶段，短期业绩或承压，我们将公司 2025-26 年归母净利润预测由 3.9/4.8 亿元下调至 2.8/3.5 亿元，新增 27 年归母净利润预测 4.1 亿元，对应 PE 分别为 28/22/19X，维持“买入”评级。风险提示：市场竞争加剧，产品推广不及预期等。

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：张家璇
证券分析师：郝越)

紫金矿业 (601899)：2024 年报点评：铜金产品量价齐升，精细化管理业绩成长可期

投资要点 事件：2025 年 3 月 21 日，公司发布 2024 年年报。2024 年公司实现营收 3036 亿元，yoy+3.5%；实现归母净利润 321 亿元，yoy+52%，扣非归母净利 317 亿元，yoy+47%。单季度来看，2024Q4 公司实现营收 732 亿元，yoy+7.1%，环比-8.4%，2024Q4 归母净利为 77 亿元，yoy+55%，扣非归母净利 79 亿元，yoy+24%，环比-4.4%，业绩符合业绩预告。公司 2024 年矿山铜板块量价齐升叠加贸易量增长带动收入高速增长。1) 量增稳健，构建核心护城河：公司作为全球头部矿企，产销量持续增长及完成率为公司核心竞争力，2024 年公司主要产品矿山产铜、金、银产销量均稳健增长，锌、铁精矿略有下降。2024 年公司矿山产铜/金/银/锌/铁精矿销量分别为 82 万吨/68 吨/424 吨/39 万吨/63 万吨，yoy+1.7%/+1.6%/+3.1%/-6.9%/-69.8%。从全口径来看，公司矿产铜/金产量 2024 年为 107 万吨/73 吨，yoy+6%/+7.7%，其中铜增长主要来自赛紫金、赛紫铜、卡莫阿及巨龙铜业（增量分别为 3.2/2.2/1.8/1.2 万吨），金增量主要来自大陆黄金、诺顿金田、陇南紫金及奥罗拉（增量分别为 1.7/1.5/1.1/1.0 吨），截至 2024 年公司为亚洲唯一矿产铜破百万吨矿企，铜/金产量位居全球第四/六，近 5 年矿产铜/金产量 CAGR 为 24%/12%。2) 价增控本，贡

献高增业绩：2024 年公司主要产品中矿山产品毛利率均有提升，主要受到价格上涨及成本降低影响，良好的成本控制能力有望为公司业绩高增提供强劲动力。分品种来看，2024 年主营矿种毛利贡献占比为铜矿/金矿/锌（铅）/白银及铁矿分别为 45%/30%/5%/20%，以铜矿和金矿为例，2024 年矿山产铜及矿山产金毛利率分别为 61%/56%，yoy+6/+11pct，单价+14%/+24%，单位成本-1%/+0.3%，公司铜 C1 成本 2024 年下降 14%，位于全球前 20%分位，黄金 AISC 总维持成本在全球前 15 金矿公司中仍保持行业低位。归母净利核心受毛利提升影响表现高增，公司充分体现超高精细化管理水平。业绩角度，2024 年公司归母净利 321 亿元，同比增长 109 亿元，归母净利率为 10.6%（yoy+3.4pct），其中正向贡献主要为毛利增长 155 亿元，费用端，由于矿山产品业务扩张，税金及附加增加 9.7 亿元，所得税相应增加 39 亿元，其他三费等费率持平微降，充分体现了公司精细化管理较高水平。产量增长指引明确，业绩释放成长可期。矿企核心竞争力之一为产量持续增长，公司核心聚焦铜、金品种，短期 2025 年产量预计铜产量增长 8%至 115 万吨，金产量增长 17%至 85 吨，其中铜增量主要来源核心项目卡莫阿及科卢韦齐项目，长期来看预计 2028E 铜产量为 150-160 万吨，金 100-110 吨，业绩释放成长可期。盈利预测与投资评级：短期我们预计公司主要品种铜金价格保持坚挺，同时公司产量指引增长公司业绩有望持续提升，我们调整公司 2025 年归母净利为 390 亿元（前值为 353 亿元），新增 2026-27 年归母净利为 463/551 亿元，对应 EPS 分别为 1.5/1.7/2.1 元/股，对应 PE 分别为 12/10/9 倍。基于公司为亚洲唯一破百万吨铜企，维持“买入”评级。风险提示：市场竞争格局加剧；地缘政治风险；金属价格不及预期。

