

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-03-25

宏观策略

2025 年 03 月 25 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

固收点评 20250324: 亿纬转债: 锂电技术创新的领航者

我们预计亿纬转债上市首日价格在 117.35~130.74 元之间, 我们预计中签率为 0.0206%。

固收周报 20250324: 建议择时转债估值回调窗口期

本周(3月17日-3月21日)权益市场总体下跌。两市日均成交额较上周缩量约 1851.85 亿元至 15119.30 亿元, 周度环比下降 8.83%。

固收周报 20250323: 货政委员会例会传递的债市信息

央行召开 2025 年一季度货政委员会例会, 有何新增信息? 美国 2 月成屋销量、营建许可初值、新屋开工, 3 月当周失业救济等一系列数据公布, 后市美债收益率如何变化?

固收点评 20250322: 二级资本债周度数据跟踪 (20250317-20250321)

本周(20250317-20250321)银行间市场及交易所市场无新发行二级资本债。二级资本债周成交量合计约 1901 亿元, 较上周减少 489 亿元。

固收点评 20250322: 绿色债券周度数据跟踪 (20250317-20250321)

本周(20250317-20250321)银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 9 只, 合计发行规模约 152.95 亿元, 较上周增加 71.85 亿元。绿色债券周成交额合计 535 亿元, 较上周增加 61 亿元。

行业

推荐个股及其他点评

和黄医药 (00013.HK): 和黄医药 2024 年年报点评: 呋喹替尼海外销售强劲, 业绩持续盈利

由于出售上海和黄药业资产获得一次性投资收益, 我们将 2025 年的归母净利润 0.49 亿美金上调至 3.46 亿美金。由于赛沃替尼海外上市时间存在不确定性, 我们将 2026 年的归母净利润 1.79 亿美金下调至 0.96 亿美金。预计 2027 年归母净利润为 1.37 亿美金, 对应 2025-2027 年 PE 估值为 61/220/154X。公司催化剂不断兑现, 海外市场打开, 成长确定性较高, 现金充裕, 维持“买入”评级。

小米集团-W (01810.HK): 2024 年业绩点评: 业绩超预期, 继续看好“人车家”生态全面发展

投资要点 事件: 公司发布 2024 年业绩。2024Q4 公司实现收入 1090.1 亿元, 同比+49%, 环比+18%; 归母净利润 90.0 亿元, 同比+90%, 环比+68%。2024 年公司实现收入 3659.1 亿元, 同比+35%; 归母净利润 236.6 亿元, 同比+35%。加回汽车业务亏损后经调整净利润 334 亿元, 同比+29%。公司业绩超出市场预期。汽车毛利率逐季提升, 25 年目标销量 35 万台。Q4 智能汽车业务收入环比+72%至 166.9 亿元, 毛利率环比+3.3pct 至 20.4%, 单季亏损逐季收窄至 7 亿元。截至 2024 年末, SU7 交付量达 136,854 辆, Q4 出货量加速增长, 公司指引 2025 年交付 35 万台。

智驾能力不断迭代, 2025M2 端到端全场景智能驾驶开启全量推送。新品方面, SU7 Ultra 已于 2025M2 发布, 三天锁单量破万, YU7 将于 25 年中上市。手机格局稳固份额提升, 高端化&新零售驱动增长。Q4 智能手机业务收入 513.1 亿元, 同比+16%, 环比+8%; 毛利率环比+0.3pct 至 12.0%。24 年手机总出货量同比+15.7%至 168.5 百万台, 在全球 56/69 个国家&地区出货量排名前三/前五, 全球/大陆市占率同比增加 1.0pct/3.0pct 至 13.8%/15.8%。高端化再推进, 24 年国内高端智能机出货量占比同比+3.0pct 至 23.3%; Q4 总体 ASP 同比+10.1%至 1202 元。新零售拓至海外, 24 年国内线下渠道出货量市占率同比+1.9pct 至 10.3%, 公司指引未来五年新增境外小米之家约一万家。智能家电出货高增, 海外市场空间客观。Q4 IoT 收入 308.7 亿元, 同比+52%, 环比+18%; 24 年 IoT 毛利率同比+3.9pct 至 20.3%。大单品增速迅猛, 24 年空调/冰箱/洗衣机出货量达 680+/270+/190+万台, 同比增速 50%+/30%+/45%+。公司总裁卢伟冰在业绩会上表示目前公司 IoT 业务在海外市场体量为国内的二分之一左右, 海外潜在市场空间为国内 2 倍, 因此海外业务体量仍有四倍潜在空间。盈利预测与投资评级: 我们认为公司手机×AIoT 业务将持续受益于高端化及全球化布局, 汽车业务将凭借领先的产品号召力、供应链管理能力和产能部署能力持续提高市场地位。我们将公司 2025/2026 预期归母净利润由 232/277 亿元上调至 343/467 亿元, 并预期公司

洛阳钼业 (603993): 2024 年报点评: 铜钴矿山表现优异, 产量增长志存高远

盈利预测与投资评级: 短期我们预计公司主要品种铜钴价格保持坚挺, 同时公司贸易量指引减少有望进一步提升公司毛利率, 长期来看铜产量增长有望带动公司业绩持续提升, 我们调整公司 2025 年 EPS 分别为 0.7 元/股 (2025 年前值为 0.6 元/股), 新增 2026-2027 年 EPS 为 0.8/0.9 元/股, 对应 PE 分别为 11/10/8 倍。基于公司 TFM 及 KFM 铜矿增量显著, 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。

美团-W (03690.HK): 2024Q4 业绩点评: 核心业务利润继续释放, 出海打开想象空间

考虑到公司出海加速扩张带来新业务亏损加速, 我们将公司 2025-2026 年经调整利润由 573/712 亿元下调至 480/610 亿元, 新增 2027 年预测 777 亿元, 对应 2025-2027 年经调整 PE 为 19/15/12 倍, 我们看好公司核心业务和海外长期空间, 维持“买入”评级。

绿城服务 (02869.HK): 2024 年业绩公告点评: 业绩增速超预期, 分红率提至 75%

盈利预测与投资评级: 绿城服务作为龙头物业公司, 是兼具成长性和高股息的优质标的, 公司经营口碑多年领跑行业, 市场拓展优势明显, 考虑到近年来房地产及物业市场竞争加剧, 我们小幅下调公司 2025-2026 年归母净利润预测至 9.0/10.0 亿元 (原值为 9.1/11.0 亿元), 预计 2027 年归母净利润为 11.1 亿元。对应的 EPS 为 0.28/0.32/0.35 元, 对应的 PE 为 13.7X/12.3X/11.1X, 维持“买入”评级。风险提示: 市场化外拓不及预期; 利润率修复不及预期; 金融资产减值超预期。

名创优品 (09896.HK): 2024Q4 业绩点评: 国内承压、海外仍保持较快增长, 期待海外直营店利润率改善

盈利预测与投资评级: 公司是线下品牌连锁零售龙头, 未来海外扩张+国

内下沉仍有广阔成长空间。考虑国内的同店情况和购买永辉超市股权的交易产生的相关资金成本,我们将公司 2025~2026 年 Non-IFRS 归母净利润从 32.4/ 36.1 亿元调整至 31.5/ 35.5 亿元,新增 2027 年预期为 39.4 亿元,同比+15.5%/ +13.0%/ +10.9%,对应 3 月 21 日港股收盘价为 15/ 13/ 11 倍 P/E,维持“买入”评级。

吉利汽车 (00175.HK): 2024 年报点评: Q4 业绩符合预期,智驾发展加速

盈利预测与投资评级: 2025 年公司销量目标 271 万辆,其中新能源车销量目标为 150 万辆,极氪目标 32 万辆,领克目标 39 万辆。同时公司积极推进“智能吉利 2025”战略布局,推动千里浩瀚智驾系统上车,在座舱方面 flyme auto&zeeker aios 并行,打造座舱第一梯队。我们上调公司 2025-2026 年归母净利润预期至 142/196 亿元(原为 136/160 亿元),我们预测 2027 年归母净利润为 271 亿元。对应 PE 分别为 11/8/6 倍,维持吉利汽车“买入”评级。

鸿腾精密 (06088.HK): 2024 业绩点评: 业绩稳健增长,期待 AI 算力持续带来新增量

投资要点 事件: 公司发布 2024 年业绩公告,2024 年实现营收 44.51 亿美元,同比+5.82%,净利润 1.54 亿美元,同比+19.2%;毛利率 19.7%,同比+0.5pct。公司指引 2025 年收入低双位数增长,毛利润高双位数增长。网络设施: 受益 AI 浪潮,增长动能显现 网络设施业务 2024 年收入 5.91 亿美元,同比+39.1%。受益于 AI 服务器市场需求提升,以及新平台机柜连接器线缆需求提升,公司 2024 年铜基零件产品出货量回升。算力需求高速增长,通信连接器线缆高速化、小型化、集成化趋势显著。公司凭借技术积累及集团协同切入增量环节有望驱动业绩增长。公司指引 2025Q1/ 全年网络设施业务收入均实现超 15%的同比增速。 电动汽车: 收购落地技术渠道互补,加大汽车投资 电动汽车业务 2024 年收入 4.81 亿美元,同比+57.6%。2023M7 收购 Voltaira 后持续提质增效,2024 年进一步收购德国 Auto-Kabel 集团深化品牌客户关系、扩展分销渠道、发展技术并整合制造。公司计划在开发车载电子系统及自动驾驶主要零件方面加大投资。公司上调 25 年资本开支指引从 8 亿美元至 9-10 亿美元,26 年预计为 4.0-4.3 亿美元。公司指引 2025Q1/ 全年电动汽车业务收入均实现超 15%的同比增速。 系统终端产品: 印度产线落地,份额有望提升 系统终端产品业务 2024 年收入 14.16 亿美元,同比+0.1%。新耳机产品出货抵消消费电子行业疲软影响。公司把握大客户长期合作关系,扩大越南及印度声学产品产线,有望提升份额带动业绩大幅增长。公司指引系统终端产品业务收入 2025Q1 同比持平至+5%,2025 年同比+5%至+15%。 盈利预测与投资评级: 公司深耕连接器线缆四十余年,行业地位稳固,下游布局全面,网络设施、电动汽车、系统终端产品业务成长路径清晰。我们将公司 2025-2026 年归母净利润由 2.42/2.98 亿美元调整为 2.51/3.03 亿美元,并预期 2027 年归母净利润为 3.21 亿美元,2025 年 3 月 21 日收盘价对应 2025-2027 年 PE 分别为 10.0/8.3/7.8 倍,维持“买入”评级。 风险提示: AI 进展不及预期、下游需求不及预期、地缘政治风险

海油工程 (600583): 深海科技建设者,订单充沛未来可期

盈利预测与投资评级: 基于公司项目开展情况,以及公司工作量大幅增加,我们调整公司 2025-2026 年归母净利润分别至 23.9、27.5 亿元(此前为 23、27.5 亿元),新增 2027 年归母净利润预测值为 30.2 亿元。按 2025

年3月21日收盘价，对应PE分别11、10、9倍。考虑中高油价背景，叠加深海科技蓬勃发展，油服工程行业持续高景气，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济波动风险；国际油价剧烈波动风险；汇率波动风险；上游资本开支不及预期；油气田开发项目进度不及预期。

