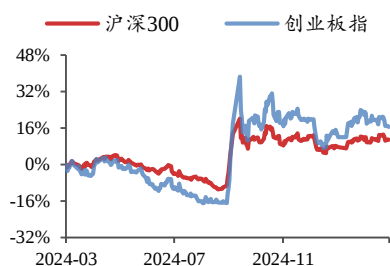


2025 年 03 月 26 日

开源晨会 0326

——晨会纪要

沪深 300 及创业板指数近 1 年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
煤炭	1.897
基础化工	1.241
公用事业	1.225
石油石化	0.856
农林牧渔	0.751

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
通信	-2.245
计算机	-2.151
电子	-1.825
传媒	-1.582
汽车	-1.517

数据来源：聚源

吴梦迪（分析师）

wumengdi@kysec.cn

证书编号: S0790521070001

观点精粹

总量视角

【宏观经济】狭义财政支出更“用力”——宏观经济点评-20250325

【固定收益】2025 年城投净融资边际有所回暖——固收专题-20250325

行业公司

【电力设备与新能源】首次明确深海科技为新质生产力，海上风电是重要应用领域——行业点评报告-20250325

【农林牧渔】供强需弱致肉鸡价格承压，期待五一和端午提振消费需求——行业
点评报告-20250325

【农林牧渔】供给压力减弱需求边际向好，猪价中枢或逐步上移——行业点评报告-20250325

【银行】存款利率期限倒挂的原因简析——行业点评报告-20250324

【家电：TCL 电子(01070.HK)】全年业绩超预期，美国线下渠道结构调整效果显著——港股公司信息更新报告-20250325

【农林牧渔：巨星农牧(603477.SH)】成本稳步下降优势显著，出栏高增持续成长——公司信息更新报告-20250325

【轻工：布鲁可(00325.HK)】2024 收入快速攀升，产品、IP 及渠道赋能拉动成长——港股公司信息更新报告-20250325

【海外：英伟达(NVDA.O)】“三芯”齐驱，高速互联，再战 10 万卡集群——美股公司首次覆盖报告-20250325

【食品饮料：舍得酒业(600702.SH)】2024 年主动降速，2025 年蓄势增质——公司信息更新报告-20250325

【食品饮料：金徽酒(603919.SH)】2024 年增速靓丽，2025 年稳中求进——公司信息更新报告-20250325

【海外：康耐特光学(02276.HK)】主业结构升级驱动增长，布局 XR 提振远期空间——港股公司首次覆盖报告-20250325

【煤炭开采：上海能源(600508.SH)】煤价下跌致全年业绩承压，关注破净修复与提分红——公司 2024 年报点评报告-20250325

【煤炭开采：中煤能源(601898.SH)】自产煤成本管控效果凸显，关注高分红潜力和成长性——公司 2024 年报点评报告-20250325

【煤炭开采：金能科技(603113.SH)】烯烃及炭黑盈利下滑拖累业绩，关注周期底部修复——公司 2024 年报点评报告-20250325

【煤炭开采：中国神华(601088.SH)】高长协和一体化致业绩稳健，高分红行业标杆——公司 2024 年报点评报告-20250324

【煤炭开采：新集能源(601918.SH)】煤电一体化彰显业绩韧性，关注电力和煤炭成长性——公司 2024 年报点评报告-20250324

研报摘要

总量研究

【宏观经济】狭义财政支出更“用力”——宏观经济点评-20250325

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 沈美辰（分析师）证书编号：S0790524110002

事件：1-2月，全国一般公共预算收入43856亿元，全国一般公共预算支出45096亿元。政府性基金预算收入6381亿元，政府性基金预算支出11358亿元。

2025年税收与非税收入的失衡有望得到纠正

1、2025年首两月财政收入较上年同期下滑。2025年1-2年公共财政收入4.4万亿元，同比下滑1.6%，收入处于近5年同期偏低水平。从结构看，税收收入同比减少，非税收入增速大幅放缓。1-2月合计，税收收入同比下降3.9%，较2024年12月增速放缓；非税收入增速由12月的94%下降到11%。四大税种中，增值税、个税、消费税收入均正增。增值税收入录得15128亿元，同比增长1.1%，虽为正增长但增幅较12月缩窄。企业所得税录得9113亿元，同比下降10.4%。企业所得税和非税收入增速同时回落，地方控制非税收入和企业税收缴力度。2024年财政“冲高”非税收入，加大部分国有企业所得税征缴力度，而2025年2月非税收入和企业所得税增速同时回落，或体现地方对国企的税收征缴力度减轻，2025年财政预算草案指向收入端将减少对非税收入的依赖。个人所得税受基数影响走高。1-2月个人所得税同比增长27%，2024年春节较晚，个人奖金等个税入库时间会延后，因此2024年基数较低。消费税基本持平2024年同期，增长0.3%。其他税种方面，房产税、城镇土地使用税保持高增，分别同比增长9.8%、5.3%。车辆购置税增速大幅下滑至-33%，2024年同期基数较高。2025年购车“国补”上线，预计带动汽车消费。契税持续下滑，外贸企业出口退税下降17%。

总体看，年度预算草案中预计全年税收收入增长3.7%，前两月暂时未达到目标，尽管个税在低基数下大幅抬升，但多数税种持平或负增；好的方面是，非税收入退坡初步得到验证，若后续经济回升的动能增强，税收收入有望稳步改善。

2、1-2月财政支出强度高于季节性水平。1-2月公共财政支出45096亿元，同比增长3.4%，支出增速显著强于收入。从季节性看，前两个月支出绝对值高于近3年水平。支出进度看，前两个月约为全年支出进度的15.2%，略低于2024年，但高于近3年均值。支出结构看，民生类支出强度高于基建类支出。前两个月民生和科技类支出节奏较快，教育、社保和就业支出分别同比增长8%和7%，科技类支出依旧强势，同比增长11%；文旅体育支出增长5%。与之相对的基建类支出力度相对偏弱。农林水事务、城乡社区事务支出分别同比下降10.5%、7%，或与同期较高的基数有关，交运支出小幅正增长，同比增长2.3%。年度预算报告中支出“重民生科技”“轻基建”的特征较为明显，财政对基建的支持不会显著减弱，但2024年同期基数偏高，2025年一季度基建支出的增速或边际放缓。

当前财政狭义支出发力强于广义支出

卖地收入改善持续性不佳。1-2月全国政府性基金收入6381亿元，下降10.7%，收入为3年来同期最低值。其中地方本级政府性基金收入5573亿元，同比下滑13%。地方国有土地出让金收入4744亿元，同比下降16%（前值为+0.7%）。土地出让收入再度转为负增。2024年底土地市场的改善并未延续到1-2月，地产销售逐渐企稳，政府工作报告“持续用力推动房地产市场止跌回稳”，各地专项债收储蓄蓄势待发，土地市场回暖或可期待。

3月专项债发行提速，二季度广义财政支出有较大提升空间。1-2月政府性基金支出11358亿元，同比增长1.2%，延续了12月以来的正增长。政府性基金支出进度约为全年目标的9.1%，略弱于2024年同期（9.3%）和近3年平均水平。截至3月24日，一季度新增专项债发行共计9148亿元，约完成全年目标的1/5。截至目前发行节奏快于2024年，但慢于2023、2022年。3月专项债发行明显提速，预计资金将尽快用于项目支出。另外，二季度超长期

特别国债有望发行，广义财政支出将大幅扩张，支撑基建投资。

总体看，2025 年前两月第一本账支出超季节性强势，广义财政支出发力强度较为适中，专项债发行进度快于 2024 年，但形成广义财政支出的速度仍有提高空间。财政部提出“加快支出进度”，后续支出进度或进一步提升，财政支出方向将以“惠民生、促消费”为主。

风险提示：经济超预期下行；政策执行力度不及预期。

【固定收益】2025 年城投净融资边际有所回暖——固收专题-20250325

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 刘瑞（分析师）证书编号：S0790525010001

2025 年以来，全国城投债净融资额同比增长 7.6%

截至 2025 年 3 月 24 日，全国城投债发行规模 13331.0 亿元，净融资规模 1918.0 亿元，同比增长 7.6%，其中，2 月净融资额为 1344.3 亿元，高于 2023 年 7 月以来的绝大多数月份，3 月净融资规模继续为正。

从发行主体来看，共有 607 家主体为净融入状态，净融资规模前五的主体分别是青岛城市建设投资(集团)有限责任公司、成都兴城投资集团有限公司、西安高新控股有限公司、广州市城市建设投资集团有限公司和云南省交通投资建设集团有限公司。