（证券分析师：孟祥文 证券分析师：米宇）

中国太平（00966.HK）：2024 年年报点评：可比口径下 NBV+94%，综合投资收益率大幅增长

投资要点 事件：中国太平发布 2024 年业绩：1）归母净利润 76.8 亿元，同比+37.9%；其中 24H2 归母净利润 22.2 亿元，同比+133.4%。寿险/境内财险/境外财险/再保险/资管分别同比+11.6%/+831%/-4.9%/+188%/转亏为盈。2）归母净资产 711 亿港元，较年初-10%，较年中-9.6%。3）ROE 10%，同比+1.5pct。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）假设调整导致 24 年寿险 EV、NBV 绝对值分别减少 26%、36%。2）24 年末集团 EV 为 2169 亿元，同比-12%。可比口径下，集团 EV 和寿险 EV 分别同比+15.3%、+16.4%。3）太平人寿 NBV 84.3 亿元，同比+23.8%；可比口径下 NBV 同比+94%。NBV Margin 20.7%；可比口径下 32.5%，同比+16.6pct。寿险：银保渠道各方位显著提升，代理人人均产能大幅增长。1）可比口径下个险、银保 NBV 分别同比+45%、+411%。可比口径下个险、银保 NBV Margin 分别为 32.6%、32.6%，分别为+10.4pct、+26.7pct。2）太平人寿新单保费同比-2.8%；其中个险/银保分别同比-0.7%/-7.5%。个险长险首年期缴 202 亿港元，同比+1.2%。银保长险首年期缴 154 亿港元，同比-9.1%。产品结构方面，传统寿险同比+31.1%，占比同比+9.7pct，我们认为这是 24 年增额终身寿等传统寿险热销带动了传统寿险占比提升。3）代理人规模 22.6 万人，较年初-3.7%，较年中-0.7%。每月人均期缴原保费较年初+15.4%至 16628 元。我们认为，公司代理人清虚已接近尾声，我们预计 25 年公司人力将企稳回升。财险：各险种占比保持稳定，综合成本率优化。1）太平财险综合成本率 98.1%，同比-0.3pct。2）太平财险原保费收入 343 亿港元，同比+2.7%，其中车险/水险/非水险分别同比

+2.2%/+11.9%/+3.1%。3) 车险/水险/非水险占比分别为61.2%/2.3%/36.4%。投资: 增配债券, 减配股票、基金。1) 集团投资资产规模 15621 亿港元, 较年初+15.8%。债券/股票/基金占比分别为 74.5%/8.3%/4.7%, 分别同比+5.8pct/-0.1pct/-1.4pct。2) 全年总投资收益 665 亿港元, 同比+98%。净投资收益率 3.5%, 同比-0.1pct; 总投资收益率 4.6%, 同比+1.9pct; 综合投资收益率 10.3%, 同比+5pct。我们认为综合投资收益率大幅提升的原因有两点: 1) 高分红股票表现较好, 股票投资浮盈大幅增加; 2) 境内利率下降, OCI 类债券公允价格上涨。首次覆盖, 给予“买入”评级。我们看好公司寿险深入实施高质量发展战略, 聚焦负债结构转型, 全面推进分红险转型; 产险坚持效益为先。结合公司 2024 年经营情况, 我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 93/109/125 亿港元, 当前市值对应 2025E PEV 0.24, 估值仍低。首次覆盖, 给予“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)