舍得酒业（600702）：2024年报点评：短期持续承压，期待基地市场整固显效

事件：公司发布2024年年报，全年实现营收53.6亿元，归母净利3.5亿元，同比分别-24.3%、-80.5%；对应24Q4单季营收、归母净利同比分别-51.1%、-167.9%。全年业绩承压，主因次高端需求不振，公司坚持“控量稳价”策略，更多着眼动销去库。盈利预测与投资评级：公司坚持长期主义，持续围绕动销培育及基地市场打造发力，并有序推进酒旅融合项目以强化品牌认知。短期由于需求不振，预计公司业绩仍有调整压力，我们更新2025~26年归母净利润预测为5.2、7.3亿元（前值10.3/11.9亿元），新增2027年归母净利润预测为9.3亿元，当前市值对应2025~27年PE为38、27、21X，维持“增持”评级。风险提示：经济向好不确定性，成本及费用支出超预期，低档酒增长不及预期。

妙可蓝多（600882）：2024年报点评：业绩符合预期，25Q1有望迎来开门红

公司2024年业绩符合预期，我们预计2025-2027年营收54.3/62.8/71.7亿元（此前25-26年预期54.3/62.5亿元），分别同比+12%/+16%/+14%；预计2025-2027年归母净利润为2.4/3.8/4.9亿元（此前25-26年预期2.4/3.9亿元），同比+109%/+58%/+30%，对应PE分别为41/26/20倍，维持“买入”评级。

金徽酒（603919）：2024年年报点评：收入符合预期，经营稳扎稳打

司省内稳扎稳打，市占率提升进度基本符合预期，省外营销转型效果已初步显现，看好公司战略执行力与内生驱动力稳步兑现，西北大本营品牌口碑持续放大，考虑24年公司实际业绩及公司经营目标，我们调整2025~2026年归母净利润为4.1、4.7亿元（前值为4.9/6.0亿元），分别同比+6%、13%（前值为21%、23%），新增2027年归母净利润5.4亿元，同比+15%，当前市值对应2025-2027年PE为23/21/18X，维持“买入”评级。

越秀服务（06626.HK）：2024年业绩公告点评：商誉减值致业绩低预期，城市聚焦整装再出发

盈利预测与投资评级：公司作为国资背景加持的TOD物管赛道龙头，规模稳步扩张，利润率保持稳定，增值业务健康发展。考虑到近年来市场波动导致公司毛利率调整，我们下调其2025-2026年归母净利润预测至5.4/6.1亿元（原值为7.1/8.6亿元），预计2027年归母净利润为6.7亿元。对应的EPS为0.36/0.40/0.44元，对应的PE为8.7X/7.9X/7.1X，维持“买入”评级。风险提示：大股东/关联方交付项目规模不及预期；收并购投后管理不及预期；社会总需求恢复缓慢。

高能环境（603588）：2024年报点评：工程拖累业绩，重视再生资源的资源价值

盈利预测与投资评级：考虑项目投产爬坡进度，我们下调2025-2026年归母净利润预测从9.3/11.0至6.3/7.5亿元，预计2027年归母净利润9.1亿元，2025-2027年PE15/13/11倍（2025/3/20），维持“买入”评级。风险提示：原材料价格波动，产能利用率不及预期，竞争加剧。

星宇股份 (601799): 2024 年年报点评: 2024Q4 业绩符合预期, 车灯龙头持续成长

盈利预测与投资评级: 考虑到公司新项目的量产进度以及下游配套客户的销量情况, 我们将公司 2025-2026 年归母净利润的预测调整为 17.61 亿元、21.89 亿元 (前值为 18.28 亿元、22.52 亿元), 新增公司 2027 年归母净利润预测值 26.83 亿元。对应 EPS 分别为 6.16 元、7.66 元、9.39 元, 市盈率分别为 21.74 倍、17.49 倍、14.27 倍, 公司作为自主车灯龙头, 维持“买入”评级。风险提示: 乘用车行业销量不及预期; 车灯产品升级速度不及预期; 新客户开拓不及预期。

硅烷科技 (838402): 2024 年报点评: 供过于求致价格下行, 短期盈利承压

盈利预测与投资评级: 考虑硅烷气价格下滑较多, 我们下调 2025-2026 年公司盈利预测, 新增 2027 年盈利预测, 预计公司 2025-2027 年归母净利润为 0.41/0.60/0.85 亿元 (2025-2026 年前值为 2.17/2.42 亿元), 同比-48%/+47/42%, 考虑公司积极拓展硅烷气应用领域, 面板市场稳健增长, 硅碳负极、固态电池等有望打开新成长空间, 2025 年硅烷气出货有望高增, 维持“增持”评级。风险提示: 竞争加剧, 需求不及预期。

福耀玻璃 (600660): 2024 年年报点评: 2024Q4 业绩符合预期, 汽玻龙头持续成长

盈利预测与投资评级: 我们基本维持公司 2025-2026 年归母净利润为 88.35 亿元、103.88 亿元的预测, 新增 2027 年归母净利润预测值 121.77 亿元, 对应的 EPS 分别为 3.39 元、3.98 元、4.67 元, 2025-2027 年市盈率分别为 16.75 倍、14.24 倍、12.15 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 原材料价格、能源价格以及海运费上涨超预期; 汽车行业销量不及预期; 新建产能爬坡不及预期。

有友食品 (603697): 有友食品 2024 年报点评: 新品势能延续, 盈利水平提升

我们略调整盈利预测, 预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 1.99/2.38/2.79 亿元 (此前 2025-2026 年分别为 1.95/2.43 亿元), 同比+26.2%/+19.9%/+17.4%, 对应 PE 为 22/18/15X。我们认为公司新品势能良好, 积极开拓新兴渠道, 成长性在板块中靠前, 维持“买入”评级。

火炬电子 (603678): 2024 年报点评: 拐点已至看好业绩回暖, 第四期员工持股计划出炉

盈利预测与投资评级: 公司业绩相对承压。考虑到“十四五”最后一年国防军工将迎来补偿式发展, 复苏在即, 高增可期, 但出于谨慎原则, 我们下调先前过高的预期, 预计公司 2025-2026 年公司归母净利润分别为 4.91/5.98 亿元, 前值 5.18/6.66 亿元, 新增 2027 年预期 7.95 亿元, 对应 PE 分别为 36/29/22 倍。考虑到公司行业地位及新业务成长性, 未来发展潜力较大, 因此维持“买入”评级。风险提示: 1) 下游市场需求变动风险; 2) 市场竞争风险; 3) 经营规模扩大导致的管理风险。

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

固收点评 20250324：亿纬转债：锂电技术创新的领航者

事件 亿纬转债(123254.SZ)于 2025 年 3 月 24 日开始网上申购：总发行规模为 50.00 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于圆柱磷酸铁锂储能动力电池项目和大圆柱乘用车动力电池项目。 当前债底估值为 101.21 元，YTM 为 2.61%。亿纬转债存续期为 6 年，联合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%、1.50%、1.80%、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 2.41%（2025-03-21）计算，纯债价值为 101.21 元，纯债对应的 YTM 为 2.61%，债底保护较好。 当前转换平价为 99.16 元，平价溢价率为 0.84%。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 29

日至 2031 年 03 月 23 日。初始转股价 51.39 元/股，正股亿纬锂能 3 月 21 日的收盘价为 50.96 元，对应的转换平价为 99.16 元，平价溢价率为 0.84%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为 4.54%。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 51.39 元计算，转债发行 50.00 亿元对总股本稀释率为 4.54%，对流通盘的稀释率为 4.97%，对股本摊薄压力较小。观点 我们预计亿纬转债上市首日价格在 117.35~130.74 元之间，我们预计中签率为 0.0206%。综合可比标的以及实证结果，考虑到亿纬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 117.35~130.74 元之间。我们预计网上中签率为 0.0206%，建议积极申购。亿纬锂能主要生产消费电池(包括锂原电池、小型锂离子电池、圆柱电池)、动力电池(包括新能源汽车电池及其电池系统)和储能电池。公司成立于 2001 年，于 2009 年在深圳创业板首批上市，历经 23 年快速发展，已成为具有全球竞争力的锂电池平台公司，同时拥有消费电池、动力电池、储能电池核心技术和全面解决方案，产品广泛应用于物联网、能源互联网领域。2019 年以来公司营收稳步增长，2019-2023 年复合增速为 66.08%。自 2019 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率呈倒 V 型波动，2019-2023 年复合增速为 66.08%。2023 年，公司实现营业收入 487.84 亿元，同比增加 34.38%。与此同时，归母净利润也不断增长，2019-2023 年复合增速为 27.72%。2023 年实现归母净利润 40.50 亿元，同比增加 15.42%。亿纬锂能营业收入主要来源于锂电池业务。2021-2024H1，公司锂离子电池的销售收入占营业收入的比重为 88.94%、93.79%、95.31%和 94.09%。2023 年，动力电池、储能电池和消费电池占营业收入的比重为 49.16%、33.50%和 17.14%。亿纬锂能销售净利率、毛利率、销售费用率均呈下降趋势，财务费用率在 2019-2022 年下降后在 2023-2024 年上升，管理费用率呈现倒 V 趋势。2019-2023 年，公司销售净利率分别为 24.16%、20.60%、18.64%、10.11%和 9.27%，销售毛利率分别为 29.72%、29.01%、21.57%、16.43%和 17.04%。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)

固收周报 20250324：建议择时转债估值回调窗口期

上周(0317—0321)海外美债 10Y 再度下行，面临数据面和政策面的双重不确定性，联储在潜在的“滞胀”风险下对待降息保持谨慎态度，这对美元形成一定支撑的同时，不利于企业业绩延续韧性。最大的不确定性仍来自于特朗普关税政策以及俄乌冲突能否达成可维持长久和平的城下协议，后市美债 10Y 走势的焦点或短期转移到对原油价格的博弈心态上，上周 OPEC+ 决定延续减产相关协议以应对来自需求端的不确定性以及美国页岩油持续增长对原油价格构成的压力，美、俄、沙对全球原油供给配额的再分配值得关注。观点上，考虑到围绕“滞胀”前景形成的预期差，建议择机减配美债。海外包括欧、日在内的不确定性，导致资金流入 AH 股的预期逐渐增强，上证失守 3400 点或只是暂时的。2025 年二季度转债观点更新如下：转债观点：转债整体表现出对正股跟随上的困境。一方面体现在风格上，其中中低价标的尤为明显，而高价标的伴随题材标的强赎退市，“低波动”特征或体现出更多对称性；另一方面体现在估值上，目前转债整体估值较高，百元平价溢价率来看，低价 18%，中价 25%，高价 33%，低价、中价均处于 2023 年以来最高水平，高价同样处于高位区间，高估值限制了

转债对正股的跟随弹性。但资金面上对高估值仍存在有力支撑。一方面，历史上对转债估值最有利的环境是熊牛转换期，权益方面目前科技与顺周期风格轮动存在较大节奏上的不确定性，同时纯债高位回调，后市方向判断上市场同样存在分歧；另一方面，转债下修同样频发于这一时期，博弈资金会给予中低价标的以更高估值。尤其对中低价高评级标的。受 2024 年部分转债评级下调、兑付压力影响，大量机构风控趋严，持仓上甚至对高评级标的占比给出固定比例要求，在转债整体及高评级转债（尤其银行系转债）净供给萎缩，呈现一定“资产荒”局面下，中低价高评级标的被给予了更高估值水平。转债策略：1) 一方面仍是围绕中低价高评价标的的抢筹配置，受权益市场波动及债基赎回等阶段性因素影响，短期的估值压缩或给予配置资金以入场良机，将考验机构择时能力；2) 同时是否做适度信用下沉将是另一个胜负手，目前中低评级交易拥挤度明显小于高评级拥挤度，尤其 AA- 及以下标的；3) 另一方面交易性资金建议博弈条款，除和配置盘可以形成共振的博弈下修选项外，目前市场上涌现出大量的高价负溢价率标的，同样可以作为短期资金博弈的方向。下周转债平价溢价率修复潜力最大的高评级、中低价前十名分别为：海环转债、核建转债、万凯转债、大丰转债、海亮转债、中环转 2、美锦转债、和邦转债、鹰 19 转债、利群转债 风险提示：(1) 正股退市和信用违约风险；(2) 流动性环境收紧风险；(3) 权益市场超跌风险；(4) 地缘政治危机影响；(5) 行业政策调控超预期。