从审批机构来看，交易所和交易商协会发行规模分别为 5148.5 亿元和 8183.2 亿元，分别占比 38.6%和 61.4%。

从募集资金用途来看，仍包括“借新还旧”、“偿还有息债务”和“项目建设及补充流动资金”，同比变动不大。

大部分区域 2025 年以来净融资额均为正且同比有所上升

(1) 发行规模及净融资规模均优于去年的区域：山东、广东、广西、云南、甘肃、贵州、湖北、河北等。其中，广东净融资规模较去年同期增长 322 亿元，云南增长 145 亿元，湖北增长 136 亿元，甘肃增长 79 亿元，广西增长 73 亿元，山东增长 72 亿元，贵州增长 66 亿元。

(2) 发行规模虽不及去年，但偿还端明显收缩，因而净融资优于去年的区域有：天津、四川和吉林，净融资规模同比增长分别达 191 亿元、31 亿元和 27 亿元。

(3) 净融资规模同比有所下降的区域主要有江苏、湖南、安徽等。

城投公司市场化转型进度加快推动净融资额边际回暖

城投公司市场化经营主体的公告声明从 2023 年 10 月开始增多，其核心目标系通过宣布自身具备自负盈亏的能力从而实现新增融资，拓展其融资渠道并实现业务模式转型。

截至 2025 年 3 月 24 日，全国共有市场化经营主体 402 家，2024 年至今市场化经营主体新增 340 家，城投公司市场化转型进度加快。市场化经营主体净融资额合计 885.7 亿元，对净融资规模总量贡献较大。其中，402 家市场化经营主体中从事产投业务主体占比约 30%，其次为综合性业务及基础设施建设类业务的主体。从区域上来看，浙江、山东、江苏、河南数量最多，分别为 92 家、65 家、43 家和 40 家，合计达到 240 家，占全部的比重为 59.7%。

持续观测边际变化，期待融资与投资空间打开

截至 2025 年 3 月 24 日，城投债整体净融资额边际有所回暖，但城投债到期规模仍较大，2025 年，全国城投债到期规模合计 44776.3 亿元，(假设含权债 100%行权)，偿债高峰为 3 月和 4 月，到期规模分别为 6816.4 亿元和 5552.0 亿元。

从区域分布来看，江苏、山东和浙江等地到期规模相对较大，主要系区域内城投公司数量众多，前期发行规模较大所致。未来需要持续观测二季度城投净融资边际变化。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

行业公司

【电力设备与新能源】首次明确深海科技为新质生产力，海上风电是重要应用领域——行业点评报告-20250325

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001 | 陈诺（联系人）证书编号：S0790123070031

政府工作报告首次提及深海科技

《2025 年政府工作报告》强调要培育壮大新兴产业、未来产业，开展新技术新产品新场景大规模应用示范行动，推动深海科技等新兴产业安全健康发展，深海科技首次作为战略性新兴产业重点发展方向。海上风电是深海科技的重要应用领域和实践载体之一，我们认为，在政策的支持下深远海海上风电有望快速发展。此外，二季度将是海上风电开工窗口期，作为“十四五”的收官年，叠加过往积压项目较多，2025 年或是海上风电装机大年，市场信心有望与上游出货迎来共振，板块当前仍处于历史低位，配置上游优质零部件标的具有一定性价比。

多地发布海洋产业中期规划，助力提升深海新质生产力

3 月 15 日，深圳积极响应国家海洋强国战略，召开“深海未来 2025——科技引领海洋新质生产力大会”，深圳市海洋发展局分别与华为、腾讯签署战略合作协议。3 月 20 日，上海市海洋局将编制《上海市海洋产业发展规划（2025-2035）》纳入 2025 年重大行政决策事项，积极完善现代海洋产业体系。随着各地方政府跟进规划，海洋经济发展提速。

海上风电是深海科技的重要应用领域，助力海洋经济高质量发展

除了新能源发电，海上风电正在探索与产业融合。“海上风电+海洋牧场”已成为海风开发的主要趋势之一，应用项目包括汕尾中广核后湖 500MW 项目、中广核莱州 304MW 项目等等，不仅可以通过养殖利润收入覆盖风电项目建设成本，而且在风机基础周围建设海产品养殖和牧场平台，可以提高生物养殖容量。海上风电积极助力海洋经济高质量发展和海洋强国建设。近期海风项目订单频传，产业链业绩清晰度提升。3 月 22 日，东方电缆公告，中标中广核阳江帆石二 500kV 海缆、三峡阳江青州五、七 66kV 海缆，合计项目金额为 17.64 亿元。3 月 24 日，大金重工公告，中标欧洲某海上风电项目超大型单桩产品，项目金额折合人民币约 9.86 亿元，将于 2026 年交付完毕。国内、欧洲海风项目陆续推进，行业拐点趋势明确。

投资建议：

（1）海缆：作为电力和通信的传输载体，受益标的：东方电缆、中天科技、起帆电缆、亨通光电、宝胜股份。

（2）海工装备：导管架、单桩作为海洋平台的基建，推荐大金重工，受益标的：海力风电、泰胜风能、天顺风能、天能重工。锚链作为深海平台的系泊系统，受益标的：亚星锚链。

（3）铸锻件：风电下游交付起量，零部件结构性交付紧张，受益标的：金雷股份、日月股份、振江股份。

风险提示：政策变动风险；风电装机不及预期；大宗原材料上涨；

【农林牧渔】供强需弱致肉鸡价格承压，期待五一和端午提振消费需求——行业点评报告-20250325

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001 | 王高展（联系人）证书编号：S0790123060055 | 朱本伦（联系人）证书编号：S0790124060020

供强需弱致肉鸡价格承压，期待五一和端午提振消费需求

白羽鸡：鸡价下跌叠加饲料成本上行，2 月白鸡养殖利润亏损加剧。（1）价格：2025 年 2 月全国白羽肉鸡销售均价 6.05 元/公斤，环比-1.36 元/公斤，养殖利润-3.61 元/羽，环比-1.88 元/羽。（2）种鸡存栏：2 月末行业白羽请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

祖代种鸡总存栏量 209.93 万套，环比-1.9%，其中在产环比-0.4%，后备环比-4.1%。父母代种鸡总存栏 3704.16 万套，环比-0.4%，其中在产环比+1.8%，后备环比-3.7%。祖代种鸡存栏、父母代种鸡存栏处于近 5 年来相对高位，种源供应充足。(3) 海外禽流感进展：截至 2 月底，美国禽流感疫情仍然严重，1-2 月美国禽类死亡数量已超 3500 万只，持续关注海外禽流感疫情对国内白鸡价格的支撑情况。

黄羽鸡：供给宽松背景下，节后需求疲软导致 2 月黄鸡价格低迷。2 月黄羽鸡父母代鸡苗销量 532.99 万套，环比-3.4%，商品代鸡苗销量 1.22 亿羽，环比-11.2%。2 月末黄羽祖代种鸡总存栏量 278.17 套，环比+6.29%，处于 2020 年以来最高位，父母代种鸡总存栏 2265.47 万套，环比-0.90%。2 月我国中速黄羽鸡销售均价 10.48 元/公斤，月环比-7.26%，黄鸡供给充足背景下，需求疲软导致黄鸡价格下行。

蛋鸡：供强需弱致蛋价下行，期待五一和端午需求回暖提振价格。2 月末蛋鸡苗价格 4.35 元/只，环比-1.14%，鸡蛋棚前批发价 6.68 元/公斤，环比-17.94%，蛋鸡养殖利润-15.29 元/羽，环比-32.38 元/羽。供给方面，2024 年 5 月起蛋鸡养殖持续盈利推动下半年养户补栏积极性增强，在产蛋鸡存栏量攀升至近年高位，新增产能在 2025Q1 释放，导致全国鸡蛋供应充足。需求方面，春节后步入鸡蛋消费淡季，下游需求承接有限。按照过往规律，预计 4 月左右蛋价触底，五一及端午消费需求提振下，蛋价有望回暖。

2 月白羽肉鸡苗销量、收入、均价变化不一

(1) 益生股份：2 月鸡苗销量 5230.88 万只，环比-3.70%；销售均价 2.36 元/羽，环比-0.31 元/羽。(2) 民和股份：2 月鸡苗销量 2541.30 万只，环比-1.33%；销售均价 2.15 元/羽，环比-0.28 元/羽。(3) 晓鸣股份：2 月鸡产品销量 2724.46 万只，环比+3.45%；销售均价 4.24 元/羽，环比+0.17 元/羽。