永兴材料 (002756): 2024 年年报点评: Q4 业绩受技改项目影响, 成本优势依然显著

投资要点 Q4 业绩偏预告下限, 基本符合预期。公司 24 年营收 80.7 亿元, 同-34%, 归母净利润 10.4 亿元, 同-69%, 扣非归母净利 8.9 亿元, 同-72%; 其中 24Q4 营收 18.4 亿元, 同环比-26%/+6%, 归母净利润 0.7 亿元, 同环比-80%/-64%, 扣非归母净利 1.2 亿元, 同环比-67%/-29%, 非经常性损益主要为项目技改计提 0.8 亿元资产处置损失。公司此前预告 24 年归母净利 10.3-12.3 亿元, 业绩偏预告下限。碳酸锂 Q4 商誉减值影响利润, 25 年产量受技改影响, 26 年新产能贡献增量。24 全年碳酸锂销量 2.6 万吨, 同减 3.9%, 其中我们预计 Q4 销量 0.65 万吨+, 环增 5%+; 公司 1 万吨碳酸锂冶炼产能技改项目于 25 年 1 月开工, 建设期预计 9 个月, 我们预计 25 年碳酸锂产量 2.5 万吨+; 公司规划 26 年投产 2 万吨冶炼产能, 总产能达 5 万吨。盈利方面, 24 年碳酸锂收入 19 亿元, 对应含税均价 8.4 万元, 单吨营业成本 4.7 万元, 全成本 5.2-5.3 万元, 其中 24Q4 含税均价 7.5 万元左右, 全成本 5 万元+, 单吨利润近 1 万元, 永诚锂业商誉减值影响 0.25 亿元利润, 我们预计碳酸锂贡献 0.2-0.3 亿元扣非净利。特钢盈利能力优异, 贡献稳定利润。24 年公司特钢销量 30 万吨, 同比减少 2.4%, 贡献收入 57 亿元, 同比减少 18%, 我们预计归母净利 4.5 亿元左右, 其中 Q4 归母净利 1 亿元左右, 环比持平; 我们预计 25 全年有望维持 4.5-5 亿元稳定利润。Q4 经营性现金流明显好转, 资本开支放缓。公司 24 年期间费用率 3.8%, 同+1.1pct, 其中 Q4 费用率 6.5%, 同环比+3.3/2.1pct; 24 年经营性净现金流 7.9 亿元, 同-80%, 其中 Q4 经营性现金流 4 亿元, 同环比-14%/+378%; 24 年资本开支 2.4 亿元, 同-32%, 其中 Q4 资本开支-0.3 亿元, 同环比+13%/-121%; 24 年末存货 7.5 亿元, 较年初-31%。盈利预测与投资评级: Q1 锂价底部区间震荡, 我们下调 2025 年盈利预测, 基本维持 2026 年盈利预测, 预计公司 25-27 年归母净利润为 9.0/12.1/16.8 亿元 (25-26 年原预期为 10.0/12.1 亿元), 同比-14%/+35%/+38%, 对应 PE 为 20x/15x/11x, 考虑公司资源优势突出, 成本优势显著, 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)

劲仔食品 (003000): 劲仔食品 2024 年报点评: 平稳收官, 盈利改善
投资要点 事件: 公司 2024 年实现营收 24.12 亿元, 同比+16.8%; 归