(证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭)

固收周报 20250323：货政委员会例会传递的债市信息

央行召开 2025 年一季度货政委员会例会，有何新增信息？央行货币政策委员会 2025 年第一季度例会于 3 月 18 日召开，与前一季度的例会通稿相比，我们认为有以下几点值得关注：第一，在对外部经济形势的判断上做出了调整，由“通胀压力有所缓解，货币政策进入降息周期”变为“通胀走势和货币政策调整不确定性上升”。这或将令内部的降准降息节奏和幅度均不及去年初提“适度宽松的货币政策”之时的市场预期。第二，对货币政策的安排上，保持“择机降准降息”的表述。对降准降息的择机态度已持续一段时间，对于其中的“机”，一是刚才所提到的外部货币政策调整，二是内部基本面的变化。因此，二季度将进入观察期，预计降准有落地可能性，而降息的时间点或将推迟至下半年。第三，对利率政策的表述上，由“加强利率政策执行”变为“加强利率政策执行和监督”，多了“监督”二字。这一点或针对已经实行的同业存款定价调整，针对利率政策的传导有效性，仍然会是监管的重点，银行缺负债的状况将持续，虽然同业存单的发行利率将边际下行，但和此前相比仍会偏高。第四，对于国债收益率的把控方面，由“充实货币政策工具箱，开展国债买卖”变为“从宏观审慎的角度观察，评估债市运行情况”。央行对于债市的风险评估，我们认为大概率考虑到利率过快下行的风险。从绝对点位上来看，大多期限的国债收益率已经完成了去年底降息预期抢跑的修复，央行或有意将债券收益率点位把控在这一位置，避免又一次利率下行所带来的“负反馈”风险，因此不轻易放松流动性。第五，对结构性工具的安排上，提出针对互换便利和股票回购增持再贷款，探索常态化的制度安排。同时，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。这说明当前结构性工具的新增以及结构性降息是季度层面的工作重点，虽然这也能释放一定的流动性，但仍然不及总量政策。总体来看，例会信息显示出行对流动性放松的审慎性，我们对二季度债市判断维持中性偏谨慎，若收益率上行至

1.9%以上，则是比较好的入场时机。美国2月成屋销量、营建许可初值、新屋开工，3月当周失业救济等一系列数据公布，后市美债收益率如何变化？上周（0317-0321）海外美债10Y再度下行，面临数据面和政策面的双重不确定性，联储在潜在的“滞胀”风险下对待降息保持谨慎态度，这对美元形成一定支撑的同时，不利于企业业绩延续韧性。最大的不确定性仍来自于特朗普关税政策以及俄乌冲突能否达成可维持长久和平的城下协议，后市美债10Y走势的焦点或短期转移到对原油价格的博弈心态上，上周OPEC+决定延续减产相关协议以应对来自需求端的不确定性以及美国页岩油持续增长对原油价格构成的压力，美、俄、沙对全球原油供给配额的再分配值得关注。观点上，考虑到围绕“滞胀”前景形成的预期差，建议择机减配美债。海外包括欧、日在内的不确定性，导致资金流入AH股的预期逐渐增强，上证失守3400点或只是暂时的。我们在延续上周观点的基础上，结合增量数据，思考如下：本周（2025年3月17日-2025年3月21日，下同）一级市场地方债共发行42只，发行金额1,570.67亿元，其中再融资债券1,189.09亿元，新增专项债342.48亿元，新增一般债219.01亿元，偿还量253.12亿元，净融资额1,317.55亿元。主要投向为综合。（1）美国2月成屋销量、新屋开工折年数均显著高于预期，2月营建许可初值略高于预期。3月18日美国2月新屋开工和营建许可初值数据显示，美国2月营建许可初值145.6万套，预期145.3万套，前值147.3万套，环比下降1.15%。2月新屋开工150.1万套，预期138.5万套，前值135万套，环比上升11.19%。3月20日公布的美国2月成屋销售总数年化数据显示，美国2月成屋销售总数年化426万套，预期395万套，前值409万套，环比上涨4.16%。美国2月份成屋销量及新屋开工数的上涨幅度出乎市场预期，得益于房屋供应增加、天气条件改善。然而1.15%的营建许可下滑与高利率、库存重压交织，这场复苏战役刚吹响冲锋号便遭遇后劲不足的隐忧。（2）美国3月15日当周首次申请失业救济人数上升，3月8日当周持续领取失业金人数上升。美国劳工部3月20日公布的数据显示，截至3月15日当周，美国首次申请失业救济人数为22.3万人，高于前一周的22万人，略低于预期的22.4万人；3月8日当周美国持续申请失业救济人数为189.2万，高于前值187万，也高于预期值188.7万。就业市场仍保持稳定，但在贸易紧张局势升温和特朗普政府大规模削减支出和裁员的背景下，就业前景似乎正变得黯淡。（3）美联储5月降息概率下降。美国时间3月19日，美联储公布FOMC会议声明和经济预测，鲍威尔发表讲话。鲍威尔强调经济稳健，淡化关税通胀风险。针对经济，“硬数据表明经济依然稳固，调查数据恶化，但其与经济活动之间的关系并不紧密。外部预测的衰退概率较两个月前增加但并不高。鉴于目前处境，正确的做法是等待”。针对通胀上行风险，1）“很难准确评估有多少通胀来自于关税”。2）“关税的影响是否是一次性的，取决于关税通胀是否能很快传导，并且在很大程度上取决于长期通胀预期是否锚定。目前短期通胀预期普遍上升，但长期通胀预期基本平稳”。3）“主要由于关税影响，SEP并没有表明通胀进一步下降趋势，但明年和后年的通胀仍会向2%目标回归”。潜台词或是，虽然前景高度不确定，但目前来看关税对通胀的影响可能是一次性的。点阵图显示降息或提前至25Q2，美债利率短期或下探4%，但需警惕下半年反弹至4.5%以上。截至3月21日，Fedwatch预期5月降息25bp的概率下降至14.3%，上周为27.7%；2025年6月在5月份降息的基础上再次降息的可能性降至10.6%，上周为19.0%。风险提示：大宗商品价格波动风险；宏观政策变动风险。

(证券分析师: 李勇 证券分析师: 陈伯铭 证券分析师: 徐沐阳
 证券分析师: 徐津晶)

固收点评 20250322: 二级资本债周度数据跟踪 (20250317-20250321)

观点 一级市场发行与存量情况: 本周(20250317-20250321)银行间市场及交易所市场无新发行二级资本债。截至2025年3月21日,二级资本债存量余额达44,112.05亿元,较上周末(20250314)减少0.5亿。二级市场成交情况: 本周(20250317-20250321)二级资本债周成交量合计约1901亿元,较上周减少489亿元,成交量前三个券分别为24工行二级资本债01A(BC)(91.88亿元)、24建行二级资本债03BC(72.67亿元)和25工行二级资本债01BC(65.20亿元)。分发行主体地域来看,成交量前三为北京市、上海市和福建省,分别约为1212.69亿元、288.48亿元和107.96亿元。从到期收益率角度来看,截至3月21日,5Y二级资本债中评级AAA-、AA+、AA级到期收益率较上周涨跌幅分别为:-7.51BP、-7.63BP、-3.63BP;7Y二级资本债中评级AAA-、AA+、AA级到期收益率较上周涨跌幅分别为:-6.70BP、-7.03BP、-3.03BP;10Y二级资本债中评级AAA-、AA+、AA级到期收益率较上周涨跌幅分别为:-5.73BP、-8.18BP、-4.18BP。估值偏离%前三十位个券情况: 本周(20250317-20250321)二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大,折价成交的比例大于溢价成交,折价成交的幅度大于溢价成交。折价个券方面,折价率前三的个券为23潍坊银行二级资本债01(-1.4746%)、24平安银行二级资本债01B(-1.2263%)、24广发银行二级资本债01B(-0.8744%),其余折价率均在-0.80%以内。中债隐含评级以AAA-、AA+、A+评级为主,地域分布以北京市、上海市、浙江省居多。溢价个券方面,溢价率前二的个券为24盛京银行二级资本债01(0.4465%)、21浦江农商二级01(0.3044%),其余溢价率均在0.30%以内。中债隐含评级以AA-、A+、AA+评级为主,地域分布以浙江省、江苏省居多。风险提示: Choice、Wind信息更新延迟;数据披露不全。

(证券分析师: 李勇 证券分析师: 徐津晶)

固收点评 20250322: 绿色债券周度数据跟踪 (20250317-20250321)

观点 一级市场发行情况: 本周(20250317-20250321)银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券9只,合计发行规模约152.95亿元,较上周增加71.85亿元。发行年限多为3年;发行人性质为中外合资企业、地方国有企业、央企子公司、中央金融企业;主体评级多为AAA、AA+、A+级;发行人地域为北京市、天津市、广东省、上海市;发行债券种类为中期票据、一般公司债、私募公司债。二级市场成交情况: 本周(20250317-20250321)绿色债券周成交额合计535亿元,较上周增加61亿元。分债券种类来看,成交量前三为非金公司信用债、金融机构债和利率债,分别为315亿元、142亿元和57亿元;分发行期限来看,3Y以下绿色债券成交量最高,占比约70.92%,市场热度持续;分发行主体行业来看,成交量前三的行业为金融、公用事业、交运设备,分别为168亿元、118亿元和32亿元;分发行主体地域来看,成交量前三为北京市、广东省和上海市,分别为148亿元、59亿元和54亿元。估值偏离度前三十位个券情况: 本周(20250317-20250321)绿色债券周成交均价估值偏离幅度整体不大,折价成交幅度大于溢价成交,折价成交的比例大于溢价成交。折价个券方面,折价率前三的个券为22万科GN003(-2.4941%)、22万科GN001(-0.8960%)、18宜昌绿色债NPB(-0.8267%),其余折价率均在-0.70%以内。主体行业以房地产、建筑和能源为主,中债隐含评级以AAA、AA+、AA评级为主,地域分布以广东省、湖北省和山东省

居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为鲲鹏 12A2 (0.7596%)、22 广东环保 MTN001(绿色) (0.5033%) 和 21 抚投绿债 01 (0.3648%)，其余溢价率均在 0.35% 以内。主体行业以建筑、交运设备、金融为主，中债隐含评级以 AA+、AAA、AA 评级为主，地域分布以广东省、四川省、山东省、浙江省居多。风险提示：Choice 信息更新延迟；数据披露不全。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