2 月白羽鸡肉销量、收入、均价环比下降

(1) 仙坛股份：2 月鸡肉销量 3.03 万吨，环比-16.16%；销售收入 2.39 亿元，环比-24.89%；销售均价 7884.97 元/吨，环比-10.27%。(2) 圣农发展：2 月鸡肉销量 8.55 万吨，环比-8.71%；鸡肉销售收入 8.36 亿元，环比-10.80%；销售均价 9777.78 元/吨，环比-2.22%。

2 月黄羽鸡销量、收入、均价环比下降

(1) 温氏股份：2 月肉鸡销量 0.82 亿只，环比-13.12%；销售均价 10.43 元/公斤，环比-8.51%。(2) 立华股份：2 月肉鸡销量 3286.25 万只，环比-27.15%；销售均价 10.37 元/公斤，环比-11.97%。(3) 湘佳股份：2 月活禽销售 384.00 万只，环比-3.69%；销售均价 8.72 元/公斤，环比-10.12%。

风险提示：禽业疫病不确定性；消费复苏不及预期等。

【农林牧渔】供给压力减弱需求边际向好，猪价中枢或逐步上移——行业点评报告-20250325

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001 | 王高展（联系人）证书编号：S0790123060055 | 朱本伦（联系人）证书编号：S0790124060020

行业：供给压力减弱需求边际向好，猪价中枢或逐步上移

生猪供给压力减弱需求边际向好，猪价中枢有望逐步抬升。据涌益咨询，2025 年 2 月全国生猪销售均价 14.81 元/公斤，环比-6.15%，同比+2.78%。涌益监控样本 2025 年 2 月日均屠宰量 12.61 万头，环比-31.77%。涌益样本 3 月日均计划出栏较 2 月日均实际出栏-7.86%。猪价下行压力最大时段（元宵节后至 3 月中旬）已过，展望后市需求边际向好，供给压力减弱，2025Q2-Q3 存在阶段供给缺口且是季节性猪价上行期，长短期猪价均有支撑，猪价中枢有望逐步上移。

年后生猪出栏均重偏大但仍处正常区间，标肥价差季节性收窄对猪价压制有限。截至 2025 年 3 月 20 日，涌益样本生猪出栏均重 128.40 公斤/头，周环比+0.48 公斤/头，周同比+3.73 公斤/头，150kg 肥猪较 120kg 标猪溢价收窄至 0.40 元/公斤（周环比-0.18 元/公斤）。2025 年 2 月中旬以来生猪出栏均重高于 2024 年同期但仍处 120-140

公斤规模化屠宰偏好体重段，均重上行系年后季节性增重、油罐车事件后消费偏好肥猪（猪油替代）等因素影响，当前生猪出栏均重整体仍处正常区间，气温升高及饲料原料价格中枢上移背景下后市生猪或逐步进入降重阶段。3月以来肥猪溢价收窄，伴随气温升高消费偏好标猪及二育入场，后市或由标猪涨价带动整体猪价上行，标肥价差收窄对猪价压制有限。

存出栏结构：大猪供给恢复，存出栏占比环比均提升。截至2025年3月20日，涌益样本生猪出栏结构中150kg以上占比4.71%，周环比+0.24pct，同比+0.18pct，大猪出栏占比提升供给恢复。Mysteel样本生猪月度存栏结构看，140kg以上大体重肥猪存栏占比月环比+0.05pct，同比-0.17pct。

企业：2月上市猪企生猪出栏均价环比下降，出栏均重环比上升

截至2025年3月11日，主要12家生猪养殖上市企业均已发布2月生猪销售数据。上市猪企2月合计出栏生猪2062.34万头，同比+31.39%。牧原股份、温氏股份、新希望、正邦科技、ST天邦、大北农、中粮家佳康、天康生物、唐人神、金新农、京基智农、神农集团2月出栏量分别为1372.20、259.83、114.01、45.07、50.76、47.58、53.30、25.79、39.84、9.34、16.48、28.14万头，分别同比+30.2%、+35.2%、-12.9%、+104.1%、+26.5%、+45.6%、+161.3%、+65.3%、+46.5%、+20.2%、+20.7%、+115%。

出栏均重方面，3家企业公布出栏均重，温氏股份、正邦科技、大北农2月商品猪出栏均重分别为120.6/131.6/124.3公斤/头，环比变动+3.6/+2.1/+3.7公斤/头。

销售均价方面，9家上市猪企销售均价环比下降，牧原股份、温氏股份、新希望、正邦科技、大北农、中粮家佳康、天康生物、京基智农、神农集团2月商品猪销售均价分别为14.76、14.96、14.64、14.35、14.08、14.26、13.52、15.37、14.81元/公斤，分别环比变动-3.5%/-5.1%/-5%/-6.5%/-8.2%/-7.5%/-8.6%/-3.8%/-2.7%。

风险提示：猪价异常波动、疫病不确定性、上市公司养殖成本下降不及预期。

【银行】存款利率期限倒挂的原因简析——行业点评报告-20250324

刘呈祥（分析师）证书编号：S0790523060002 | 丁黄石（分析师）证书编号：S0790524040004

据中国银行保险报报道，2025年3月份以来，部分银行存款的利率报价呈现期限倒挂，1年期定存付息率高于3年、5年期定存（主要为3、5年期倒挂），且以大行为主。我们认为该现象一方面反映了银行的负债压力，另一反面亦体现了银行主动引导存款短期化的策略。

部分银行阶段性提价短期限存款，补充负债缺口

存款增长承压叠加流动性趋紧，国有行客观上有补充负债需求。大行缺存款原因一是2022年以来大行存款挂牌利率多次调降，且先于中小银行，多次调降效应逐步累积，导致当前国有行存款性价比相对低，故存款由大行向中小行转移；二是非银同业活期存款利率自2024Q4纳入自律管理，受此影响大行高息同业存款流失，2024年12月和2025年1月大行非银存款持续流出；第三、降准未至，中长期流动性阶段性不足。2025年信贷节奏靠前，四大行1、2月贷款增速分别为9.49%和9.39%，信贷投放派生存款消耗超储，但降准未至叠加OMO补充流动性有限，故国有行负债端阶段性紧缺。

存款短端提价，阶段性补负债缺口。虽然挂牌利率未变，但国有行或提高1年期存款实际执行利率，与提价同业存单类似，或为资负缺口压力加重下的临时补充需求。

银行主动优化存款结构，隐含着存款利率继续下调的预期

存款定价变化有优化负债结构的考虑。2月新发放企业贷款收益率降至3.3%，2025年内到期的高息长定存较多，而息差压力较重，因此银行主观上有引导存款短期化的意愿，采用“做短压长”的策略，操作上可能通过给予短期定存FTP点差激励，引导客户存款由中长期向短期分流。

银行负债策略隐含存款利率进一步下调预期。从历史规律来看，长期限定存的挂牌利率下调幅度较大，因此请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

若银行预期存款定价有进一步下调可能，将避免在降息环境中吸收过多长期存款。

看好 2025 年银行存款成本整体下移

高息定存重定价是 2025 年银行存款成本改善的主要支撑，存款利率即使调降引起的脱媒效应也将弱于往年，一是理财收益率随高息存款到期、信托通道整改等也趋于下降；二是中小银行若能按自律统一下调，“手工补息”、“特色存款”等产品减少，大部分客户或被动接受为主，也能减轻大行负债压力。

我们测算 Q1 同业负债成本提高对息差压力有限（约 1.2bp），综合考虑后 2025 年上市银行息差收窄幅度约 9.7bp。此外银行自营投资正面临成本收益倒挂的困境，若存款成本进一步打开向下空间，也能支撑银行自营的主动配置需求。

投资建议：当前红利属性仍有支撑，关注下阶段复苏逻辑的切换

当前市场风险偏好有所提升，权益市场回暖，债券类资产波动加剧，若经济复苏放缓，则红利类资产仍有支持，推荐港股中信银行，截至 3 月 24 日其 PB（MRQ）为 0.39 倍，股息率 5.74%，受益标的农业银行；若复苏逻辑证实，则必要收益率的提升将降低高股息标吸引力，此时客群基础好，零售业务具有优势的股份行，以及具有区位优势的城市商行，将在经济修复中获益更明显，推荐苏州银行，受益标的招商银行、宁波银行、江苏银行。