母净利润 2.91 亿元，同比+39%；扣非净利润 2.6 亿元，同比+39.9%。2024Q4 实现营业总收入 6.4 亿元，同比+11.9%，环比-0.4%；归母净利润 0.8 亿元，同比+0.3%；扣非净利润 0.7 亿元，同比-7%。2024 年平稳收官，鹤鹑蛋增速略有放缓。2024 年鱼制品/豆制品/禽肉制品/蔬菜制品分别实现营收 15.3/2.5/5.1/0.8 亿元，同比+18.8%/13.9%/12.7%/9.6%。1) 鱼制品仍有不错增长，量贩渠道带来一定增量，传统渠道也有稳定增长。2) 鹤鹑蛋预计全年销售额 4 亿元左右，2024H2 因基数较高增速略放缓。全年成本回落盈利能力提升。2024 年实现毛利率 30.5%，同比+2.3pct，得益于成本回落；销售费用率同比+1.2pct，主要是综艺增加投流；管理费用率同比-0.3pct，得益于规模效应。实现净利率/扣非净利率 12.2%/10.8%，同比+1.9/1.8pct。2024Q4 实现毛利率 31.0%，同比-1.6pct，环比+0.7pct，同比回落主要是 2023Q4 毛利率基数较高，以及新采购季鱼干成本上涨，环比有提升主要是费用 Q4 有收缩（货折体现在毛利率端）。2024Q4 销售费用率同比+1.6pct，环比-1.8pct，原因也如上。24Q4 实现净利率/扣非净利率 12.0%/11.2%，同比-1.5/-2.3pct。继续强化鹤鹑蛋品类心智，积极开拓新渠道。鹤鹑蛋继续坚持做品牌，后续考虑拓宽流通渠道，随着成本回落和产能爬坡，鹤鹑蛋毛利率也有提升。渠道方面，公司积极接洽会员制商超，线上渠道思路也有转变，在不扰乱价盘的情况下定位为引流渠道。盈利预测与投资评级：考虑到鱼干成本上涨，我们略下调此前盈利预测，我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 3.11/3.70/4.13 亿元（此前 2025-2026 年分别为 3.41/4.02 亿元），同比+6.9%/+18.9%/+11.5%，对应 PE 为 18/15/13X。维持“买入”评级。风险提示：食品安全风险，原材料价格波动，行业竞争加剧。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：李茵琦）

比亚迪（002594）：2024 年年报点评：24 年销量业绩破浪领航，25 年王牌连出再启新程

投资要点 Q4 业绩符合市场预期。公司 24 年营收 7771 亿元，同增 29%，归母净利润 403 亿元，同增 34%，毛利率 19.4%，同减 0.8pct（追溯后+0.9pct），归母净利率 5.2%，同增 0.2pct；24 年 Q4 营收 2749 亿元，同环比+53%/+37%，归母净利润 150 亿元，同环比+73%/+29%，毛利率 17%，同环比-4.2/-4.9pct（追溯后同环比持平），归母净利率 5.5%，同环比+0.6/-0.3pct。此外，公司 24 年拟现金分红 121 亿元，占比归母净利约 30%，股息率 1.1%。24 年销量 427 万辆，25 年维持 25-30%增长。公司 24 年销量 427 万辆，同增 41%，国内市占率 35%，同增 0.7pct，出口 42 万辆，同增 72%，高端车销量 19 万辆，同增 40%，其中腾势/仰望/方程豹销 12.6/7.5/5.6 万辆，同比-1%/+273%/+887%。Q4 销量 152 万辆，同环比+61%/+34%，其中 Q4 出口 12 万辆，同环比+23%/+26%，高端车销量 6.3 万辆，同环比+46%/+43%，二者合计占比 12%，环比-0.2pct。公司 25 年推出超级 e 平台，打造 10C 兆瓦级闪充，叠加智驾平权+dmi 出海，我们预计全年销量 530-550 万辆，智驾占比 60-80%，出口翻倍至 80 万辆+。Q4 单车盈利基本稳定，25 年预计维持 9 千元+。根据我们测算，公司 24 年单车价格 15.9 万元(含税)，同降 12%，单车毛利 3.3 万元，单车净利 0.88 万元，同降 4%。其中 Q4 单车价格 16.3 万元(含税)，环增 4%，单车毛利预计 2.9 万元（追溯后 3.7 万元，环增 1 千元），单车净利 0.93 万元，环比持平（加回经销商年终奖励，预计环增 500 元），合计贡献 142 亿。25 年公司全面普及智驾车型，预计单车成本增加 4 千左右，但出口+高端化占比有望升至 25%，叠加规模效应带动单车折旧下降，预计单车利润维持 9 千元+。比亚迪电子 24 年利润同增 6%。比亚迪电子 Q4 收