行业

推荐个股及其他点评

和黄医药 (00013.HK)：和黄医药 2024 年年报点评：吠喹替尼海外销售强劲，业绩持续盈利

投资要点 事件：公司 2024 年实现收入 6.3 亿美金，同比-24.8%。归母净利润 0.38 亿美金，同比-63%。2024 年肿瘤产品市场销售额达 5.0 亿美金，同比+134%。肿瘤产品综合收入强劲增长 65% 至 2.715 亿美元。2024 年肿瘤/免疫业务综合收入总额为 3.634 亿美元，符合业绩指引。赛沃替尼新适应症国内有望获批，美国即将申报上市。赛沃替尼针对 2 线 EGFRm+ MET 驱动的 NSCLC 的海外 II 期注册临床 (SAVANNAH 研究) 达到预设指标，显示出高且具有临床意义的 ORR 数据，具备同类最佳潜力，近期有望美国申报上市。国内治疗 2 线 MET 扩增的 EGFR TKI 难治性 NSCLC (SACHI 研究) 预计 2025 年年内获批；以上两个临床结果有望今年学术会议上公布。吠喹替尼海外持续放量，国内有望获批新的适应症。吠喹替尼是美国 10 年来获批的第一款也是唯一一款针对 3 线 mCRC 的小分子靶向药，已经写入 NCCN 指南，全球 10+ 国家上市。24 年海外市场销售额达 2.9 亿美金。针对 2L pMMR 子宫内膜癌已于 24 年年底国内获批，2L 肾细胞癌有望今年国内递交上市申请。索乐匹尼布有望年内获批上市，索凡替尼积极拓展大适应症。ITP 国内存量患者 2027 年有望超过 30 万人，67% 患者进入 2 线治疗，创新疗法有限，竞争格局好。索乐匹尼布针对 2 线 ITP 的中国注册 III 期临床结果亮眼，2024 ASH 会议更新了长期治疗的数据，结果非常亮眼：长期持续应答率为 59.8%，有望成为 ITP 患者新的治疗选择，预计年内国内成功上市。针对 2L 温抗体型自身免疫性溶血性贫血的 III 期临床已开启。索凡替尼预计于 25 年年底公布胰腺导管腺癌 II 期研究数据。抗体靶向偶联药物 (ATTC) 平台开启新一波创新浪潮：自主创立的 ATTC 平台已产生多个潜在新药临床试验申请阶段的候选药物。有望提高药物疗效；有望比传统 ADC 相比骨髓抑制更少；有望解决部分小分子难成药靶点困境。盈利预测与投资评级：由于出售上海和黄药业资产获得一次性投资收益，我们将 2025 年的归母净利润 0.49 亿美金上调至 3.46 亿美金。由于赛沃替尼海外上市时间存在不确定性，我们将 2026 年的归母净利润 1.79 亿美金下调至 0.96 亿美金。预计 2027 年归母净利润为 1.37 亿美金，对应 2025-2027 年 PE 估值为 61/220/154X。公司催化剂不断兑现，海外市场打开，成长确定性较高，现金充裕，维持“买入”评级。风险提示：产品注册审批进度不及预期；竞争格局加剧；商业化不及预期。

(证券分析师：朱国广 证券分析师：张翀翀)

小米集团-W (01810.HK)：2024 年业绩点评：业绩超预期，继续看好“人车家”生态全面发展

投资要点 事件:公司发布 2024 年业绩。2024Q4 公司实现收入 1090.1 亿元,同比+49%,环比+18%;归母净利润 90.0 亿元,同比+90%,环比+68%。2024 年公司实现收入 3659.1 亿元,同比+35%;归母净利润 236.6 亿元,同比+35%。加回汽车业务亏损后经调整净利润 334 亿元,同比+29%。公司业绩超出市场预期。汽车毛利率逐季提升,25 年目标销量 35 万台。Q4 智能汽车业务收入环比+72%至 166.9 亿元,毛利率环比+3.3pct 至 20.4%,单季亏损逐季收窄至 7 亿元。截至 2024 年末,SU7 交付量达 136,854 辆,Q4 出货量加速增长,公司指引 2025 年交付 35 万台。智驾能力不断迭代,2025M2 端到端全场景智能驾驶开启全量推送。新品方面,SU7 Ultra 已于 2025M2 发布,三天锁单量破万,YU7 将于 25 年中上市。手机格局稳固份额提升,高端化&新零售驱动增长。Q4 智能手机业务收入 513.1 亿元,同比+16%,环比+8%;毛利率环比+0.3pct 至 12.0%。24 年手机总出货量同比+15.7%至 168.5 百万台,在全球 56/69 个国家&地区出货量排名前三/前五,全球/大陆市占率同比增加 1.0pct/3.0pct 至 13.8%/15.8%。高端化再推进,24 年国内高端智能机出货量占比同比+3.0pct 至 23.3%;Q4 总体 ASP 同比+10.1%至 1202 元。新零售拓至海外,24 年国内线下渠道出货量市占率同比+1.9pct 至 10.3%,公司指引未来五年新增境外小米之家约一万家。智能家电出货高增,海外市场空间客观。Q4 IoT 收入 308.7 亿元,同比+52%,环比+18%;24 年 IoT 毛利率同比+3.9pct 至 20.3%。大单品增速迅猛,24 年空调/冰箱/洗衣机出货量达 680+/270+/190+万台,同比增速 50%+/30%+/45%+。公司总裁卢伟冰在业绩会上表示目前公司 IoT 业务在海外市场体量为国内的二分之一左右,海外潜在市场空间为国内 2 倍,因此海外业务体量仍有四倍潜在空间。盈利预测与投资评级:我们认为公司手机×AIoT 业务将持续受益于高端化及全球化布局,汽车业务将凭借领先的产品号召力、供应链管理能力和产能部署能力持续提高市场地位。我们将公司 2025/2026 预期归母净利润由 232/277 亿元上调至 343/467 亿元,并预期公司 2027 年归母净利润为 593 亿元,2025 年 3 月 21 日收盘对应 2025/2026/2027 年 PE 分别为 37/27/22 倍,维持“买入”评级。风险提示:行业竞争加剧风险,竞争加剧,下游需求不及预期。

(证券分析师:张良卫 研究助理:李博韦)

洛阳钼业 (603993): 2024 年报点评: 铜钴矿山表现优异, 产量增长志存高远

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 2130 亿元, yoy+14%; 实现归母净利润 135 亿元, yoy+64%, 扣非归母净利 131 亿元, yoy+110%。单季度来看, 2024Q4 公司实现营收 583 亿元, yoy+6.8%, 环比+12.2%, 2024Q4 归母净利为 53 亿元, yoy-9.4%, 扣非归母净利 46 亿元, yoy-6.4%, 环比+56%, 业绩符合业绩预告。公司 2024 年仍保持“矿山+贸易”现代化矿业模式, 矿山铜板块量价齐升叠加贸易量增长带动收入高速增长。公司 2024 年营收 2130 亿元 (yoy+14%), 其中矿业板块/贸易板块收入 653/1884 亿元 (yoy+47%/+12%), 矿业板块收入增长主要受益于刚果金 TFM/KFM 矿山铜钴销量高速增长, 目前 TFM/KFM 各具备 5 条/1 条生产线, 分别具备 45/15 万吨年产铜能力, 且 TFM 在 2024 年全面实现达产、达标, 矿业板块其余产品稳定生产, 2024 年铜/钴/钼/钨/铌/磷销量分别为 69/11/1.5/0.8/1.0/109 万吨, yoy+66%/+266%/-4%/+3%/+7%/-6%, 价格角度分别 yoy+2%/-30%/-27%/+19%/+5%/+3%。铜品种产能跻身全球前十, 毛利贡献显著, 归母净利核心受毛利提升影响表现高增。公司 2024 年毛利率为

16.6% (yoy+6.8pct)，其中矿业板块/贸易板块毛利率分别为 45%/2.6% (yoy+4.6pct/+1.4pct)，其中铜为主要业绩贡献品种，2024 年贡献毛利占比总毛利 60%，2024 年铜/钴/钼/钨/铌/磷毛利率分别为 50%/34%/35%/65%/37%/26%，除钴、钼品种毛利率略有下降外其余品种毛利率均有提升，其中铜毛利率 yoy+5.0pct，主要得益于 1) 铜价同比+2%；2) 铜单位成本同比-7%，单位成本下降我们预计主要原因为 TFM 全面达产规模效应，KFM 成功降本，提升铜钴回收率。业绩角度，2024 年公司归母净利 135 亿元，同比增长 53 亿元，归母净利率为 6.4% (yoy+1.9pct)，其中正向贡献主要为毛利增长 171 亿元，费用端，由于铜钴业务扩张，资源税及权益金增长导致税金及附加增加 11 亿元，所得税相应增加 50 亿元，其他影响主要为公允价值变动收益减少 31 亿元，主要由于金属贸易业务衍生工具收益下降导致，以及投资收益减少 15 亿元，上期处置了澳洲资产导致。产量短期稳健发展，长期五年规划志存高远。矿企核心竞争力之一为产量持续增长，公司核心聚焦铜、钴品种，短期 2025 年产量预计中值为 63/11 万吨，与 2024 年基本持平，长期来看预计 2028E 产量分别为 100/10 万吨，2024-2028 年铜 CAGR 为 11%，其中铜主要来源核心项目 TFM/KFM 增产，公司积极推进 TFM 西区和 KFM 二期开发，逐步落实五年规划目标。盈利预测与投资评级：短期我们预计公司主要品种铜钴价格保持坚挺，同时公司贸易量指引减少有望进一步提升公司毛利率，长期来看铜产量增长有望带动公司业绩持续提升，我们调整公司 2025 年 EPS 分别为 0.7 元/股 (2025 年前值为 0.6 元/股)，新增 2026-2027 年 EPS 为 0.8/0.9 元/股，对应 PE 分别为 11/10/8 倍。基于公司 TFM 及 KFM 铜矿增量显著，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)

美团-W (03690.HK)：2024Q4 业绩点评：核心业务利润继续释放，出海打开想象空间

投资要点 业绩超预期：美团 24Q4 实现营业收入 885 亿元，同比增长 20.1%，高于彭博一致预期；经调整净利润 98.49 亿元，符合彭博一致预期。Q4 其他亏损净额为 9.3 亿元，23Q4 其他收益净额为 21 亿元，主要系内部往来产生的未实现汇兑（亏损）/收益波动，及税收优惠、理财投资公允价值变动和收益减少，对净利润产生了负面影响。核心本地商业利润好于预期，新业务亏损符合预期。核心本地商业 Q4 收入 656 亿 (yoy+18.9%)，符合彭博一致预期；Q4 运营利润为 129 亿 (yoy+60.9%)，经营利润率同比增长 5.2pct 至 19.7%，好于彭博一致预期。新业务 Q4 收入 229 亿 (yoy+23.5%)；Q4 运营亏损同比收窄至 22 亿，运营亏损率同比收窄 16.5pct 至 9.5%，符合彭博一致预期。核心本地商业稳健增长，利润持续释放。2024 年度公司交易用户数超过 7.7 亿，年度活跃商家显著增加至 1450 万，年度交易用户平均购买频次新高，其中到店业务订单量同比增长超过 65%。Q4 核心本地商业配送收入同比增长 19.5%，快于即时配送订单量增长，主要原因包括神会员项目推广带来扣除的用户激励减少、更多商家为节省成本从自有配送团队转向美团配送服务、长途/夜间/大尺寸订单数量增加等。佣金收入同比增长 23.9%，主要得益于到店业务订单快速增长，但部分被各品类 AOV 下降所抵消。广告收入同比增长 17.7%，主要由于升级后的营销解决方案更好满足商家、线下零售商和品牌需求并提高其营销效率，更多商家采用平台广告服务。展望 2025 年，虽然外卖社保成本增加，但我们认为公司在补贴优化、广告货币化率等方面仍有提升空间，同时到店酒旅业务有望保持较快增长，神会员升级为美团会