风险提示：宏观经济增速下行，货币政策落地不及预期等

【家电：TCL 电子(01070.HK)】全年业绩超预期，美国线下渠道结构调整效果显著——港股公司信息更新报告-20250325

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 周嘉乐（分析师）证书编号：S0790522030002 | 林文隆（分析师）证书编号：S0790524070004

业绩超预期&渠道调整效果显著，继续看好利润率提升，维持“买入”评级

公司发布 2024 年业绩，2024 年营收 993 亿港元（+26%），归母净利润 17.6 亿港元（+137%），经调整归母净利润 16.1 亿港元（+100%）。2024H2 营收 538 亿港元（+22%），归母净利润 11.1 亿港元（+131%），经调整归母净利润 9.5 亿港元（+76%）。外销欧洲/新兴市场快速增长&北美市场盈利改善，内销受益政策刺激，我们上调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 21.32/24.74/27.99 亿港元（2025-2026 年原值为 16.35/19.43 亿港元），对应 EPS 分别为 0.8/1.0/1.1 港元，当前股价对应 PE 分别为 10.4/9.0/7.9 倍，伴随海外渠道结构升级及拓展，继续看好公司长期利润率提升，维持“买入”评级。

2024 年内外销彩电均量价双升，中小尺寸业务瘦身后营收和盈利均有改善

（1）内销彩电：2024/2024H2 营收分别为 190/107 亿港元，同比分别+19%/+17%。2024 年出货量/均价同比分别+6%/+12%，2024H2 同比分别+6%/+11%。2024 年毛利率 20%（-1.6pct），预计 H2 降幅较 H1 收窄。（2）国际彩电：2024/2024H2 营收分别为 411/235 亿港元，同比分别+26%/+27%。2024 年出货量/均价同比分别+18%/+7%，2024H2 同比分别+24%/+3%。2024 年毛利率 13.5%（基本持平），预计 H2 毛利率同比表现较 H1 显著改善。（3）光伏业务：2024/2024H2 营收分别为 129/76 亿港元，同比分别+104%/+65%。2024 年毛利率 9.6%（基本持平）。（4）中小尺寸：2024/2024H2 营收分别为 85/47 亿港元，同比分别+20%/+28%。2024 年毛利率 15.4%。（5）全品类营销：2024/2024H2 营收分别为 124/47 亿港元，同比分别+20%/+8%，海外业务维持高增长。2024 年毛利率 13.9%。盈利端，2024 年毛利率 15.7%（-1.6pct），或主系结构变化和面板成本扰动，销售/管理/研发/财务费用率同比分别-1.1/-0.9/-0.6/-0.3pct，在内部降本控费以及中小尺寸业务瘦身带动下费用率改善明显，从而带动利润率提升。

北美渠道见闻：结构调整收效显著，Bestbuy 渠道高端品线覆盖度明显提升

2024 年北美彩电以调渠道结构为主，截至目前看线上和线下结构升级明显。线上维度，公司彩电在 Bestbuy 进驻 SKU 数量和高端品线 SKU 数量均有显著提升，75 寸以上为例 MiniLED SKU 数量从 3 款提升至 16 款，SKU

总量从 10 款提升至 28 款。线下渠道类似，公司彩电在 Bestbuy 进驻 SKU 数量和高端 SKU 较 2024 年均有显著提升，沃尔玛产品结构有所升级，Sam's Club 和 Costco 整体变化不大。长期视角，继续看好彩电业务产品结构升级/渠道拓展+北美渠道结构调整+光伏业务/中小尺寸业务经营改善等共同驱动公司长期利润率提升。

风险提示：欧洲市场拓展不及预期；行业竞争加剧；面板价格快速上涨等。

【农林牧渔：巨星农牧(603477.SH)】成本稳步下降优势显著，出栏高增持续成长——公司信息更新报告-20250325

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001 | 王高展（联系人）证书编号：S0790123060055

成本稳步下降优势显著，出栏高增持续成长，维持“买入”评级

公司发布 2024 年年报，2024 营收 60.78 亿元(yoy+50.43%)，归母净利润 5.19 亿元(yoy+180.36%)，其中单 Q4 营收 21.23 亿元(yoy+105.14%)，归母净利润 2.59 亿元(yoy+185.63%)。公司成本优势显著，兼顾业绩兑现与增长弹性，有望穿越周期实现盈利，我们上调公司 2025-2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 9.18/14.11/23.83 (2025-2026 年原预测分别为 8.78/11.61) 亿元，对应 EPS 分别为 1.80/2.77/4.67 元，当前股价对应 PE 为 10.8/7.0/4.2 倍。公司成本稳步下降优势显著，出栏高增持续成长，维持“买入”评级。

生猪出栏稳步增长成本优势显著，兼顾高业绩兑现与增长弹性

2024 年公司生猪养殖业务实现营收 55.74 亿元 (yoy+60.94%)，全年生猪出栏 275.52 万头 (yoy+3.05%)，其中商品猪出栏 268.38 万头 (yoy+50.76%)。公司 2025 年生猪出栏目标 400 万头，生猪出栏保持高速增长。公司持续推进降本增效，2025M2 公司生猪完全成本 13.26 元/公斤，2025 全年完全成本目标 13 元/公斤以内。截至 2025 年 3 月末，公司能繁存栏 17.3 万头，后备存栏 10.3 万头，预计 2025 年底能繁存栏 23 万头以上，公司产能储备充足。公司成本优势显著出栏延续高增长，有望穿越周期实现盈利，兼顾高业绩兑现与高弹性。

皮革业务拓展客户稳健经营，公司资金充裕扩张无忧

公司皮革业务 2024 年实现营收 1.28 亿元 (+49.96%)，占主营业务收入 2.11%，毛利率-29.48% (-28.00pct)，全年实现销量 1059.73 万平方英尺 (+96.39%)，皮革业务主动调整销售策略积极拓展优质客户，实现销售订单增加，整体稳健经营。财务方面：截至 2024 年 12 月末，公司资产负债率 61.91%(+2.06pct)，账面货币资金 5.77 亿元(+29.43%)，公司资金充裕持续扩张。

风险提示：猪价大幅波动、动物疫病风险、公司成本下降不及预期。

【轻工：布鲁可(00325.HK)】2024 收入快速攀升，产品、IP 及渠道赋能拉动成长——港股公司信息更新报告-20250325

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 方光照（分析师）证书编号：S0790520030004 | 蒋奕峰（联系人）证书编号：S0790124070039

2024 全年收入快速攀升，产品、IP 及渠道赋能拉动成长，维持“买入”评级

公司公告 2024 年收入 22.4 亿元 (同比+155.6%，下同)，归母净利润-4.0 亿元，经调整利润 5.85 亿元 (yoy+702.1%)，对应经调整净利率 26.1% (+17.8pct)。综合来看我们认为潮玩行业仍然处于高景气度时期，公司通过好而不贵的产品体系覆盖全年龄段人群，不断丰富的 IP 矩阵逐步稳固护城河，进一步抢占市场提高市场占有率，我们上调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 10.3/15.2/19.9 亿元 (2025-2026 年原值为 8.4/11.8 亿元)，对应 EPS4.1/6.1/8.0 元，当前股价对应 PE26.1/17.7/13.5 倍。看好公司在国内线下渠道下沉扩张及海外业务拓展下收入利润延续高增，维持“买入”评级。

收入拆分：线下及海外渠道高增，核心 IP 依赖程度降低

分品类来看，2024 年公司角色拼搭类产品收入 22.0 亿元（+186.2%），积木玩具收入 0.4 亿元（-62.9%），角色拼搭类玩具收入增长主系公司自有及授权 IP 矩阵成功实现商业化以及销售网络的迅速扩大。分 IP 来看，2024 年公司奥特曼/变形金刚/英雄无限/假面骑士分别收入 11.0/4.5/3.1/1.7 亿元，奥特曼收入占比降至 48.9%，对核心 IP 依赖程度进一步降低；变形金刚在 2024 年 11 月推出 9.9 元星辰版盲盒，重点布局下沉市场。分渠道来看，2024 年公司线下销售收入 20.8 亿元（+171.1%），其中海外收入 0.6 亿元（+518.2%），海外收入高增主系 2024H2 公司奥特曼、变形金刚授权范围扩张至海外带动出货提升；线上销售收入 1.6 亿元（+46.5%）。展望未来发展，我们看好公司在产品体系覆盖全年龄段人群，IP 矩阵逐渐丰富、国内下沉市场及海外渠道快速扩张下，收入延续高增。