入 552 亿元，同环比+75%/+27%，毛利率 5.9%，同环比-2.2/-2.6pct，权益净利 8 亿元，同环比+15%/-22%，24 年收入 1773 亿元，同增 36%，毛利率 6.9%，同降 1.1pct，权益利润 28 亿元，同增 6%。研发费用持续高增，经营性现金流亮眼。公司 24 年期间费用 971 亿元，同增 27%，费用率 12.5%，同-0.2pct，其中 Q4 期间费用 265 亿元，同环比+3%/-9%，研发费用 199 亿，环增 45%，费用率 9.6%，同环比-4.6/-4.8pct；24 年其他收益 141 亿，同增 167%。24 年经营性净现金流 1335 亿元，同降 21%，其中 Q4 经营性现金流 772 亿元，同环比+7%/+83%；24 年资本开支 963 亿元，同减 21%，其中 Q4 资本开支 273 亿元，同环比+30%/+24%；24Q4 末存货 1160 亿元，较年初增长 32%。盈利预测与投资评级：我们基本维持此前对公司 25-26 年归母净利润 531/651 亿元的预期，新增 27 年归母净利润预测 781 亿元，25-27 年同增 32%/23%/20%，对应 PE 21/18/15x，给予 25 年 28x，目标价 489 元，维持“买入”评级。风险提示：原材料价格波动，销量不及预期。

(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：朱家佟)

阳光电源 (300274)：光储需求旺盛，全球龙头增长确定

投资要点 深耕逆变二十载，品牌沉淀深厚，铸就光储龙头：公司深耕光储赛道、业绩持续成长：23 年营收/归母净利润 722.5/94.4 亿元，同增 80%/163%，其中光伏逆变器占比 38.3%，储能系统 24.6%；光伏逆变器/储能系统毛利率较高，23 年分别为 37.93%/37.47%。24H1 营收/归母净利润 310/ 50 亿元，持续增长。营收稳健增长，保持较高盈利能力：公司 24Q1-3 营收 499.5 亿元，同比+7.6%，归母净利润 76.0 亿元，同比+5.2%，毛利率 31.3%，同比持平，归母净利率 15.2%，同比-0.3pct；其中 24Q3 营收 189.3 亿元，同环比 6.4%/2.8%，归母净利润 26.4 亿元，同环比-8%/-7.8%，毛利率 29.5%，同环比-4.9/0pct，归母净利率 14%，同环比-2.2/-1.6pct。大储市场爆发确定性高，美国维持高增，欧洲、新兴市场进入并网高峰期。①美国：24 年 12 月并网力度不及预期，装机 4.1GWh，同环比-2%/+155%；全年 28GWh，同比+50%；大储备案量屡创新高，看好 25 年装机。②国内：24 年装机 43.7GW/109.8GWh，同增 103%/136%，超市场预期；招标量高达 121GWh，同比增长 76%。③欧洲：预计 24 年装机 8GWh，同增 125%，预计 25 年继续爆发。④中东：继阳光中标沙特 SEC 二期 7.8GWh 项目之后，比亚迪中标 SEC 三期 12.5GWh 订单，宁德中标阿布扎比 Masdar 数据中心项目 20GWh，预计 25 年中东储能市场装机爆发。盈利预测与投资评级：考虑到公司美国相关业务可能受关税影响，我们下调 24~26 年归母净利润至 110/130/155 亿元（原值为 110/140/169 亿元），同比 17%/18%/19%，对应 PE 为 13/11/9X，考虑公司逆变器、储能业务毛利率表现较好，全球储能出货继续高增，盈利能力维持高位，给予公司 2025 年 18xPE，对应目标价 113 元，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：胡隽颖)

龙净环保 (600388)：2024 年报点评：矿山风光加速贡献，绿色矿山业务边界扩张

投资要点 事件：公司公告 2024 年年报，2024 年营业收入 100.19 亿元，同比减少 8.69%；归母净利润 8.3 亿元，同比增长 63.15%；扣非归母净利润 7.61 亿元，同比增长 119.25%；加权平均 ROE 同比提高 3.39pct，至 10.13%。预告中值偏上，新能源业务大增。公司 2024 年

业绩预增预告中预计 2024 年归母净利润 8-8.5 亿，此次公告 2024 年归母净利润 8.3 亿（同比+63.15%）预告中值偏上。2024 年公司实现营业收入 100.19 亿元（同比-8.7%），毛利润 24.88 亿元（同比-4.2%），分业务来看 1）环保设备制造：实现营收 85.76 亿元（同比-12.8%），毛利润 21.09 亿元（同比-8.3%），毛利率 24.6%（同比提升 1.2pct）；2）项目运营：实现营收 6.52 亿元（同比-14.4%），毛利润 1.67 亿元（同比-20.3%），毛利率 25.6%（同比下降 1.9pct）；3）新能源业务：实现营收 4.30 亿元（同比+1073%），毛利润 1.22 亿元（同比+613%），毛利率 28.4%（同比减少 18.25pct）。 矿山风光加速贡献，绿色矿山业务边界扩张。1）矿山风光：2024 年发电业务实现营收 1.20 亿元（同比+231%），毛利润 0.75 亿元（23 年同期为 0.17 亿元），毛利率 62.2%（同比提升 14.95pct）。2024 年西藏拉果错源网荷储一期 200MW 光伏+504MWh 储能、新疆乌恰一期 300MW 光伏、塞尔维亚、圭亚那、马诺诺等一批重点项目相继建成发电，截至报告期已建成机组容量合计超 1GW。2024 年重点子公司紫金龙净清洁能源实现净利润 0.23 亿元，阿里紫金清洁能源实现净利润 0.41 亿元。2）储能业务：2024 年储能业务实现营收 3.09 亿元，毛利润 0.47 亿元，毛利率 15.2%。储能电芯业务与亿纬锂能实现战略合作，产线产能、优率和质量得到快速提升，产线优率进入行业第一梯队。截至 2024/12/31 在手储能系统及设备销售合同 13.34 亿元。3）矿山装备：新能源矿卡业务实现首批车辆交付，在新疆建成国内最大的矿卡全自动换电站，开辟全新业务模式，公司旗下龙净联晖受让湖南创远高新 15.87% 股份，进军矿山机械设备制造领域。 大气环保稳健，订单充沛。大气环保维持龙头地位，挖掘设备改造、售后增值等存量市场价值，加速出海。2024 年新增环保工程合同共计 101.27 亿元（电力占 59%，非电占 41%），同比基本持平（2023 年为 102.87 亿元），截至 2024/12/31 在手环保订单 187.39 亿元（2023 年末在手订单为 185 亿元），新增订单稳健，在手订单充沛。经营净现金流同比+28%，分红率 43%。2024 年公司 1）经营活动现金流净额 21.77 亿元，同比增加 27.58%；2）投资活动现金流净额-28.95 亿元，同比减少 311.12%；3）筹资活动现金流净额 5.96 亿元，同比增加 364.66%。公司拟向股东每股派发现金红利 0.28 元（含税），预计将派发现金红利 3.56 亿元（含税），分红比例 42.82%。根据公司 2024-2026 年度现金分红规划，3 年现金分红累计不少于 3 年累计实现可分配利润的 40%，承诺分红重视股东回报。 盈利预测与投资评级：考虑项目投产进度和储能项目盈利情况，我们下调 2025-2026 年归母净利润预测从 14.8/20.3 至 12.3/15.3 亿元，预计 2027 年归母净利润 17.5 亿元，2025-2027 年 PE 13/11/9x（2025/3/24），维持“买入”评级。 风险提示：紫金矿业矿山扩产进度不及预期，市场竞争加剧

（证券分析师：袁理 证券分析师：曾朵红 证券分析师：任逸轩）

昊海生科（688366）：2024 年报点评：玻尿酸保持较快增长，眼科骨科消化集采影响

投资要点 事件：2024 年，公司实现营业总收入 26.98 亿元，同比增长 1.64%，实现归母净利润 4.20 亿元，同比增长 1.04%，实现扣非归母净利润 3.79 亿元，同比下降 1.12%。2024Q4 季度，公司实现营业总收入 6.23 亿元，同比下降 7.35%，实现归母净利润 0.80 亿元，同比下降 10.93%，实现扣非归母净利润 0.58 亿元，同比下降 26.83%。业绩符合我们预期。 玻尿酸收入增长亮眼，眼科骨科产品消化集采影响：2024 年，公司四大业务板块，医疗美容与创面护理/眼科/骨科/防粘连及止血产品，分别实现收入 11.95/8.58/4.57/1.46 亿元，分别同

比变化+13.08%/-7.60%/-4.11%/-0.58%。其中，1) 医美业务在第三代高端玻尿酸带动下保持增长，2024 年玻尿酸收入 7.42 亿元，同比增长 23.23%；人表皮生长因子收入 1.89 亿元，同比增长 10.69%；射频及激光设备收入 2.64 亿元，同比下滑 6.97%。2) 眼科业务消化人工晶状体和眼科粘弹剂集采影响，收入有所下滑；白内障手术产品线收入 4.21 亿元，同比下降 15.33%，其中人工晶状体、眼科粘弹剂分别下降 14.06%、19.53%；视光材料实现收入 2.05 亿元，同比下降 2.01%；视光终端产品收入 1.98 亿元，同比增长 2.84%。3) 骨科产品消化省级集采影响，收入有所下滑；2024 年玻璃酸钠注射液、医用几丁糖销售收入分别同比下降 7.14%、同比增长 1.75%，玻璃酸钠注射液在浙江等地的省级带量采购进入执行阶段，导致产品销售价格有所下降，收入下滑。4) 防粘连及止血产品，2024 年医用几丁糖、医用透明质酸钠凝胶收入同比下降 4.77%、4.35%，主要系受到高值耗材控费控量等政策因素影响；新型止血材料胶原蛋白海绵收入同比增长 22.12%，主要受益于“3+N”联盟集中带量采购中以第一序列成功中选带来销量增长。销售毛利率与净利率有所下降，总体费用率基本稳定：2024 年公司销售毛利率/销售净利率分别为 69.88%/13.95%，分别同比变化 -0.62pp/-1.58pp。一方面，高毛利率医美玻尿酸产品营收占比提升带来毛利率提升，但另一方面，人工晶状体、眼科粘弹剂及骨科玻璃酸钠注射液等产品受集采影响价格下降，导致毛利率下降。公司整体费用率基本稳定，2024 年，公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 28.95%/16.41%/8.86%/-1.81%，分别同比变化 -1.74pp/+0.67pp/+0.57pp/+0.53pp。盈利预测与投资评级：考虑到消费环境与市场竞争格局变化，我们将公司 2025-2026 年归母净利润预期由 5.11/6.32 亿元，下调至 5.06/5.98 亿元，预计 2027 年为 6.96 亿元，对应当前市值的 PE 估值分别为 27/23/20 倍，维持“买入”评级。风险提示：市场竞争加剧的风险，新产品市场推广不及预期风险，集采政策不确定性风险。

(证券分析师：朱国广 证券分析师：冉胜男)

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>