员项目有望进一步挖掘需求潜力，核心本地商业全年利润释放可期。新业务亏损 2025 年预计有所扩大，出海长期打开业务空间。2024 年公司持续优化在食杂零售、软硬件服务等领域的运营，驱动运营效率显著提升；同时加快对海外市场探索，自 2024 年 10 月在利雅得上线后，进一步将 Keeta 扩展至沙特阿拉伯的所有主要城市，用户基数和订单量迅速增长。虽然我们预计出海加速扩张使得 2025 年新业务亏损有所扩大，但长期打开了美团业务想象空间，我们看好该业务长期潜力。盈利预测与投资评级：考虑到公司出海加速扩张带来新业务亏损加速，我们将公司 2025-2026 年经调整利润由 573/712 亿元下调至 480/610 亿元，新增 2027 年预测 777 亿元，对应 2025-2027 年经调整 PE 为 19/15/12 倍，我们看好公司核心业务和海外长期空间，维持“买入”评级。风险提示：消费不及预期，减亏不及预期，出海不及预期，竞争格局恶化

（证券分析师：张良卫 证券分析师：郭若娜）

绿城服务 (02869.HK): 2024 年业绩公告点评：业绩增速超预期，分红率提至 75%

投资要点 事件：公司发布 2024 年业绩公告。2024 年公司实现营收 185.3 亿元（包含已终止经营业务，下同），同比增长 6.5%；归母净利润 7.9 亿元，同比增长 29.7%。营收规模增长，利润率稳中有升。2024 年公司营业收入同比增长 6.5%。分业务结构看，公司物业服务实现营业收入 124.0 亿元，同比增长 11.7%，占总营收比重为 66.9%；园区服务实现营业收入 33.7 亿元，同比下降 5.5%，占总营收比重为 18.2%；咨询服务实现营业收入 24.1 亿元，同比增长 5.1%，占总营收比重为 13.0%；科技服务实现营业收入 3.4 亿元，同比下降 20.3%，占总营收比重为 1.9%。利润方面：公司归母净利润增速超过营业收入增速的原因为：1) 公司毛利率同比提升 0.5pct 至 17.3%，其中物业服务毛利率提升 0.7pct 至 13.7%；2) 公司行政开支费率下降 0.6pct 至 6.5%；3) 公司出售 MAG 股权收益 1.0 亿元。核心业务物业服务稳健增长，管理规模扩张。物业服务是公司最大的收入及毛利来源，毛利占比 53.2%，公司主要采取包干制的服务收费方式。2024 年公司通过城市聚焦、客户聚焦及服务业态聚焦的策略，审慎开展增量市场的拓展，侧重于优质的存量市场拓展，并主动退出部分非核心城市及存在交付风险的储备项目。2024 年公司在管面积稳步提升至 5.1 亿平方米，同比增长 13.5%，储备面积 3.6 亿平方米，在管项目达 3554 个，为公司未来增长提供坚实基础。账面资金充裕，股东回报政策行业领先。截至 2024 年底，公司现金及现金等价物达 48.5 亿元，同比增长 7.1%，账面资金充裕。2024 年公司分红政策为每股 0.13 港元+0.07 港元特别分红，合计 0.2 港元/股，总分红金额为 5.9 亿元，股利支付率为 74.6%。此外公司在 2024 年累计回购 7901 万港元，约占归母净利润的 10.1%，因此公司 2024 年派发股息及回购的合计比例约 84.7%，股东回报政策行业领先。盈利预测与投资评级：绿城服务作为龙头物业公司，是兼具成长性和高股息的优质标的，公司经营口碑多年领跑行业，市场拓展优势明显，考虑到近年来房地产及物业市场竞争加剧，我们小幅下调公司 2025-2026 年归母净利润预测至 9.0/10.0 亿元（原值为 9.1/11.0 亿元），预计 2027 年归母净利润为 11.1 亿元。对应的 EPS 为 0.28/0.32/0.35 元，对应的 PE 为 13.7X/12.3X/11.1X，维持“买入”评级。风险提示：市场化外拓不及预期；利润率修复不及预期；金融资产减值超预期。

（证券分析师：房诚琦）

名创优品 (09896.HK): 2024Q4 业绩点评：国内承压、海外仍保持较

快增长，期待海外直营店利润率改善

投资要点 业绩简评: 2024 年, 公司实现营收 170 亿元, 同比+22.8%; Non-IFRS 净利润为 27.2 亿元, 同比+15.4%。对应 2024Q4, 公司实现营收 47.1 亿元, 同比+22.7%; Non-IFRS 净利润为 7.93 亿元, 同比+20.0%。 股东回报: 公司宣布将支付每股 0.0817 美元的股息, 相当于 2024H2 经调整净利润的 50%。此前公司已宣布分发 2024H1 经调整净利润的 50%作为中期股息, 至此 2024 年公司分红率达 50%。此外, 公司计划将 2024 年 08 月 30 日通过的 20 亿港元回购计划有效期延长至 2026 年 06 月 30 日。 低利润率的海外直营店占比提升, 经营利润率有所稀释: 2024 年公司毛利率/经营利润率为 44.9%, 同比-0.86/+3.8pct。2024Q4 为 47.0%, 同比+0.6/+3.9pct。公司直营门店毛利率、费用率较高, 但利润率低于传统轻资产模型, 2024Q4 海外旺季 OPM 增长或预示着海外直营的 OPM 有明显改善。 国内 MINISO 保持快速开店, 但店效有所承压: 2024Q4 国内 MINISO 实现营收 23.0 亿元, 同比+6.5%。国内门店净开 136 家至 4386 家。我们算得公司单店收入同比-5%, 已有环比改善; 公司业绩会也披露 2024 年国内同店录有高个位数下滑。我们认为这可能主要受线下商圈客流量下滑影响。未来国内将通过优化门店选址、优化加盟商结构、推行 IP Land 大店等措施优化国内单店/同店收入表现。 海外门店增长较快, 着重改善利润率: 2024Q4, 公司海外 MINISO 收入为 21.3 亿元, 同比+42.7%。本季度海外净增 182 家门店达 3118 家, 其中直营店净增 81 家达 503 家, 第三方店净增 101 个达 2615 家。公司将进一步深化全球供应链布局, 美国本土直采比例近 40%, 能有效分散关税风险。 TOPTOY 门店数及收入持续高增: 2024Q4, 公司 TOP TOY 品牌实现收入 2.83 亿元, 同比+50.4%。本季度门店数净增 42 家达 276 家。TOPTOY 目前发展势头良好, 门店正在处于快速扩张阶段。 盈利预测与投资评级: 公司是线下品牌连锁零售龙头, 未来海外扩张+国内下沉仍有广阔成长空间。考虑国内的同店情况和购买永辉超市股权的交易产生的相关资金成本, 我们将公司 2025~2026 年 Non-IFRS 归母净利润从 32.4/36.1 亿元调整至 31.5/35.7 亿元, 新增 2027 年预期为 39.8 亿元, 同比+15.6%/+13.6%/+11.4%, 对应 3 月 21 日港股收盘价为 14/ 13/ 11 倍 P/E, 维持“买入”评级。 风险提示: 消费需求不及预期, 海外经营相关风险等

(证券分析师: 吴劲草 证券分析师: 阳靖)

吉利汽车 (00175.HK): 2024 年报点评: Q4 业绩符合预期, 智驾发展加速

投资要点 公告要点: 公司披露 2024 年四季报, 公司单季度营收 725.1 亿元, 同比分别+29.7%/+20.1%; 归母净利润 35.79 亿元, 同环比分别+45.4%/+45.8%。扣除非经常性损益后股东溢利为 19.5 亿元, 表现符合我们预期。 Q4 业绩符合预期。1) 营收方面: 公司 Q4 实现总销量 68.7 万台, 同环比分别+30.3%/+28.6%, 其中包括非并表领克品牌销量 9.0 万台, 同环比+11.7.5%/+29.1%; 扣除领克品牌后, 公司 24Q4 吉利+极氪单车均价 (含零部件以及技术授权等费用近似) 12.1 万元, 同环比-4.4%/-6.6%。其中极氪 Q4 营收为 227.0 亿元, 同环比分别+38.1%/+23.6%, 极氪 Q4 销量为 7.9 万辆, 同环比分别+99.8%/+44.1%。2) 毛利率: 2024Q4 毛利率为 17.3 %, 同环比分别+1.0/+1.8pct, 改善主要原因为规模效应&星越 L 等高盈利油车销量占比提升带动油车毛利率提升&新能源产品盈利能力增强 (新能源毛利率由不足 10%提升至双位数)。3) 费用率: 24Q4 销售费用率/行政费用率分别为 5.9%/6.7%, 同比分别-1.2/-0.4pct, 环比分别+1.4/+0.9pct。4) 公司 24Q4

实现归母净利润 35.8 亿元，同环比分别+45.4%/+45.8%。对应单车净利为 0.3 万元（指吉利品牌单车净利），同环比分别-41.8%/-51.0%。其中极氪 2024Q4 净利为 1.15 亿元，同比扭盈，单车净利润 0.2 万元。盈利预测与投资评级：2025 年公司销量目标 271 万辆，其中新能源车销量目标为 150 万辆，极氪目标 32 万辆，领克目标 39 万辆。同时公司积极推进“智能吉利 2025”战略布局，推动千里浩瀚智驾系统上车，在座舱方面 flyme auto&zeeker aios 并行，打造座舱第一梯队。我们上调公司 2025-2026 年归母净利润预期至 142/196 亿元（原为 136/160 亿元），我们预测 2027 年归母净利润为 271 亿元。对应 PE 分别为 11/8/6 倍，维持吉利汽车“买入”评级。风险提示：乘用车下游需求复苏低于预期；价格战超预期。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：孟璐）

鸿腾精密（06088.HK）：2024 业绩点评：业绩稳健增长，期待 AI 算力持续带来新增量

投资要点 事件：公司发布 2024 年业绩公告，2024 年实现营收 44.51 亿美元，同比+5.82%，净利润 1.54 亿美元，同比+19.2%；毛利率 19.7%，同比+0.5pct。公司指引 2025 年收入低双位数增长，毛利润高双位数增长。网络设施：受益 AI 浪潮，增长动能显现 网络设施业务 2024 年收入 5.91 亿美元，同比+39.1%。受益于 AI 服务器市场需求提升，以及新平台机柜连接器线缆需求提升，公司 2024 年铜基零件产品出货量回升。算力需求高速增长，通信连接器线缆高速化、小型化、集成化趋势显著。公司凭借技术积累及集团协同切入增量环节有望驱动业绩增长。公司指引 2025Q1/全年网络设施业务收入均实现超 15% 的同比增速。电动汽车：收购落地技术渠道互补，加大汽车投资 电动汽车业务 2024 年收入 4.81 亿美元，同比+57.6%。2023M7 收购 Voltaira 后持续提质增效，2024 年进一步收购德国 Auto-Kabel 集团深化品牌客户关系、扩展分销渠道、发展技术并整合制造。公司计划在开发车载电子系统及自动驾驶主要零件方面加大投资。公司上调 25 年资本开支指引从 8 亿美元至 9-10 亿美元，26 年预计为 4.0-4.3 亿美元。公司指引 2025Q1/全年电动汽车业务收入均实现超 15% 的同比增速。系统终端产品：印度产线落地，份额有望提升 系统终端产品业务 2024 年收入 14.16 亿美元，同比+0.1%。新耳机产品出货抵消消费电子行业疲软影响。公司把握大客户长期合作关系，扩大越南及印度声学产品产线，有望提升份额带动业绩大幅增长。公司指引系统终端产品业务收入 2025Q1 同比持平至+5%，2025 年同比+5%至+15%。盈利预测与投资评级：公司深耕连接器线缆四十余年，行业地位稳固，下游布局全面，网络设施、电动汽车、系统终端产品业务成长路径清晰。我们将公司 2025-2026 年归母净利润由 2.42/2.98 亿美元调整为 2.51/3.03 亿美元，并预期 2027 年归母净利润为 3.21 亿美元，2025 年 3 月 21 日收盘价对应 2025-2027 年 PE 分别为 10.0/8.3/7.8 倍，维持“买入”评级。风险提示：AI 进展不及预期、下游需求不及预期、地缘政治风险

（证券分析师：张良卫 研究助理：李博韦）

海油工程（600583）：深海科技建设者，订单充沛未来可期

投资要点 事件：2025 年 3 月中旬，《2025 年政府工作报告》首次将“深海科技”纳入新质生产力培育方向，明确提出推动其与商业航天、低空经济等新兴产业“安全健康发展”。2024 年公司归母净利润同比+33%，利润率同比改善：2024 年，公司实现营业总收入 299.5 亿元（同比-2.6%）；实现归母净利润 21.6 亿元（同比+33.4%）。其中 2024Q4，公司实现营业总收入 95.3 亿元（同比-2.7%，环比+36.2%）；实现归母

净利润 4.2 亿元（同比+68.1%，环比-23.9%）。2024 年工作量饱满，在建项目稳步推进：截至 2024 年底，公司积极推进国内外油气工程建设，共运行规模以上项目 73 个；完成了 46 座导管架和 34 座组块的陆上建造、39 座导管架和 30 座组块的海上安装、373 公里海底管线和 167 公里海底电缆铺设；建造业务完成钢材加工量 45 万吨，同比-4%；安装等海上作业投入 2.87 万船天，同比+16%。1) 国内方面：圆满交付亚洲第一深水导管架—“海基二号”，刷新作业水深、高度、重量等多项亚洲纪录；顺利交付亚洲首艘圆筒型“海上油气加工厂”—“海葵一号”。2) 国外方面：高质量完成沙特阿美马赞油气集输平台建设；提前 33 天交付加拿大长湖西北工程，展现了“国内制造、海外总装集成”的效率优势，助力陆地油田工程总承包能力迈上新台阶；全球最大在建浮式生产储卸油装置上部组块巴西 FPSO P79 工程模块全部交付。市场开拓顺利，拓展陆上炼化一体化、油气终端等业务：截至 2024 年底，公司新签合同金额 302 亿元（同比-11%），其中国内新签合同额 192 亿元，境外新签合同额 110 亿元。截至 2024 年底，公司在手订单约 400 亿元。1) 国内方面：新承揽的业务以传统油气工程为主，主要包括渤中 26-6 油田开发、西湖区域天然气外输与终端设施能力提升等。2) 国外方面：深化国际工程总承包商身份转型，成功与壳牌签订企业框架合作协议，与沙特阿美续签长期合作协议。中海油海上油气资本开支维持高位，公司直接受益：2025 年中海油计划资本支出总预算为 1250-1350 亿元，其中，勘探、开发、生产资本化支出预计分别占 16%、61%、20%；中国、海外预计分别占 68%、32%。中海油保持稳健的资本开支水平，将增加海上工作量，有利于增厚公司业绩。盈利预测与投资评级：基于公司项目开展情况，以及公司工作量大幅增加，我们调整公司 2025-2026 年归母净利润分别至 23.9、27.5 亿元（此前为 23、27.5 亿元），新增 2027 年归母净利润预测值为 30.2 亿元。按 2025 年 3 月 21 日收盘价，对应 PE 分别 11、10、9 倍。考虑中高油价背景，叠加深海科技蓬勃发展，油服工程行业持续高景气，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济波动风险；国际油价剧烈波动风险；汇率波动风险；上游资本开支不及预期；油气田开发项目进度不及预期。

（证券分析师：陈淑娴 研究助理：周少玟）

舍得酒业（600702）：2024 年报点评：短期持续承压，期待基地市场整固显效

投资要点 事件：公司发布 2024 年年报，全年实现营收 53.6 亿元，归母净利 3.5 亿元，同比分别-24.3%、-80.5%；对应 24Q4 单季营收、归母净利同比分别-51.1%、-167.9%。全年业绩承压，主因次高端需求不振，公司坚持“控量稳价”策略，更多着眼动销去库。业绩仍处调整期，24H2 收入降幅扩大。24FY 公司酒类收入实现 47.9 亿元，同比下滑 27.0%；24Q4 酒类收入实现 7.5 亿元，同比下滑 56.1%。1) 分产品看：24FY 公司中高档/普通酒收入分别同比下滑 27.6%、23.4%，其中，正贡献主要来自：舍之道同比保持较快增长，沱牌光瓶 T68、窖龄特曲等产品小体量实现快速增长；负拖累主要来自：品味舍得控量稳价，并做渠道优化和库存清理，导致收入明显下滑；沱牌定制产品也有明显收缩。2) 分区域看：24FY 省内/省外收入分别为 15.1/32.8 亿元，同比分别下滑 19.7%、29.9%，其中四川、山东、河北降幅相对较小。年内公司更加聚焦基地市场，围绕 7 个过亿规模的城市牵头打造基地市场，以构建业绩护城河。3) 分渠道看：24FY 公司批发、电商收入分别同比-29.2%、+3.1%。其中，线下渠道仍处梳理整固阶段，24FY 酒类产品新增经销商 420 家（预计主要是沱牌、夜郎古招商贡

献),退出、清理经销商 412 家,报告期末共有经销商 2663 家,同比净增 8 家;电商渠道公司做好线上标品价格管控,同时积极开拓专销产品增量。盈利能力显著承压,主要系刚性支出及税金拖累。1) 收现端: 24Q4 期末公司合同负债 1.6 亿元,同比/环比回落 1.1、0.1 亿元;全年收现比为 1.08,同比+3.7pct,全年营收+Δ预收增速与收入增速基本匹配。2) 利润端: 24FY 公司净利率同比下降 18.7pct 至 6.4%,主系毛销及税金拖累。①24FY 毛利率同降 9.0pct 至 65.5%,中高档/普通酒吨价同比-18%/+31%,中高档/普通酒吨成本同比+17%/+55%。毛利受损 1 是舍得系列控货调整,公司产品结构明显下移;2 是折旧、人工等成本支出相对刚性。②24FY 公司销售费率同比+5.6pct 至 23.8%,费用金额同比仅下降 1.0%,主因公司针对积压库存进行额外促销投入。伴随库存逐步清理,预计后续费率增长压力相对可控。③24FY 公司税金及附加同增 2.7%,税率同比+5.1pct 至 19.4%,主因消费税缴纳较为刚性。24Q4 公司转盈为亏,收入大幅收缩背景下,但年末刚性成本、费用及税金支出仍然较多。盈利预测与投资评级:公司坚持长期主义,持续围绕动销培育及基地市场打造发力,并有序推进酒旅融合项目以强化品牌认知。短期由于需求不振,预计公司业绩仍有调整压力,我们更新 2025~26 年归母净利润预测为 5.2、7.3 亿元(前值 10.3/11.9 亿元),新增 2027 年归母净利润预测为 9.3 亿元,当前市值对应 2025~27 年 PE 为 38、27、21X,维持“增持”评级。风险提示:经济向好不确定性,成本及费用支出超预期,低档酒增长不及预期。

(证券分析师: 苏铖 证券分析师: 孙瑜)

妙可蓝多 (600882): 2024 年报点评: 业绩符合预期, 25Q1 有望迎来开门红

投资要点 公司发布 2024 年报: 以调整后口径计算(下同), 2024 年公司营业收入/归母净利润分别为 48.4/1.1 亿, 同比-9.0%/+89.2%; 2024Q4 公司营业收入/归母净利润分别为 12.5/0.29 亿, 同比-7.8%/-39.7%, 业绩符合此前预告。聚焦奶酪业务, 合并蒙牛奶酪推动餐饮工业系列高增。2024 年公司奶酪/液态奶/贸易业务收入分别同比+6.9%/+3.76%/-35%, 其中贸易收入下滑主因公司聚焦奶酪业务、主动收缩贸易业务, 液奶收入同比略增主因原奶成本红利窗口期公司以价换量较为成功, 2024 年公司液奶量价分别同比+23.2%/-15.8%。奶酪业务中, 2024 年公司即食营养/家庭餐桌/餐饮工业系列收入分别同比+3.2%/+4.9%/+14%, 占奶酪业务比重分别为 54.6%/10.5%/35%, 我们预计餐饮工业系列收入增长较快主因 2024 年 7 月公司合并蒙牛奶酪, 协同效应释放下 B 端竞争力提升; 即食奶酪/家庭餐桌系列稳健增长预计主因公司合并蒙牛奶酪后加速渠道下沉和产品开发。发力国产原制带动 B 端毛利率改善, 产品结构优化致净利率提升。以调整后口径计算(下同), 2024 年公司主营业务毛利率同比+2.3pct, 低毛利的贸易业务收缩推动产品结构改善, 带动整体毛利率提升, 其中奶酪/液奶/贸易业务毛利率分别同比-0.39/+1.58/+3.7pct, 原奶成本红利释放推动液奶毛利率改善。奶酪业务中, 2024 年即食营养/家庭餐桌/餐饮工业系列毛利率分别同比-2.45/-0.04/+4.79pct, 餐饮工业系列毛利率提升显著预计主因公司加速高毛利的国产原制奶酪替代。2024 年销售/管理/财务费用率分别同比-0.1/+2.1/+0.6pct, 销售费用率下降预计主因公司强化费控, 管理费用率提升主因去年同期公司冲回股权激励费用形成低基数。综合来看 2024 年公司归母净利率同比+1.2pct, 盈利能力优化。股权激励落地+协同效应深化, 25Q1 有望迎来开门红。2025 年 3 月 5 日公司发布员工持股计划&股权激励计划草案, 业绩考核目

标超预期，随着和蒙牛奶酪协同效应逐步深化，我们预计 25Q1 公司收入有望实现双位数增长，盈利能力有望持续提升，增长势能强劲。盈利预测与投资评级：公司 2024 年业绩符合预期，我们预计 2025-2027 年营收 54.3/62.8/71.7 亿元（此前 25-26 年预期 54.3/62.5 亿元），分别同比+12%/+16%/+14%；预计 2025-2027 年归母净利润为 2.4/3.8/4.9 亿元（此前 25-26 年预期 2.4/3.9 亿元），同比+109%/+58%/+30%，对应 PE 分别为 41/26/20 倍，维持“买入”评级。风险提示：并购整合不及预期；竞争再度加剧风险；食品安全问题；原材料价格波动风险

（证券分析师：苏铖 证券分析师：周韵）

金徽酒（603919）：2024 年年报点评：收入符合预期，经营稳扎稳打
 投资要点 事件：2024 年公司实现营业收入/归母净利润分别为 30.21/3.88 亿元，同比+18.59%/+18.03%；2024Q4 公司实现营业收入/归母净利润分别为 6.93/ 0.55 亿元，同比+31.11%/-2.05%。24 年圆满收官，结构持续优化。2024 年酒类业务收入同比+15.80%：1）分产品：24 年 300 元以上/100~300 元/100 元以下收入分别为 5.66/14.87/8.49 亿元，同增 41.2%/15.38%/3.99%，百元以上产品占比+3.3pct。公司深入推进以“品牌引领下的用户工程+市场深度掌控=以小生态带动大生态”为核心的营销转型，通过金徽 28 年高端引领，金徽 18、柔和金徽、能量金徽系列产品销量稳健增长。2）分区域：24 年省内/省外收入分别为 22.3/6.7 亿元，同增 16.14%/14.67%。省内近年来在招商引资、旅游等政策影响下，消费环境有所改善，公司持续推动营销转型稳步提升市占率，省外聚焦资源，一是推进甘青新市场一体化和陕宁市场一体化建设，夯实大西北根据地市场基础；二是优化华东、北方市场商业模式，加大市场投入，通过消费者培育持续打造样板市场，构建稳定的用户群体和销售网络，着力培育华东、北方第二增长曲线。货折&结构波动拖累毛利率，费效提升盈利能力稳定。收现端，24 年销售收现同比+16.45%，24Q4 末合同负债环比/同比+1.62/+0.63 亿元至 6.38 亿元，公司合理把控发货节奏、为渠道纾压，保持库存良性、提升渠道信心。盈利端，2024 年归母净利率同比-0.1pct 至 12.8%，主因毛利率下行：24 年/Q4 毛利率同比-1.5pct/-8.3pct，预计主系 Q4 产品结构略有下移、货折力度加大、成本端增加等因素影响，税费端，全年销售/管理费用率同比-1.29pct/-0.72pct，预计主系费用精准投放、叠加规模效应提升所致，所得税率同比+3.14pct，主系母公司高新证书到期导致递延所得税资产减少。盈利预测与投资评级：公司省内稳扎稳打，市占率提升进度基本符合预期，省外营销转型效果已初步显现，看好公司战略执行力与内生驱动力稳步兑现，西北大本营品牌口碑持续放大，考虑 24 年公司实际业绩及公司经营目标，我们调整 2025~2026 年归母净利润为 4.1、4.7 亿元（前值为 4.9/6.0 亿元），分别同比+6%、13%（前值为 21%、23%），新增 2027 年归母净利润 5.4 亿元，同比+15%，当前市值对应 2025-2027 年 PE 为 23/21/18X，维持“买入”评级。风险提示：省内竞争加剧，省外开拓不及预期；经济环境持续疲软影响产品升级、食品安全问题。

（证券分析师：苏铖 证券分析师：孙瑜 研究助理：于思淼）

越秀服务（06626.HK）：2024 年业绩公告点评：商誉减值致业绩低预期，城市聚焦整装再出发

投资要点 事件：公司发布 2024 年业绩公告。2024 年公司实现营收 38.7 亿元，同比增长 20.0%；归母净利润 3.5 亿元，同比下滑 27.5%。营收稳步增长，毛利下滑计提减值拖累业绩。2024 年公司营业收入同比

增长 20.0%，其中物管业务营收 31.3 亿元，同比增长 19.2%，商业业务营收 7.3 亿元，同比增长 23.7%。利润方面：公司营收同比增长而归母净利润同比下滑的原因为：1）毛利率同比下滑 3.3pct 至 23.3%；2）计提商誉减值 2.4 亿元，2023 年末计提商誉减值。利润率方面：2024 年公司基础物业管理/非业主增值业务/社区增值服务毛利率同比分别下降 1.1pct/7.5pct/3.9pct 至 15.0%/22.2%/28.8%，商业物业管理及运营/市场定位咨询及租户招揽服务毛利率同比分别下滑 1.9pct/2.0pct 至 27.5%/40.0%，物管/商管业务毛利率同比分别下滑 3.5pct/2.4pct 至 21.9%/29.3%。管理规模持续扩张，聚焦高质量市场拓展。2024 年公司聚焦核心城市，重点关注“深耕五城+战略性拓展五城”，力推高质量拓展。此外，公司主动调整在管项目组合，退出经营或财务效益表现较差的项目。公司继续深化高校、企业总部赛道，2024 年公司新签约项目 85 个，成功中标国家级战略工程项目珠港澳大桥，续标广东科学中心等项目。截至 2024 年底，公司在管项目 437 个，在管面积 6931 万平方米，同比增长 6.3%；合约项目 508 个，合约面积 8873 万平方米，同比增长 6.3%。公司在物业管理领域展现出强大的市场竞争力。深化增值服务，提升自营业务经营能力。公司以基础服务为切入点，结合客户服务特性等搭建综合设施管理体系，提升非住宅项目的综合经营价值。2024 年公司着力延伸博物馆讲解、办公室装修及餐饮服务，市场拓展初见成效。此外，公司致力于提升自营业务经营能力，聚焦社区场景，发挥多种业务间的协同效应，社区商业物业出租率维持高位。账面资金充裕，稳定分红回馈股东。截至 2024 年底，公司现金及现金等价物及定期存款达 47.0 亿元，账面资金充裕。2024 全年派息 0.17 元/股，每股分红同比增 5.6%，按核心净利润口径派息比率为 50%，整体维持了较为稳定的分红政策。盈利预测与投资评级：公司作为国资背景加持的 TOD 物管赛道龙头，规模稳步扩张，利润率保持稳定，增值业务健康发展。考虑到近年来市场波动导致公司毛利率调整，我们下调其 2025-2026 年归母净利润预测至 5.4/6.1 亿元（原值为 7.1/8.6 亿元），预计 2027 年归母净利润为 6.7 亿元。对应的 EPS 为 0.36/0.40/0.44 元，对应的 PE 为 8.7X/7.9X/7.1X，维持“买入”评级。风险提示：大股东/关联方交付项目规模不及预期；收并购投后管理不及预期；社会总需求恢复缓慢。

（证券分析师：房诚琦）

高能环境（603588）：2024 年报点评：工程拖累业绩，重视再生资源的资源价值

投资要点 事件：公司公告 2024 年年报。2024 年公司实现营业收入 145 亿元，同增 37.04%；归母净利润 4.82 亿元，同比减少 4.52%；扣非归母净利润 3.24 亿元，同比减少 26.79%；加权平均 ROE 同比降低 0.4pct，至 5.16%。资源化驱动毛利成长，战略调整环保工程业务方向。2024 年公司营业收入 145.00 亿元（同比+37.0%），毛利润 20.92 亿元（同比+8.5%），毛利率 14.4%（同比-3.8pct）。其中，1）固废危废资源化利用：2024 年营业收入 111.37 亿元（同比+72.2%），毛利润 10.18 亿元（同比+89.8%），毛利率 9.1%（同比+0.9pct），资源化是公司成长的主要驱动力。在 2024 年，珠海新虹和金昌高能二期的投产，公司资源化利用板块已基本完成国内产能建设。持续提升含铜、含铅和含镍工业废料的金属资源综合回收系统的产能负荷，同时重点开发并形成了对金、银、铂族金属（铂、钯、钌、铑、铱等）、铋、锑、碲等多种金属的回收提取提纯能力。规模扩张、品类提升、协同明显；2）环保运营服务：2024 年营业收入 17.29 亿元（同比+6.3%），毛利润 8.63 亿元（同比+13.9%），毛利率 49.9%（同比+3.4pct），板块在运

营 13 个生活垃圾焚烧发电项目（日处理能力达到 11,000 吨/日），8 个固废危废无害化处置项目（牌照量 16.18 万吨/年），医废处置牌照量 22 吨/日，产能保持稳定；3）环保工程：2024 年营业收入 16.33 亿元（同比-34.3%），毛利润 2.11 亿元（同比-66.8%），毛利率 12.9%（同比-12.6pct）。调整服务对象以政府客户为主逐步转向大企业客户；业务模式由单一工程承包向“工程承包+运维服务”方向拓展。重视再生资源的资源价值，深度资源化布局价值凸显。资源化业务通过物理或化学处理工艺，提取固废或危废中有回收利用价值的元素资源，并进一步加工生产成为产品。2024 年公司销售阴极铜 53683 吨（同比+54%）、电铅/析出铅 26690 吨（同比-8%）、镍合金及镍制品 42466 吨（同比-47%）、精铋 4791 吨（同比+20%）、粗金/金锭 2159 千克（同比+77%）、粗银/银锭 122425 千克（同比+69%）、铂 558 千克（同比+162%）、钯 1642 千克（同比+495%）、铈 855 吨（同比+13%）、冰铜、粗铜等合金 80277 吨（同比+103%）以及铈铈钨等其他贵金属 38 千克。通过品类横向扩张+产业链纵向延伸，公司已实现金属类资源化深度布局，产品从铜、铅、镍进一步拓展到铋、铈、金、银、铂、钯等，项目获取处置加工再生运营收益外，重视全产业链布局下，再生资源的资源价值。现金流表现良好。2024 年公司 1）经营活动现金流净额 7.6 亿元，23 年同期为-9.5 亿元；2）投资活动现金流净额-5.08 亿元，同比增加 58.46%；3）筹资活动现金流净额-1.11 亿元，23 年同期为 22.7 亿元。盈利预测与投资评级：考虑项目投产爬坡进度，我们下调 2025-2026 年归母净利润预测从 9.3/11.0 至 6.3/7.5 亿元，预计 2027 年归母净利润 9.1 亿元，2025-2027 年 PE 15/13/11 倍（2025/3/20），维持“买入”评级。风险提示：原材料价格波动，产能利用率不及预期，竞争加剧。

（证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩）

星宇股份（601799）：2024 年年报点评：2024Q4 业绩符合预期，车灯龙头持续成长

投资要点 事件：公司发布 2024 年年度报告。2024 年公司实现营业收入 132.53 亿元，同比增长 29.32%；实现归母净利润 14.08 亿元，同比增长 27.78%。其中，2024Q4 单季度公司实现营业收入 40.27 亿元，同比增长 33.73%，环比增长 14.78%；实现归母净利润 4.31 亿元，同比增长 34.49%，环比增长 12.56%。公司 2024Q4 业绩符合我们的预期。2024Q4 业绩符合预期，营收环比持续增长。营收端，2024Q4 单季度公司实现营业收入 40.27 亿元，同比增长 33.73%，环比增长 14.78%。从主要下游客户 2024Q4 表现来看：一汽大众批发 46.86 万辆，环比增长 24.03%；一汽红旗批发 9.97 万辆，环比下降 10.18%；奇瑞批发 82.68 万辆，环比增长 31.09%；理想批发 15.87 万辆，环比增长 3.86%；问界 M9 批发 4.80 万辆，环比微降 2.68%。毛利率方面，公司 2024Q4 单季度毛利率 17.61%，环比下降 2.34 个百分点，主要系会计准则调整，质保金从销售费用划至营业成本，影响金额为 1.35 亿元，还原后，公司四季度单季度毛利率 20.96%，同口径下环比提升 1.02 个百分点。费用率方面，公司 2024Q4 单季度期间费用率为 5.51%，环比下降 2.60 个百分点；其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为-1.94%/2.46%/4.78%/0.21%，环比分别-3.40/+0.43/+0.07/+0.29 个百分点，2024Q4 销售费用率环比大幅下降主要系质保金在四季度一次性调整至营业成本所致，还原后公司 2024Q4 销售费用 0.57 亿元，对应销售费用率 1.42%，同口径环比基本稳定。归母净利润方面，公司 2024Q4 归母净利润 4.31 亿元，环比增长 12.56%；对应归母净利率 10.70%，环比微降 0.21 个百分点。“产品升级+客户拓展”双轮驱

动，看好公司长期成长。产品方面，LED 前照灯继续向 ADB 和 DLP 的升级进一步提升前照灯的单车配套价值量，目前公司 ADB 前照灯已经实现了对客户的配套和量产，DLP 大灯也已获项目，长期看好公司产品结构向上升级。客户方面，公司在巩固原有一汽大众、一汽丰田和奇瑞汽车等客户的基础上，还在大力开拓豪华品牌以及造车新势力等新能源客户，新能源客户有望成为后续的主要增量。此外，公司塞尔维亚工厂产能逐步释放，并注册成立了墨西哥星宇和美国星宇，公司将持续推进全球化布局，拓展海外市场。盈利预测与投资评级：考虑到公司新项目的量产进度以及下游配套客户的销量情况，我们将公司 2025-2026 年归母净利润的预测调整为 17.61 亿元、21.89 亿元（前值为 18.28 亿元、22.52 亿元），新增公司 2027 年归母净利润预测值 26.83 亿元。对应 EPS 分别为 6.16 元、7.66 元、9.39 元，市盈率分别为 21.74 倍、17.49 倍、14.27 倍，公司作为自主车灯龙头，维持“买入”评级。风险提示：乘用车行业销量不及预期；车灯产品升级速度不及预期；新客户开拓不及预期。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：刘力宇）

硅烷科技（838402）：2024 年报点评：供过于求致价格下行，短期盈利承压

投资要点 事件：公司发布 2024 年年报，2024 年实现营业收入 7.05 亿元，同比-37.05%；归母净利润 0.78 亿元，同比-74.80%；扣非归母净利润 0.70 亿元，同比-75.03%，毛利率 24.09%，同比-14.97pct。2024Q4 公司实现营收 1.44 亿元，同比-48.38%，环比-4.45%；归母净利润-0.10 亿元，同比-112.11%，环比-283.56%；扣非归母净利润-0.12 亿元，同比-118.38%，环比-902.01%；毛利率 7.80%，同比-26.85pct，环比-5.67pct。硅烷气下游需求放缓，价格下降致盈利承压：分产品来看：2024 年气体及危化品/技术服务及其他分别实现营收 7.01/0.04 亿元，同比-36.79%/-62.26%，毛利率分别为 23.87%/59.56%，同比-14.83/-14.11pct，主要系硅烷气国内产能扩张，价格下降幅度较大，处于供过于求的市场格局，导致公司气体及危化品业务毛利下降，加之公司新建项目建成投产折旧费用增加、存货跌价计提资产减值等因素，公司收入、利润出现下滑。营收下滑致费率有所提升：2024 年公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.46%/4.94%/3.49%/1.33%，同比+0.2/+2.1/+0.7/+0.1pct。2024Q4 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.51%/7.37%/4.30%/1.86%，同比+0.2/+2.6/+1.1/+1.0pct，环比-0.2/+2.6/-0.8/+0.3pct。管理费用增加主要系公司三期 3500 吨/年硅烷项目完成试生产，折旧费用增加。延申产业布局，面板及硅碳负极行业有望推动需求提升：公司为电子级硅烷气龙头，向特种气体行业扩张，通过硅、氢延链补链，做大做强新材料、新能源业务。公司在光伏、液晶面板、半导体等客户领域稳步发展的基础上，将全面拓展硅碳负极、氢能源等市场，随硅碳负极成本下行渗透率提升，有望带动硅烷气需求提升。盈利预测与投资评级：考虑硅烷气价格下滑较多，我们下调 2025-2026 年公司盈利预测，新增 2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 0.41/0.60/0.85 亿元（2025-2026 年前值为 2.17/2.42 亿元），同比-48%/+47/42%，考虑公司积极拓展硅烷气应用领域，面板市场稳健增长，硅碳负极、固态电池等有望打开新成长空间，2025 年硅烷气出货有望高增，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）

福耀玻璃（600660）：2024 年年报点评：2024Q4 业绩符合预期，汽玻

龙头持续成长

投资要点 事件：公司发布 2024 年年度报告。2024 年公司实现营业收入 392.52 亿元，同比增长 18.37%；实现归母净利润 74.98 亿元，同比增长 33.20%。其中，2024Q4 单季度公司实现营业收入 109.38 亿元，同比增长 17.17%，环比增长 9.67%；实现归母净利润 20.19 亿元，同比增长 34.32%，环比增长 1.97%。公司 2024 年四季度业绩整体符合我们的预期。2024Q4 业绩符合预期，营收环比持续增长。营收端，2024Q4 单季度公司实现营业收入 109.38 亿元，同比增长 17.17%，环比增长 9.67%。公司收入同比增速持续超越全球汽车行业销量增速，体现出公司作为全球汽车玻璃龙头的虹吸效应不断增强。ASP 方面，公司 2024 年汽车玻璃每平方米单价为 229.11 元，同比提升 7.45%，主要系汽车玻璃产品持续升级，公司高附加值产品收入占比不断提升。毛利率方面，公司 2024Q4 单季度毛利率为 32.12%，环比下降 6.66 个百分点，主要系公司会计政策调整，包装费从销售费用划至营业成本所致，还原同口径后公司 2024Q4 毛利率环比保持稳定。费用率方面，公司 2024Q4 单季度期间费用率为 9.40%，环比下降 5.46 个百分点，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 -0.33%/7.36%/4.23%/-1.86%，环比分别 -4.65/-0.05/-0.08/-0.68 个百分点，其中销售费用率环比大幅下降主要系包装费划入成本所致，财务费用率环比下降主要系四季度汇兑收益的影响。归母净利润方面，公司 2024Q4 单季度实现归母净利润 20.19 亿元，同比增长 34.32%，环比增长 1.97%。全球汽车玻璃行业龙头，份额提升+单车 ASP 增长推动公司持续发展向上。1) 份额方面，全球汽玻行业格局集中，三家主要竞争对手汽玻业务盈利水平均处在较低水平，资本开支和业务扩张的意愿较低。而福耀汽玻业务盈利能力远超对手，且正处于第三轮资本开支周期，随着后续美国扩产项目、福清出口基地和福耀合肥基地等产能陆续释放，公司全球份额有望实现进一步提升。2) 单车 ASP 方面，随着汽车智能化的持续发展，汽车玻璃的功能也在持续升级，HUD 前挡、全景天幕（集成镀膜、调光等功能）、双层边窗等高附加值产品渗透率的提升持续推动汽玻行业和公司单车配套价值量增长。盈利预测与投资评级：我们基本维持公司 2025-2026 年归母净利润为 88.35 亿元、103.88 亿元的预测，新增 2027 年归母净利润预测值 121.77 亿元，对应的 EPS 分别为 3.39 元、3.98 元、4.67 元，2025-2027 年市盈率分别为 16.75 倍、14.24 倍、12.15 倍，维持“买入”评级。风险提示：原材料价格、能源价格以及海运费上涨超预期；汽车行业销量不及预期；新建产能爬坡不及预期。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：刘力宇）

有友食品（603697）：有友食品 2024 年报点评：新品势能延续，盈利水平提升

投资要点 事件：公司 2024 年实现总营业收入 11.82 亿元，同增 22.37%；归母净利润 1.57 亿元，同增 35.44%；扣非归母净利润 1.26 亿元，同增 40.53%。2024Q4 实现总营业收入 2.96 亿元，同增 42.92%；归母净利润 0.36 亿元，同增 257.97%；扣非归母净利润 0.21 亿元，同增 79689.11%。新品破局，营收高增。2024 年公司凤爪类/皮晶类/素食类/鸡翅类/其他泡卤肉制品（包含新品脱骨鸭掌）分别实现营收 7.8/0.9/0.9/0.5/1.5 亿元，同比+8.6%/6.3%/-2.1%/+23.8%/+840.7%。我们预计脱骨鸭掌实现营收过亿元，保持良好的增长势能。分渠道来看，线下/线上分别实现营收 11.0/0.7 亿元，同比+17.7%/+204.3%。分地区来看，西南/华东/华南/西北/华中/华北/东北同比+5.8%/+18.8%/294.9%/-3.6%/+36.5%/-9.7%/-27.3%。成本下降、规模效应在 2024 年释放，

盈利水平提升。2024 年毛销差为 18.3%，同比+1.2pct，主要系鸡爪成本同比略有下降，管理费用率同比下降 0.8pct，主要源自规模效应。得益于以上两者，2024 年净利率/扣非净利率分别为 13.3%/10.6%，同比+1.3/1.4pct。2024Q4 的毛销差为 15.7%，同比+5.8pct，环比-3.9pct，环比下降主要系渠道结构变动，此外 2024Q4 管理费用率环比+2.9pct，主要系年末计提员工奖金等。2024Q4 净利率/扣非净利率分别为 12.2%/7.1%，同比改善显著，环比有所下降。盈利预测与投资评级：我们略调整盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 1.99/2.38/2.79 亿元（此前 2025-2026 年分别为 1.95/2.43 亿元），同比+26.2%/+19.9%/+17.4%，对应 PE 为 22/18/15X。我们认为公司新品势能良好，积极开拓新兴渠道，成长性在板块中靠前，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）

火炬电子（603678）：2024 年报点评：拐点已至看好业绩回暖，第四期员工持股计划出炉

事件：公司发布 2024 年报，2024 年实现营业收入 28.02 亿元，同比-20.04%；归母净利润 1.95 亿元，同比-38.90%。投资要点 市场竞争加剧叠加原材料成本压力致使公司业绩承压，优化库存周转率及加强应收账款管理展现较强的运营韧性：2024 年，实现营业收入 28.02 亿元，同比-20.04%；归母净利润 1.95 亿元，同比-38.90%。从业务板块来看，自产元器件业务实现销售收入 9.92 亿元，同比下降 11.77%，其中股份公司重点产品如脉冲电容、钽电容及超级电容等在电力电网、轨道交通、工控及新能源等领域取得增长。贸易业务实现营业收入 16.54 亿元，同比下降 24.60%，主要因宏观经济及行业景气度波动，客户需求量减少。新材料板块实现销售收入 1.41 亿元，同比下降 19.41%，立亚新材与立亚化学受客户订单放缓影响，出货量减少。产品研发与技术创新方面成果丰硕，为公司的长期发展奠定了坚实基础：2024 年，火炬电子在核心产品研发与新技术应用上取得多项突破。在自产元器件领域，公司钽电容产品线成功开发出耐高温（175℃）及超低 ESR（等效串联电阻）系列，适配新能源汽车电控系统与航天设备需求，相关订单同比增长 35%；脉冲电容技术通过军工领域认证，进入国产大飞机供应链体系，成为新的增长点。在新材料板块，公司聚碳硅烷（PCS）产品纯度提升至 99.99%，打破日本企业垄断，成为国内碳化硅纤维产业链的核心供应商。推出第四期员工持股计划，旨在健全长效激励机制：2025 年 3 月 11 日，火炬电子发布了第四期员工持股计划，旨在通过员工持股计划进一步完善公司治理结构，健全长效激励机制，促进公司长期健康发展。该计划覆盖公司董事、监事、高级管理人员及核心员工，预计参与人数不超过 178 人，筹集资金上限为 3,268.15 万元，总规模不超过 1,720,081 股，占公司总股本约 0.38%。员工持股计划受让价格为 19 元/股，存续期为 24 个月，锁定期为 12 个月。通过该计划，火炬电子期望能吸引和保留优秀管理人才，提高员工凝聚力和公司竞争力。盈利预测与投资评级：公司业绩相对承压。考虑到“十四五”最后一年国防军工将迎来补偿式发展，复苏在即，高增可期，但出于谨慎原则，我们下调先前过高的预期，预计公司 2025-2026 年公司归母净利润分别为 4.91/5.98 亿元，前值 5.18/6.66 亿元，新增 2027 年预期 7.95 亿元，对应 PE 分别为 36/29/22 倍。考虑到公司行业地位及新业务成长性，未来发展潜力较大，因此维持“买入”评级。风险提示：1）下游市场需求变动风险；2）市场竞争风险；3）经营规模扩大导致的管理风险。

（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>