盈利能力：规模效应下毛利率显著提升、销售及研发费用率下行

毛利率端，2024 年公司毛利率为 52.6%（+5.3pct），毛利率提升主系角色拼搭类玩具销售快速增长下规模效应有效摊薄生产成本。费用端，公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 12.6%/20.8%/8.6%/7.6%，同比 -9.0/+15.1/-2.2/-0.5pct，管理费用率大幅提升主系 2024 年 4 月计提股权激励费用 3.6 亿元及 2024 年公司上市产生费用 0.3 亿元；综合影响下，2024 年公司期间费用率为 49.6%（+3.5pct）。

风险提示：奥特曼 IP 热度下降风险、行业竞争加剧、IP 版权续签风险。

【海外：英伟达(NVDA.O)】“三芯”齐驱，高速互联，再战 10 万卡集群——美股公司首次覆盖报告-20250325

吴柳燕（分析师）证书编号：S0790521110001 | 杨哲（分析师）证书编号：S0790524100001

全球 AI 算力龙头，B 系列放量在即，给予“买入”评级

依托 CUDA 体系构建的护城河，英伟达逐步发展为高性能计算行业的领军者，在整体 GPU 领域市场份额达到 80%，在数据中心 GPU 更是达到 98% 的市场份额，公司下一代 GPU 产品 B 系列放量在即，有望驱动后续业绩增长，预计 FY2026-2028 年 GAAP 净利润为 1104/1439/1626 亿美元，对应 EPS 分别为 4.75/6.15/6.95 美元，同比增长 52%/30%/13%，当前股价对应 FY2026-2028 年的 PE 估值为 25.6/19.7/17.5 倍。随着架构持续升级，英伟达 GPU 仍有望成为高算力集群时代的首要选择，“三芯战略”、10 万卡网络互联平台、汽车及机器人等领域存在想象空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

打造“三芯”战略，实现数据摩尔定律

当前数据中心已成为英伟达核心的业绩驱动，公司以 GPU 为核心，实行“GPU+CPU+DPU”三位一体的产品战略，提供基于 CUDA 的行业领先 GPU 设备，并可通过组件形式（HGX、DGX、NVL72 等）提供加速计算解决方案。（1）GPU：架构持续迭代，在最新的 Blackwell 架构中，GPU 有望达到 20000TFLOPSFP4 算力，较以往代际的架构有本质的提升；（2）CPU：依托 Arm 实现较强内存一致性，NVLink-C2C 保证芯片高带宽互联，更能适应 AI 数据计算；（3）DPU：收购 Mellanox，加速了 DPU 技术的落地，以实现数据摩尔定律。

深化网络互联技术布局，静待 10 万卡集群时代

10 万卡时代到来，网络集群能力将愈发重要。在 GPU 互联上，英伟达 NVLink 技术可实现 GPU 数据直连，NVSwitch 提升 GPU 链路上限，用于 Blackwell 架构的 NVLink5.0，整体双向带宽将达到 1.8TB/s，是 PCIe 带宽的 14 倍，相比上代突破较大；在算力集群上，英伟达充分布局 Infiniband 和以太网，Spectrum 有望在推理场景中充分放量。

风险提示：产能爬坡低于预期、行业需求低于预期、行业竞争加剧。

【食品饮料：舍得酒业(600702.SH)】2024 年主动降速，2025 年蓄势增质——公司信息更新报告-20250325

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 逢晓娟（分析师）证书编号：S0790521060002 | 张恒玮（分析师）证书编号：S0790524010001

主动调整释放压力，盈利能力承压，维持“增持”评级

舍得酒业 2024 年实现营收 53.6 亿元，同比-24.4%、归母净利 3.5 亿元，同比-80.5%；Q4 营收 8.97 亿元，同比-51.2%，归母净利润-3.2 亿元，同比-168.1%，前期业绩已有预告。考虑公司主动释放渠道库存压力，我们下调 2025-2026 年盈利预测，并新增 2027 年盈利预测，预计 2025 年-2027 年归母净利润分别为 7.3（-4.6）亿元、9.0（-2.8）亿元、11.5 亿元，同比分别+110.8%、+23.7%、+27.1%，EPS 分别为 2.19（-1.38）元、2.71（-0.82）元、3.44 元，当前股价对应 PE 分别为 26.8、21.7、17.1 倍。公司 2024 年做了较大幅度调整，2025 年预计全年收入仍较难实现增长，但内在质量提升，维持“增持”评级。

2024 年二季度开始主动控货去库存，收入降低幅度逐季扩大

2024 年 1-4 季度收入变化幅度分别为+4%/-23%/-31%/-51%，公司二季度开始，面对不利需求环境，对核心单品品味舍得严格采取控量保价策略，同时对问题市场主动调整，收入逐渐有较大幅度下降，为 2025 年收入前低后高趋势奠定基础。

产品结构下滑，省外下降幅度高于省内

中高档/普通酒收入分别同比下滑 27.6%、23.4%，其中品味舍得严格控货去库存、保价格下滑幅度略高于整体，普通酒收入下滑主要是沱牌定制产品有明显收缩和清理。省内/省外收入同比分别下滑 19.7%、30.0%，在区域布局上，公司资源更加聚焦 7 大区域和 200 个区县。对个别市场有较大幅度的渠道优化和人员调整，新增经销商 420 家，退出、清理经销商 412 家，报告期末共有经销商 2663 家。

毛利率下降以及税收支出增加，盈利能力承压

2024 年核心次高端产品控货，产品结构明显下移，毛利率同降 9.0pct 至 65.5%。销售费用率同比+5.6pct 至 23.8%，主要原因是公司对终端动销、开瓶的拉动没有放松，持续推进库存去化。公司税金及附加比率税率同比+5.1pct 至 19.4%，主要是按照合规性要求四季度集中做了一次性补缴，2025 年预计恢复正常比率。

风险提示：宏观经济波动致使需求下滑，省外扩张不及预期等。

【食品饮料：金徽酒(603919.SH)】2024 年增速靓丽，2025 年稳中求进——公司信息更新报告-20250325

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 逢晓娟（分析师）证书编号：S0790521060002 | 张恒玮（分析师）证书编号：S0790524010001

收入业绩略好于预期，结构升级逻辑持续兑现，维持“增持”评级

公司 2024 年实现营收 30.2 亿元，同比+18.6%；归母净利 3.9 亿元，同比+18.0%。Q4 实现营收 6.9 亿元，同比+31.1%；归母净利 0.6 亿元，同比-2.1%。收入业绩略超市场预期。考虑市场需求仍有承压，我们下调 2025-2026 年盈利预测，并新增 2027 年盈利预测，预计 2025 年-2027 年归母净利润分别为 4.4（-0.5）亿元、5.0（-1.0）亿元、5.8 亿元，同比分别+12.8%、+14.1%、+16.7%，EPS 分别为 0.86（-0.11）元、0.98（-0.21）元、1.15 元，当前股价对应 PE 分别为 22.0、19.3、16.5 倍。产品结构升级逻辑持续兑现，省外市场也稳步推进，公司管理水平和组织力量不断加强，在当前环境下也实现了高质量发展，维持“增持”评级。

产品结构持续提升，次高端产品增速靓丽

2024 年 300 元以上/100-300 元/100 元以下产品分别实现营收 5.7/14.9/8.5 亿元，同比分别增长 41%/15%/4%。300 元以上次高端在公司大力资源投入下取得明显突破，形成一定氛围，100-200 元中档主力产品份额持续提升，维持了较高增长。在目前的需求环境中做到产品结构大幅提升实属不易，体现了公司团队强大的组织力量和营销水平。

省内份额持续扩大，省外更加聚焦

2024 年省内/省外分别实现营收 22.3/6.7 亿元，同比分别增长 16%/15%。销售人员增加 132 人至 974 人；省内/省外经销商分别增长 16/121 至 288/713 家。省内市场份额明显提升，市场竞争力不断加强，省外扩张战略稳步推进。

公司处于市场投入期，盈利能力潜力有待释放

2024 年毛利率-1.5pct，主要原因是市场投入期，公司赠酒等活动力度较大，致使毛利率下降。销售费用率-1.3pct，管理费用率-0.7pct。2024 年归母净利率同比-0.1pct 至 12.8%。公司销售和管理费用率已经进入下降通道，预计产品结构持续提升、市场份额基础更加扎实之后，盈利能力会迎来释放期。

风险提示：宏观经济波动致使需求下滑，省外扩张不及预期等。

【海外：康耐特光学(02276.HK)】主业结构升级驱动增长，布局 XR 提振远期空间——港股公司首次覆盖报告-20250325

吴柳燕（分析师）证书编号：S0790521110001 | 吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 张可（分析师）证书编号：S0790523070001

主业结构升级确保业绩成长，关注 XR 产业催化及港股通流动性改善机会

考虑到公司镜片种类多样化、高附加值产品占比逐渐提高，我们预期 2024-2026 年公司营业收入分别为 20.6/23.7/27.5 亿元，对应分别同比增长 16.9%/15.1%/16.3%。考虑到公司定制化镜片和高折射率产品占比逐步提高，且后期布局更高价值量的 XR 相关业务，公司盈利能力有望持续改善，我们预期 2024-2026 年公司归母净利润分别为 4.3/5.7/6.9 亿元，对应分别同比增长 32.2%/31.4%/21.4%，对应 EPS 分别为 0.9/1.2/1.4 元。公司当前股价 28.5 港币对应 2024-2026 年 29.8/22.7/18.7 倍 PE，伴随 XR 产业趋势持续催化、以及公司后续有望纳入港股通驱动流动性改善，首次覆盖给予“买入”评级。

全球领先的树脂镜片供应商，定制化、高折射率等高端产品占比提升

康耐特光学是全球领先的树脂眼镜镜片产品和服务提供商，提供标准化镜片、高端的定制镜片。伴随眼镜镜片材料向高折射率方向迭代，以及消费者视力保护意识增强，近视防控镜片、渐进镜片、抗疲劳镜片等功能性眼镜快速发展。根据沙利文研究预测，2023 年至 2028 年全球眼镜镜片制造厂商出厂销售额的年复合增长率约为 5.6%。公司产品矩阵丰富，包含常规镜片、功能镜片和车房片等十大类共计 700 多万种 SKU 规格。受益于眼镜行业产品结构持续升级、公司的定制化生产能力、以及公司在高折射率市场的优势，公司定制化镜片、标准化镜片中高折射率产品的占比逐渐提升，从而驱动公司产品单价及毛利率提升，公司整体业务毛利率由 2019 年的 33%提升至 2024H1 的 39%。

与美国头部消费电子公司合作，拥抱 XR 产业显著打开成长空间

公司目前已成立 XR 研发服务中心，与美国多家头部企业在内的多个全球领先的消费电子公司的多个研发项目进展顺利。2024 年 12 月公司在泰国收购一块土地，将用于 XR 产品配套镜片的自动化生产线建设。我们预期伴随未来 XR 设备放量，公司有望凭借多年积累的镜片定制化能力获取一定份额。

风险提示：行业竞争加剧风险、公司新业务研发不及预期、XR 放量不及预期。

【煤炭开采：上海能源(600508.SH)】煤价下跌致全年业绩承压，关注破净修复与提分红——公司 2024 年年报点评报告-20250325

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

煤价下跌致全年业绩承压，关注破净修复与提分红，维持“买入”评级

公司发布 2024 年年报，2024 年公司实现营业收入 94.9 亿元，同比-13.6%，实现归母净利润 7.2 亿元，同比

-26.2%，实现扣非后归母净利润 7 亿元，同比-26.5%。单 Q4 来看，公司实现营业收入 22.6 亿元，环比-5.2%，实现归母净利润 0.9 亿元，环比-41.6%，实现扣非后归母净利润 0.94 亿元，环比-32.3%。考虑到煤价下滑，我们下调 2025-2026 年盈利预测并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年实现归母净利润 5.3/6.3/7 亿元（2025-2026 年前值 9.7/12 亿元），同比-26.6%/+19.2%/+11%；EPS 分别为 0.73/0.87/0.96 元，对应当前股价 PE 分别为 17/14.3/12.9 倍。公司煤炭具有成长性，公司 PB 亦存在明显折价，估值修复未来可期，维持“买入”评级。

煤炭价格下跌致盈利能力下滑，电力盈利改善或受煤价下滑影响

（1）煤炭业务：产销方面，全年来看，2024 年公司原煤产量 858.2 万吨，同比+6.9%，商品煤产量 627.4 万吨，同比-2.9%，其中洗精煤产量 452.7 万吨，同比+8.8%，洗精煤产量占商品煤产量比重为 72.2%，同比+7.8pct，商品煤销量 631.8 万吨，同比-2.7%；单季度来看，2024Q4 公司原煤产量 195.5 万吨，环比-15.9%，商品煤产量 157.4 万吨，环比-13.7%，其中洗精煤产量 91.3 万吨，环比-31.2%，洗精煤产量占商品煤产量比重为 58%，环比-14.8pct，商品煤销量 175.5 万吨，环比+5%。价格方面，全年来看，2024 年公司商品煤吨煤售价 995.9 元/吨，同比-8.5%；单季度来看，2024Q4 商品煤吨煤售价 831.3 元/吨，环比-12.8%。成本方面，全年来看，2024 年公司商品煤吨煤成本为 699.3 元/吨，同比-1.3%，主要系材料及动力、职工工资同比下滑影响；单季度来看，2024Q4 商品煤吨煤成本 667.1 元/吨，环比+0.7%。盈利方面，全年来看，2024 年公司商品煤吨煤毛利为 296.6 元/吨，同比-21.8%；单季度来看，2024Q4 吨煤毛利为 164.2 元/吨，环比-43.6%。（2）电力业务：发电量方面，2024 年公司发电量 38.17 亿度，同比+3.1%；盈利方面，2024 年公司电力毛利率为 12.3%，同比+2.9pct，盈利能力提升或主要受成本端煤价下滑影响。

煤炭成长性&煤电一体化兼具，关注 PB 破净修复与提分红

（1）煤炭成长性&煤电一体兼具：煤炭业务方面，目前公司在产产能 909 万吨，同时在建 240 万吨苇子沟煤矿正在有序推进项目建设，预计 2025 年底进入试运转；电力业务方面，目前公司火电装机容量为 820MW、新能源光伏装机容量 308.9MW，2024 年公司商品煤 631.79 万吨销量中约有 65.68 万吨自用，自用煤占比 10.4%，一定程度上对冲了煤价下滑的影响。（2）关注 PB 破净修复与提分红：公司 PB 估值长期处于破净状态，2024 年公司每股净资产为 17.72 元，按照公司 2025 年 3 月 21 收盘价计算，公司 PB 估值为 0.7。根据中国证监会《上市公司监管指引第 10 号——市值管理》等要求，公司制定估值提升计划，其中提出要坚持多次现金分红，适当提高分红比例，2024 年公司分红比例为 40.4%，同比提升 9.82pct，未来公司分红比例有望进一步提升。

风险提示：经济恢复不及预期；煤价下跌超预期；新增产能进度不及预期。

【煤炭开采：中煤能源(601898.SH)】自产煤成本管控效果凸显，关注高分红潜力和成长性——公司 2024 年报点评报告-20250325

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

自产煤成本管控效果凸显，关注高分红潜力和成长性，维持“买入”评级

公司发布 2024 年年报，2024 年公司实现营业收入 1894 亿元，同比-1.9%；实现归母净利润 193.2 亿元，同比-1.1%；实现扣非后归母净利润 191 亿元，同比-1.3%。单 Q4 来看，公司实现营业收入 489.9 亿元，环比+3.3%；实现归母净利润 47.1 亿元，环比-2.4%，实现扣非后归母净利润 46.8 亿元，环比-1.9%。考虑到煤价下滑影响，我们下调 2025-2026 年盈利预测并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 170.5/184.7/190.7 亿元（2025-2026 年前值为 214.0/225.5 亿元），同比-11.8%/+8.3%/+3.3%；EPS 为 1.29/1.39/1.44 元，对应当前股价 PE 为 8.0/7.3/7.1 倍。公司主业具备成长性，同时展现高分红潜力，维持“买入”评级。

成本管控效果显著对冲煤价下跌影响，装置大修致煤化工产销量下滑

（1）煤炭业务：产销量方面，公司产销量稳定释放，2024 年商品煤产/销量 1.38/2.85 亿吨，同比+2.5%/-0.04%，其中自产商品煤销量 1.38 亿吨，同比+2.8%；价格方面，2024 年综合吨煤售价 564.2 元/吨，同比-1.2%，其中自产商品煤售价 561.7 元/吨，同比-6.7%；成本方面，2024 年综合吨煤成本 425.1 元/吨，同比-0.8%，其中自产商品煤

成本 281.7 元/吨，同比-8.2%，公司积极进行成本管理，自产煤折旧及摊销、维修支出、运输及港杂费等成本有不同程度下降；盈利方面，2024 年综合吨煤毛利 139.1 元/吨，同比-2.2%，其中 2024 年自产商品煤吨煤毛利 279.9 元/吨，同比-5.1%。（2）煤化工业务：产销量方面，受部分装置按计划大修影响，2024 年聚烯烃/尿素/甲醇/硝铵产量 151.4/187.1/173/57.5 元/吨，同比+1.8%/-9.4%/-9%/-1.2%，销量 151.7/203.6/171.6/57.2 万吨，同比+2.6%/-4.9%/-10.6%/-2.6%；价格方面，2024 年聚烯烃/尿素/甲醇/硝铵单吨售价 6991/2047/1757/2054 元/吨，同比+1.2%/-15.5%/+0.5%/-12.3%；成本方面，2024 年聚烯烃/尿素/甲醇/硝铵单吨成本 6238/1656/1779/1315 元/吨，同比-2.1%/+2.3%/-5.8%/-11%；盈利方面，2024 年聚烯烃/尿素/甲醇/硝铵单吨毛利 753/391/-22/739 元/吨，同比+41.5%/-51.4%/+84.4%/-14.5%。

煤炭和煤化工业务产能仍有增量，业绩稳定突出高分红潜力

（1）煤炭和煤化工业务产能仍有增量：煤炭方面，公司有在建煤矿 2 座，其中里必煤矿建设规模为 400 万吨/年，预计 2025 年年底试生产；苇子沟煤矿位于规模为 240 万吨/年，预计 2025 年底试运行。另有大海则二期项目正开展前期工作，规划产能 2000 万吨/年。煤化工方面，榆林煤炭深加工基地项目总投资 238.88 亿元，建设规模 90 万吨/年聚烯烃，已核准并完成投资决策，2024 年完成投资 36.00 亿元，累计完成投资 46.37 亿元，项目正在建设施工中。（2）分红比例有望提升：2024 年公司现金分红金额合计为 63.5 亿元（包括中期已分配的现金红利人民币 29.4 亿元），分红比例为 32.87%，较 2024 年下滑-4.8pct。以 2025 年 3 月 22 日收盘价计算，当前股息率达 4.7%。公司在央企市值管理背景下积极响应相关政策，实施特别分红和中期分红，且具有进行持续高分红的潜力，叠加高长协及煤化一体化经营下业绩相对稳定，长期投资价值凸显。

风险提示：经济恢复不及预期；新建产能不达预期；煤价超预期下跌

【煤炭开采：金能科技(603113.SH)】烯烃及炭黑盈利下滑拖累业绩，关注周期底部修复——公司 2024 年年报点评报告-20250325

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

烯烃及炭黑盈利下滑拖累业绩，关注周期底部修复，维持“买入”评级

公司发布 2024 年年报，2024 年实现营业收入 162.7 亿元，同比+11.5%，实现归母净利润-0.6 亿元，同比-142.13%，实现扣非后归母净利润-1.3 亿元，同比-1864.84%；单 Q4 看，实现营业收入 41.2 亿元，环比-21.8%，实现归母净利润-0.3 亿元，环比-340%，实现扣非后归母净利润-0.6 亿元，环比-1142.3%。考虑到烯烃及炭黑盈利下滑，我们下调公司 2025-2026 年盈利预测并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年实现归母净利润 1.25/2.2/3.3（2025-2026 年前值 3.7/6.5）亿元，同比+316.3%/+76.1%/+51.4%；EPS 为 0.15/0.26/0.39 元，对应当前股价 PE 为 40.8/23.2/15.3 倍。青岛一期烯烃项目成熟，二期已全面投产，未来产能增长有望降本增效，维持“买入”评级。

丙烷价格上涨致烯烃成本提升，炭黑产品售价下降致盈利有所回落

（1）烯烃板块：2024 年公司烯烃产量 114.47 万吨，同比+37%，烯烃销量 112.236 万吨，同比+36.5%；2024 年烯烃单吨售价 6451.5 元/吨，同比+3.6%；2024 年烯烃单吨成本 6617.7 元/吨，同比+5.2%，其中主要原材料丙烷采购价格同比+3.29%；2024 年烯烃单吨毛利-166.2 元/吨，单吨亏损较 2023 年扩大 106 元/吨，随着青岛二期投产后产销量提升或降低单吨能源及固定成本，烯烃毛利率有望改善。（2）炭黑板块：2024 年公司炭黑产量 67.2 万吨，同比+2.9%，炭黑销量 68.1 万吨，同比+5.1%；2024 年炭黑单吨售价 6880.9 元/吨，同比-7.8%；2024 年炭黑主要原材料煤焦油/蒽油价格同比-10.4%/-7.4%，原材料价格下滑导致炭黑单吨成本同比-7.1%至 6420.8 元/吨；受炭黑价格下跌幅度更大影响，2024 年公司炭黑单吨毛利 460.1 元/吨，同比-16.4%。（3）焦炭板块：2024 年公司煤焦产品销量 210.1 万吨，同比+5.9%，煤焦产品销量 209.1 万吨，同比+5.3%；2024 年煤焦产品单吨售价 1450 元/吨，同比-18.3%；煤焦产品单吨成本 1447.3 元/吨，同比-18.9%，其中主要原材料煤炭价格同比-13%；2024 年公司煤焦吨煤毛利 2.7 元/吨，煤焦产品受益于成本端下降而转盈。（4）精细化工板块：2024 年精细产品产量 3.6 万吨，同比-21.7%，销量 3.7 万吨，同比-17.2%；2024 年精细产品单吨价格 2072.2 元/吨，同比+15.7%；单吨成本 10700.2

元/吨，同比+24.5%；受成本上升影响，精细产品单吨毛利同比-25.5%至 1371.9 元/吨。

两大基地聚焦循环化工，青岛二期下半年全面投产

青岛基地：建设新材料与氢能源综合利用项目。一期项目已于 2021 年全面投产运行，主要包括 90 万吨/年丙烷脱氢、45 万吨/年高性能聚丙烯、48 万吨/年绿色炭黑循环利用项目、60 万立方米地下洞库项目。青岛二期：90 万吨/年 PDH、2*45 万吨/年高性能聚丙烯项目已于 2024 年下半年全面投产，公司 PDH 产能由 90 万吨/年增长至 180 万吨/年，烯烃产能将由 45 万吨/年增长至 135 万吨/年，进一步放大烯烃产能规模效应，优化公司能源利用结构，进而提高炭黑装置产能利用率，预计烯烃和炭黑产品的单吨能源成本和固定费用会有明显降低，公司产品的行业竞争力会进一步凸显。齐河基地：以煤炭为原料、炼焦为基础、煤气为载体，致力向产业链专业化与精细化方向发展。目前齐河基地新上 4 万吨/年山梨酸钾项目建安基本完成，该项目投产后，公司齐河基地将形成焦炭 150 万吨/年、甲醇 10 万吨/年、合成氨 10 万吨/年、煤焦油深加工 30 万吨/年、炭黑 24 万吨/年、山梨酸钾 4 万吨/年、对甲基苯酚 1.5 万吨/年的生产格局。

风险提示：产品价格下跌风险、原材料价格上涨风险、新建项目不及预期风险。

【煤炭开采：中国神华(601088.SH)】高长协和一体化致业绩稳健，高分红行业标杆——公司 2024 年报点评报告-20250324

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

高长协和一体化致业绩稳健，高分红行业标杆，维持“买入”评级

公司发布 2024 年年报，2024 年公司实现营业收入 3383.8 亿元，同比-1.4%；实现归母净利润 586.7 亿元，同比-1.7%，实现扣非后归母净利润 601.3 亿元，同比-4.4%；单 Q4 看，公司实现营业收入 844.8 亿元，环比-1.6%，实现归母净利润 126 亿元，环比-24%，实现扣非后归母净利润 140.9 亿元，环比-14.9%。考虑到煤价与电价下滑，我们下调 2025-2026 年盈利预测并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 548.8/555.9/562.7（2025-2026 年前值 570.7/580.5）亿元，同比-6.5%/+1.3%/+1.2%；EPS 为 2.76/2.80/2.83 元，对应当前股价 PE 为 13.3/13.1/12.9 倍。公司盈利稳定，持续高分红凸显长期投资价值。维持“买入”评级。

煤价小跌拖累全年业绩，电力业务量增价减

（1）煤炭业务：全年来看，产量方面，2024 年公司实现商品煤产量 3.27 亿吨，同比+0.8%，煤炭销量 4.59 亿吨，同比+2.1%，其中自产煤销量 3.27 亿吨，同比+0.5%；价格方面，2024 年公司吨煤综合售价 563 元/吨，同比-3.5%，其中自产煤吨煤售价 527 元/吨，同比-3.7%；成本方面，2024 年公司吨煤综合成本 393 元/吨，其中自产煤吨煤成本 292 元/吨，同比-0.1%；毛利方面，受煤价下滑影响，2024 年公司吨煤综合毛利 171 元/吨，同比-9.7%，其中自产煤吨煤毛利 235 元/吨，同比-7.9%。单季度来看，产量方面，2024Q4 公司商品煤产量 0.83 亿吨，环比+1.8%，煤炭销量 0.11 亿吨，环比-1.4%，其中自产煤销量 0.82 亿吨，环比基本持平；价格方面，2024Q4 吨煤综合售价为 563 元/吨，环比+0.6%，其中自产煤吨煤售价 516 元/吨，环比-2.2%；成本方面，2024Q4 吨煤综合成本为 383 元/吨，环比+0.3%，其中自产煤吨煤成本 270 元/吨，环比-4.8%；毛利方面，2024Q4 吨煤综合毛利为 180 元/吨，环比+1.3%，其中自产煤受成本环比下降影响，吨煤毛利环比+0.8%至 247 元/吨。（2）电力业务：全年来看，产量方面，2024 年公司发电量/售电量为 223/210 十亿千瓦时，同比+5.2%/+5.3%；售价方面，2024 年公司度电售价 0.4481 元/度，同比-3.1%；成本方面，2024 年公司度电成本 0.3749 元/度，同比-2.5%；毛利方面，2024 年公司度电毛利 0.0732 元/度，同比-6.4%。单季度来看，产量方面，2024Q4 公司发电量/售电量为 55/52 十亿千瓦时，环比-14.1%/-13.9%；售价方面，2024Q4 公司度电售价 0.4586 元/度，环比+6.4%；成本方面，2024Q4 公司度电成本 0.3778 元/度，环比+4.1%；毛利方面，2024Q4 公司度电毛利 0.0808 元/度，环比+19%。

煤炭产能成长&高比例长协打造业绩地基，2024 年分红比例同比继续提升

（1）煤炭产能成长可期：公司目前拥有三个主要在建矿井，分别为新街台格庙矿区新街一井（产能 800 万吨）、新街二井（产能 800 万吨）以及杭锦能源塔然高勒矿井（产能 1000 万吨），三个矿井预计 2028 年陆续建成投产，

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

14 / 17

公司规模有望再度提升。(2) 2024 年分红比例提高: 2024 年公司分红比例为 76.53%, 较 2023 年提升 1.31pct, 以 2025 年 3 月 22 日收盘价计算, 当前公司股息率为 6.2%, 在当前低利率以及险资等增量资金入市背景下, 长期投资价值凸显。此外, 公司积极回报股东, 加力中长期回报规划, 提出 2025-2027 年度股东回报规划方案, 提高每年度最低现金分红比例 5pct 至 65%, 并考虑适当增加分红频次。

风险提示: 经济恢复不及预期; 年度长协煤基准价下调; 开采成本上升。

【煤炭开采: 新集能源(601918.SH)】煤电一体化彰显业绩韧性, 关注电力和煤炭成长性——公司 2024 年年报点评报告-20250324

张绪成(分析师) 证书编号: S0790520020003

煤电一体化彰显业绩韧性, 关注电力和煤炭成长性, 维持“买入”评级

公司发布 2024 年年报, 2024 年公司实现营业收入 127.3 亿元, 同比-0.92%, 实现归母净利润 23.9 亿元, 同比+13.44%, 实现扣非后归母净利润 23.9 亿元, 同比+16.3%。单 Q4 来看, 公司实现营业收入 35.4 亿元, 环比+10.4%, 实现归母净利润 5.7 亿元, 环比-12.3%, 实现扣非后归母净利润 6 亿元, 环比-7.4%。在 2024 年煤炭中枢下滑的情况下, 公司凭借高比例长协煤及煤电一体化布局实现业绩逆势增长。考虑到安徽电价下调及煤价下跌, 我们下调 2025-2026 年盈利预测并新增 2027 年盈利预测, 预计 2025-2027 年实现归母净利润 23.8/26.5/29.2 亿元(2025-2026 年前值 27.1/31.9 亿元), 同比-0.8%/+11.6%/+10.1%; EPS 分别为 0.92/1.02/1.13 元, 对应当前股价 PE 分别为 7.6/6.8/6.2 倍。公司煤电一体化布局推进带来盈利增长, 叠加完全一体化后带来更高业绩稳定性, 预计公司估值有望显著提升, 维持“买入”评级。

热值提升致 2024 年吨煤售价逆势提升, 利辛电厂二期投产增量显著

(1) 煤炭业务: 产量方面, 2024 年公司原煤产量 2152 万吨, 同比+0.57%, 商品煤产/销量 1906/1887 万吨, 同比-1.62%/-4.14%, 商品煤产销量均同比下滑; 单季度来看, 原煤产量及商品煤产销量均大幅提升, 其中 Q4 原煤产量 595 万吨, 环比+14.37%, 商品煤产/销量 517/509 万吨, 环比+14.32%/+8.62%。价格方面, 受公司煤质改善影响, 2024 年公司煤炭平均售价 567 元/吨, 同比+2.91%; 单季度来看, Q4 煤炭平均售价 582 元/吨, 环比+4.35%。

(2) 电力业务: 发电量方面, 2024 年全年实现发电量 129.72 亿千瓦时, 同比+23.79%, 上网电量 122.55 亿千瓦时, 同比+23.85%, 发售电量同比均显著提升; 单 Q4 看, 实现发电量 43.68 亿千瓦时, 环比+9.36%, 上网电量 41.39 亿千瓦时, 环比+9.99%, 公司 Q4 发售电量环比大幅增长主因利辛电厂二期全面投产发电。价格方面, 2024 年全年公司平均上网电价 0.4065 元/千瓦时, 同比-0.81%, 电价维持相对稳定。

煤电一体化加速推进, 未来分红比例有望提升

(1) 煤电一体化加速推进: 控股子公司中煤新集利辛发电有限公司扩建的 2*660MW 超超临界二次再热燃煤发电项目两台机组分别于 2024 年 8 月 31 日, 2024 年 9 月 30 日完成 168 小时满负荷试运行, 转入商业化运营, 2025 年将全年发电运行; 公司目前规划建设上饶电厂 2*1000MW 项目、滁州电厂 2*660MW 和六安电厂 2*660MW 项目预计于 2026 年双机建成投运。伴随电厂项目逐步投产, 公司有望实现完全煤电一体, 盈利稳定性有望进一步增强。同时, 公司积极发展绿电煤电联营, 计划布局毛集实验区 4.19MW 分布式光伏发电项目、利辛县南部 10 万千瓦风电项目、新集二矿塌陷区 9 万千瓦水面光伏项目, 并目标在 2025 年底实现 1000MW 新能源装机容量; 此外, 公司 500 万吨/年杨村煤矿于 2019 年 1 月完成去产能验收工作, 目前仍为去产能矿井, 复建工作仍在推进过程中。(2) 未来分红比例有望提升: 2024 年公司分红比例为 17.32%, 同比-1.1pct。受益央企市值管理政策, 公司具备提分红动力, 虽然当前公司仍处电厂建设投资期, 分红比例较低, 但保持着分红比例上升的趋势, 随着公司资本开支期结束, 基于稳定的盈利水平及高 ROE, 公司未来有望实现高分红, 估值有望提升。

风险提示: 经济恢复不及预期; 煤价下跌超预期; 新增产能进度不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

¹ 根据新凤鸣 2024 年三季报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团有限责任公司控股孙公司共青城胜帮投资管理有限公司持有新凤鸣 5.43% 的股份。尽管开源证券与共青城胜帮投资管理有限公司分别属于陕西煤业化工集团有限责任公司的控股子公司和孙公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对共青城胜帮投资管理有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与新凤鸣不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn