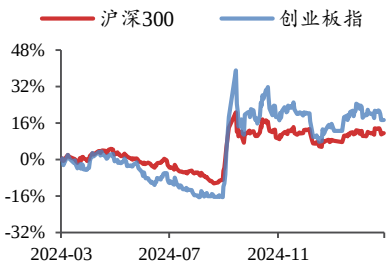


2025 年 03 月 25 日

开源晨会 0325

——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(%)
有色金属	1.140
家用电器	0.952
银行	0.879
煤炭	0.417
食品饮料	0.347

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
计算机	-1.916
房地产	-1.772
国防军工	-1.681
纺织服饰	-1.676
轻工制造	-1.256

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

【固定收益】实际利率偏高不是降息的充分条件——固收专题-20250324

行业公司

【中小盘】车企密集发布自动驾驶进展，L3 升维倒计时——中小盘周报-20250323

【社服】清明出游预订增势良好，关注中国服务消费平台出海——行业周报-20250323

【化工】本周有机硅价格延续上涨趋势，尿素价格重心窄幅上移——行业周报-20250323

【传媒】继续布局 AI 应用、游戏，关注虚拟现实电影——行业周报-20250323

【商贸零售：爱美客(300896.SZ)】2024 年利润稳健，管线丰富叠加海外收购助力增长——公司信息更新报告-20250324

【地产建筑：绿城服务(02869.HK)】各业务毛利率均提升，在管面积双位数增长——港股公司信息更新报告-20250324

【医药：信达生物(01801.HK)】创新药平台型企业，全领域深度布局——港股公司首次覆盖报告-20250324

【地产建筑：建发合诚(603909.SH)】营收利润同比大幅增长，施工业务占比提升稀释毛利率——公司信息更新报告-20250324

【计算机：卓易信息(688258.SH)】强强联合 Dcloud，打造 AI 编程时代基础软件——公司信息更新报告-20250324

【电力设备与新能源：途虎-W(09690.HK)】收入规模稳定增长，门店扩张坚持下沉战略——港股公司信息更新报告-20250323

【食品饮料：有友食品(603697.SH)】业绩表现好于预期，新业务打造成长驱动力——公司信息更新报告-20250323

研报摘要

总量研究

【固定收益】实际利率偏高不是降息的充分条件——固收专题-20250324

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 梁吉华（分析师）证书编号：S0790523110002

当前市场上有很多人觉得国内的利率偏高，跟美国应对危机的时候相比，如 2008 年次贷危机、2020 年疫情，中国政策利率和国债收益率比美国要高；国内实体经济融资成本、实际利率仍然偏高，由于通胀处于低位，信贷利率减去通胀后仍然较高。所以为了刺激实体经济，要继续大幅降息。我们认为实际利率偏高不是降息的充分条件，当前的货币政策对实体经济支持力度已经非常大。

与美国发生危机大幅降息之后相比，国内实体经济融资成本并不高

美国大幅降息之后实体融资成本下降有限。美国 2008 年次贷危机、2020 年疫情之后，大幅降低政策利率，国债收益率也下降较多，但实体经济融资成本并没有下降那么多：美国的银行最优惠贷款利率（类似于国内的 LPR）并未下降太多，车贷利率、房贷利率、个人贷款利率也都是较高的；当时美国的通胀读数为负，如果考虑实际利率则实体融资成本更高。

中国当前贷款利率已经比美国应对危机期间的利率要更低。当前 LPR 已经远低于美国银行最优惠贷款利率，2024 年 12 月房贷利率 3.09%，已经低于美国次贷危机和 2020 年疫情期间最低房贷利率；企业贷款利率相当于次贷危机期间美国银行最优惠贷款利率；国内部分银行个人消费贷利率已低至 3% 以下，即使在 2008 年金融危机后“零利率”时期，美国汽车等消费贷款利率仍在 5% 左右。

对于实体经济的支持要看的是贷款利率，而不是政策利率、债券收益率。“宽货币”到“宽信用”需要有效需求的支撑，人民银行行长潘功胜讲到“货币政策取向是一种对状态的表述”，“人民银行连续几年多次降准降息，中国货币政策的状态是支持性的，总量上比较宽松”，当前的货币政策状态已是“支持性”、“比较宽松”，即已落实“适度宽松”的货币政策，对实体经济支持力度已经非常大。

国内货币政策向实体经济传导的效率是更高的

美国政策利率到信贷利率需要经过货币市场和信贷市场传导。美国如果要降低贷款利率，只能是大幅降低央行政策利率，即美联储大幅降低联邦基金利率，影响市场资金利率，带动国债收益率下行，再向实体经济传导，引导实际经济的贷款利率下调；中间要经过多链条的传导，还要涉及商业银行放贷意愿等因素，经济较差的时候商业银行放贷意愿低，考虑到信用风险，要求的回报率不一定低。美联储即使把政策利率降到极低的位置，信贷利率也可能不会有效下降，实体经济融资成本下降，在美国是很难的事情。

国内可以直接通过政策利率影响信贷利率。国内的贷款利率是在 LPR 基础上加减点，受到央行指导和 MPA 考核，LPR 也受到 OMO 利率影响，OMO 利率是国内政策利率，由央行直接决定。国内如果要降低贷款利率，通过直接降低 OMO 利率和 LPR 利率去影响信贷利率，不需要再经过货币市场和债券市场利率的传导。国内政策利率可以直接影响信贷利率，传导效率极高，降低信贷利率不需要像美国一样需要把政策利率和债券利率降到很低的位置。

实际利率更多是学术概念，影响有限。实际利率是指剔除物价变动后的利率水平，约等于名义利率减去通货膨胀率。美国 2008 年次贷危机、2020 年疫情之后，均大幅降息，可以说货币政策对实体经济的支持力度已经非常大，美国当时的实际利率因为通胀为负较高，但美国经济后续企稳回升，并未受到实际利率偏高的影响。由此可见实际利率更多的是作为一个学术概念，对实体经济的影响没那么大。

降息或属于储备政策，提示债券收益率上行

“择机降准降息”、“适时降息”或属于储备政策，只有发生重大外部冲击时才会发生。如果没有发生外部冲击，可能像 2016 年和 2020 年不会降息，2016 年 3 月政府工作报告提及“使用利率工具”及 2020 年 5 月政府工作报告提及“降息”，但当年均没有降息。如果 2025 年没有发生重大意外冲击，类似 2016 年 3 月之后、2020 年 5 月之后，则可能资金利率回归合理水平，对应债券收益率上行。

我们维持债市观点：2025 年国债收益率上行“三步走”，10 年国债收益率目标将上行在 2.5% 以上。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

行业公司

【中小盘】车企密集发布自动驾驶进展，L3 升维倒计时——中小盘周报-20250323

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001 | 赵旭杨（分析师）证书编号：S0790523090002 | 徐剑峰（联系人）证书编号：S0790123070014

本周市场表现及要闻：比亚迪发布兆瓦闪充站及闪充桩及超级 e 平台

市场表现：本周（指 3 月 17 日至 3 月 21 日，下同）上证综指收于 3365 点，下跌 1.60%；深证成指收于 10688 点，下跌 2.65%；创业板指收于 2152 点，下跌 3.34%。大小盘风格方面，本周大盘指数下跌 2.33%，小盘指数下跌 2.64%。2024 年以来大盘指数累计上涨 14.91%，小盘指数累计上涨 9.99%，小盘/大盘比值为 1.34。日联科技、炬光科技、继峰股份本周涨幅居前。

本周要闻：比亚迪发布兆瓦闪充站及闪充桩，规划建设超 4000 座站并开放技术；问界 M8 小订突破 7 万台，4 月发布；46.98 万元起，2025 款问界 M9 上市两小时大定突破一万台；华为乾崮智驾 ADS4 官宣，问界 M9 2025Q3 全系升级；31.8 万元起，享界 S9 增程版豪华轿车预售，综合续航 1355km；江淮汽车：尊界品牌盈利所需的销量目标是 7-8 万辆；何小鹏：AI 加速实现 L4 级无人驾驶落地，2026 年量产 L4 级车型；理想汽车发布下一代自动驾驶架构 MindVLA。

本周重大事项：3 月 18 日，比亚迪发布员工持股计划，其业绩指标：2025、2026、2027 年目标营收同比增长率分别不低于 10%、10%、10%。

本周专题：车企密集发布自动驾驶进展，L3 升维倒计时

过去一周，理想、鸿蒙智行、极氪、奇瑞、广汽等车企密集发布自动驾驶最新进展，自动驾驶行业进展持续加速。其中多家车企公布 L3 进展与时间表，乘用车从 L2 辅助驾驶到 L3 自动驾驶的跨越有望在 2025 年内实现。

理想 MindVLA 进展公开，7 月搭载理想 i8 上车。理想目标 2025 年内实现 L3 级自动驾驶，MindVLA 7 月上车。MindVLA 预计在 2025 年 7 月份和理想 i8 同时首发，同时配备 ADMAX 系统的车辆除了能够运行目前的端到端+VLM 大模型之外，也将支持后续会推出的 MindVLA 大模型。

鸿蒙智行 ADS3.3 发布，ADS4.0 三季度即将推送。ADS3.3 强化车位到车位与 VPD 能力，为 ADS4.0 进化打好基础。ADS3.3 具备更强的车位到车位智驾能力，同时宣布 ADS4.0 将于三季度推送，根据华为此前透露的信息显示，ADS4.0 将具备 L3 级自动驾驶能力。

极氪冲刺国内智驾“第一梯队”，L3 自动驾驶提上日程。3 月 18 日，极氪举办千里浩瀚智驾发布会，发布了满血版车型到车位和通用障碍物连续自动避让 G-AES 功能，其中满血版车型到车位将于 4 月开启大规模推送，G-AES 于 6 月底开启推送。同时，极氪还推出 L3 级智能驾驶技术架构，并首发搭载在上海车展即将亮相的极氪 9X 光辉版车型。

重点推荐主题和个股

智能汽车主题（华测导航、长光华芯、经纬恒润-W、炬光科技、美格智能、均胜电子、华阳集团、北京君正、晶晨股份、德赛西威、源杰科技、沪光股份、溯联股份、拓普集团、瑞鹄模具、浙江仙通、长安汽车、继峰股份、芯动联科、小鹏汽车-W、上汽集团）；高端制造主题（凌云光、奥普特、埃斯顿、矩子科技、青鸟消防、莱特光电、台华新材、奥来德、日联科技）；休闲零食及早餐主题（良品铺子、三只松鼠、巴比食品）；户外用品主题（三夫户外）。

风险提示：乘用车销量、新能源车渗透率、智能驾驶技术进展不及预期。

【社服】清明出游预订增势良好，关注中国服务消费平台出海——行业周报-20250323

初敏（分析师）证书编号：S0790522080008 | 李睿娴（分析师）证书编号：S0790525020004 | 程婧雅（联系人）证书编号：S0790123070033

出行旅游：2024Q4 同程业绩超预期，清明假期预订同比增势良好

同程：2024Q4 集团收入 42.38 亿元/同比+34.8%，增速高于彭博一致预期 2.4pct；Q4 经调整净利 6.6 亿元/同比+36.8%，略超彭博一致预期 1.6pct，对应经调整净利率 15.6%/同比+0.3pct，主要系度假业务盈利改善&OTA 业务 takerate 提升、自有 APP 和国际业务营销投放收窄。运营端，2024 年 APP 活跃用户量同比翻倍，平台付费用户规模和单用户价值提升逻辑持续兑现，会员绑定能力显著增强。根据公司公开交流，随前端用户补贴灵活调整和后端运营侧 AI 降本推进，预计 2025 年盈利能力仍有提升空间。清明假期：民航出行预订同比增势良好，非一线旅游中高端消费增势良好，大众旅游主题多元化趋势显著。

教育/服务消费：教培公司 2024 年业绩亮眼，中国服务消费平台迈步出海

教育：卓越教育集团和思考乐教育发布 2024 年业绩，收入和利润增速亮眼，均宣布派发股息。2025 年 2 月中国学习平板线上销量为 31 万台，同比增长 86%，作业帮（31.3%）与学而思（27.8%）占据近六成线上销售额。服务消费：中国服务消费处在发展快车道，2024 年，中国居民人均服务性消费支出达到 13016 元，占居民人均消费支出的比重为 46.1%，2030 年占比有望超过 50%。美团加速国际化布局，以中东市场为核心战场，长期将通过“外卖+即时零售+到店”生态复制中国 SuperApp 模式，结合无人机、AI 技术建立全球本地生活服务网络。

美丽：上美 2024 年净利润 yoy+74%，多品类、多品牌矩阵式发展

上美 2024 年营收 67.92 亿元/yoy+62.1%，净利润 8.03 亿元/yoy+74%，为此前业绩预告上限。主品牌韩束 2024 年推出单品 X 肽面霜，销售额表现亮眼，同时推出男士精华，韩束闪充棒及新品类韩束彩妆系列覆盖更广阔客群，全年营收 55.9 亿元/yoy+80.9%。Newpage（一页）已布局护肤、洗沐、清洁三大方向，在集团占比由 2023 年 3.6% 提升至 2024 年 5.5%。此外，集团在安敏优/TAZU/面包超人/极方/NanBeauty 等多品牌布局孕育新机遇。

本周 A 股社服板块跑赢大盘，港股消费者服务板块跑输大盘

本周（3.17-3.21）社会服务指数-1.18%，跑赢沪深 300 指数 1.12pct，在 31 个一级行业中排名第 15，旅游、检测类领涨；本周（3.17-3.21）港股消费者服务指数-2.16%，跑输恒生指数 1.03pct，在 30 个一级行业中排名第 22，教育类领涨。

推荐标的：（1）旅游：长白山；（2）教育：好未来、科德教育；（3）餐饮/会展：特海国际、米奥会展；（4）美护：科思股份、水羊股份、康冠科技、倍加洁。

受益标的：（1）旅游：西域旅游、九华旅游、三特索道、丽江股份、同程旅行、携程集团-S；（2）教育：凯文教育、有道；（3）美护：若羽臣、巨子生物、爱美客、青木科技、毛戈平、上美股份；（4）运动：力盛体育；（5）IP：泡泡玛特、布鲁可、华立科技、青木科技；（6）新兴消费：赤子城科技；（7）即时零售：美团-W、顺丰同城；（8）眼镜：博士眼镜、佳禾智能、亿道信息；（9）餐饮：百胜中国、蜜雪集团。

风险提示：项目落地不及预期，出行不及预期，行业竞争加剧等。

【化工】本周有机硅价格延续上涨趋势，尿素价格重心窄幅上移——行业周报-20250323

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 李思佳（联系人）证书编号：S0790123070026

本周行业观点 1：有机硅价格整体上涨，厂家挺价意愿较强

据百川盈孚数据，本周有机硅 DMC、有机硅 D4、有机硅生胶、有机硅 107 胶、沉淀混炼胶、二甲基硅油均价分别为 14250、14800、15250、14550、13800、15900 元/吨，分别环比上周均价+250、+200、+250、+250、+100、+100 元/吨，分别较上月同期上涨 7.41%、上涨 8.70%、上涨 6.90%、上涨 7.25%、上涨 5.30%、上涨 4.58%。据 SMM 硅世界公众号，目前单体企业联合减产挺价意愿高涨，国内头部企业计划纷纷降产，此轮国内单体企业联动减产力度再创新高，后续供不应求趋势或将开始体现，产品价格仍有上涨可能。推荐标的：合盛硅业、兴发集团、三友化工；受益标的：新安股份、东岳硅材等。

本周行业观点 2：本周尿素行情先抑后扬，价格重心窄幅上移

据百川盈孚数据，截至 3 月 20 日，尿素市场均价为 1842 元/吨，较上周上涨 9 元/吨，涨幅 0.49%。上半周市场交投氛围呈现供需博弈态势，下半周尿素价格在多重因素共振下实现上涨，一是尿素期货延续涨势提振现货市场情绪；二是企业库存有明显减少，加之待发订单充足，多数工厂价格推涨意愿较强；三是新增尿素装置检修，尿素日产量有所下滑；四是农业旺季预期仍存，在市场买涨不买跌心理的驱使下，基层备肥积极性稍有提升。推荐标的：华鲁恒升等。

本周行业新闻：盛虹新材料项目 EVA 装置预计 3 月底试生产

【EVA】据中国化工信息周刊公众号，盛虹化工新材料项目中的 EVA 装置建设进展迅速，目前，第一套 EVA 设备已经于 2024 年 10 月 27 日投入生产，本月底第二套 EVA 设备预计进入试生产环节，第三套 EVA 设备正在处于安装收尾阶段。

推荐及受益标的

推荐标的：【化工龙头白马】万华化学、华鲁恒升、恒力石化、荣盛石化、赛轮轮胎、扬农化工、新和成、龙佰集团等；【化纤行业】新凤鸣、桐昆股份、华峰化学等；【氟化工】金石资源、巨化股份、三美股份、昊华科技等；【农化&磷化工】兴发集团、利民股份、云天化、川恒股份、苏利股份、川发龙蟒、湖北宜化、盐湖股份等；【硅】合盛硅业、硅宝科技；【纯碱&氯碱】远兴能源、三友化工等；【其他】黑猫股份、振华股份、苏博特、江苏索普等。【新材料】OLED：瑞联新材、莱特光电、奥来德、万润股份、濮阳惠成；胶膜：洁美科技、东材科技、长阳科技；其他：彤程新材、阿科力、松井股份、利安隆、安利股份等。受益标的：【化工龙头白马】卫星化学等；【化纤行业】聚合顺等；【氟化工】东岳集团等；【农化&磷化工】云天化、川恒股份、苏利股份、川发龙蟒、湖北宜化、盐湖股份等；【硅】新安股份；【纯碱&氯碱】中盐化工、新疆天业等。【新材料】国瓷材料、圣泉集团、蓝晓科技等。【其他】华锦股份等。

风险提示：油价大幅波动；下游需求疲软；宏观经济下行；其他风险详见倒数第二页标注 1。

【传媒】继续布局 AI 应用、游戏，关注虚拟现实电影——行业周报-20250323

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004 | 田鹏（分析师）证书编号：S0790523090001 | 肖江洁（联系人）证书编号：S0790124070035

阶跃星辰、腾讯混元等模型继续迭代，调整中坚定布局 AI 应用

3 月 20 日，阶跃星辰宣布继续开源图生视频模型 Step-Video-T12V，其基于 30B 参数 Step-Video-T2V 训练，支持生成 102 帧、5 秒、540P 分辨率的视频，能平衡图生视频生成结果的动态性和稳定性，并具备特效生成能力，为创作者提供更灵活的选择。另外，3 月 21 日，腾讯正式推出自研深度思考模型混元 T1 正式版，通过大规模强化学习，并结合数学、逻辑推理、科学和代码等理科难题的专项优化，进一步提升了推理能力，模型吐字快、能

秒回，擅长超长文处理，目前已上线腾讯云，并即将在腾讯元宝灰度上线。我们认为，头部大模型多模态及推理能力持续提升并开源，叠加 Agent、端侧 AI 不断落地，将继续驱动 AI 应用在垂直场景商业化加快，并拉动推理算力需求，建议继续布局 AI。1、大模型及 Agent：重点推荐腾讯控股、快手-W，受益标的包括阿里巴巴-W、昆仑万维；2、AI 虚拟陪伴：重点推荐盛天网络、奥飞娱乐、网易云音乐，受益标的包括汤姆猫、实丰文化；3、AI 影视：重点推荐上海电影、芒果超媒，受益标的包括华策影视、中文在线；4、AI 教育/出版：受益标的包括世纪天鸿、果麦文化、盛通股份、南方传媒；5、AI 电商/广告：重点推荐值得买、引力传媒，受益标的包括蓝色光标；6、算力+云：重点推荐顺网科技，受益标的包括浙文互联、浙数文化。

新游供给持续释放+AI 赋能驱动成长，一季报季临近，继续布局游戏板块

3月21日，国家新闻出版署发布3月网络游戏审批信息，腾讯《雪中悍刀行》、网易《山海奇旅》、三七互娱《万王起源》、西山居《剑侠世界4：无限》、完美世界《金闪闪骑士团》、巨人网络《口袋斗蛭蛭》等上市公司旗下游戏在内的129款国产游戏获批版号，恺英网络《热血江湖：觉醒》等5款进口游戏也获批版号。充足的版号储备将推动新游供给持续释放，由万代南梦宫与恺英网络联手打造的次世代数码宝贝 IP 冒险手游《数码宝贝：源码》将于4月25日全平台上线。此外，3月21日，巨人网络旗下《原始征途》正式宣布全面接入 DeepSeek-R1 满血版，其核心 AI 智能 NPC “小师妹” 升级后以 “游戏策略专家” 与 “情感陪伴红颜” 双重定位亮相，为玩家提供更智能、更人性化交互体验。新游或持续贡献业绩增量，游戏板块 Q1 有望迎来业绩向上拐点，AI 赋能玩法创新及原生 AI 游戏或驱动长期成长，建议继续布局游戏板块，重点推荐心动公司、腾讯控股、网易、恺英网络、盛天网络、神州泰岳、吉比特，受益标的包括巨人网络等。

虚拟现实电影或来临，积极关注给产业链各方带来的收入增量

3月18日，国家电影局印发《关于促进虚拟现实电影有序发展的通知》，提到“支持开拓利用电影院线空间放映虚拟现实电影（即运用虚拟现实、增强现实、混合现实有关技术制作，采用头戴式显示设备等终端观赏的电影）”。我们认为，放映虚拟现实电影或进一步拓展观影人群，推动电影票房增长，给 VR 影片制作、发行方及影院带来收入增量，建议积极关注，重点推荐上海电影，受益标的包括恒信东方、丝路视觉、万达电影、光线传媒、中国电影、猫眼娱乐等。

风险提示：AI 应用商业化进展、新游戏流水、电影票房等低于预期。

【商贸零售：爱美客(300896.SZ)】2024 年利润稳健，管线丰富叠加海外收购助力增长——公司信息更新报告-20250324

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 陈思（联系人）证书编号：S0790124070031

事件：公司 2024 年营收同比+5.5%，归母净利润同比+5.3%

公司发布年报：2024 年实现营收 30.26 亿元（同比+5.5%）、归母净利润 19.58 亿元（同比+5.3%），表现稳健；单 Q4 实现营收 6.50 亿元（同比-7.0%）、归母净利润 3.72 亿元（同比-15.5%）。考虑市场竞争趋烈，我们下调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 22.12/24.95/27.52 亿元（2025-2026 原值 24.96/29.56 亿元），对应 EPS 为 7.31/8.25/9.09 元，当前股价对应 PE 为 25.7/22.8/20.6 倍。我们认为，公司产品、渠道、研发仍处行业第一梯队，未来全球化布局进程加速有望赋能长期成长，维持“买入”评级。

大单品嗨体保持韧性，凝胶类高毛利产品占比提升带动盈利能力上行

分产品来看，2024 年公司溶液类产品实现营收 17.44 亿元同比（同比+4.4%），毛利率 93.8%（同比-0.7pct），核心单品嗨体继续保持市场领先地位；凝胶类产品实现营收 12.16 亿元（同比+5.0%），毛利率 98.0%（同比+0.5pct），预计主要系高毛利产品占比提升所致；面部埋植线实现营收 680 万元（同比+14.9%）。盈利能力方面，2024 年公司毛利率为 94.6%（同比-0.5pct），主要受行业竞争加剧和成本上升的影响，但仍保持在行业领先水平；净利率为 64.7%（同比持平）。费用方面，2024 年公司销售/管理/研发费用率分别为 9.2%/4.1%/10.0%，同比分别

+0.1pct/-1.0pct/+1.3pct。

产品、渠道、研发多管齐下，巩固核心竞争力助力未来持续增长

产品端：预计 2025 年嗨体维持稳健增长，濡白天使凭借再生材料技术优势巩固市场地位，如生天使加速临床应用场景渗透。研发端：目前公司已获得 11 张 III 类医疗器械注册证，其中医用含聚乙烯醇凝胶微球的交联透明质酸钠凝胶已于 2024 年 10 月获批，重组透明质酸酶、司美格鲁肽注射液、去氧胆酸注射液获得药监局临床试验批件，米诺地尔搽剂、利多卡因丁卡因乳膏等已进入注册申报阶段，管线陆续落地支撑中长期增长动能。渠道端：公司通过收购韩国 REGENBiotech 开启全球化布局新篇章，发挥双方在产品+渠道+生产端的多维协同效应。

风险提示：终端需求疲软、市场竞争加剧、产品获批或推广进度不及预期。

【地产建筑：绿城服务(02869.HK)】各业务毛利率均提升，在管面积双位数增长——港股公司信息更新报告-20250324

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002 | 胡耀文（分析师）证书编号：S0790524070001 | 杜致远（联系人）证书编号：S0790124070064

盈利能力同比提升，在管面积稳健增长，维持“买入”评级

绿城服务发布 2024 年全年业绩。公司营收利润保持增长，各项业务毛利率均同比提升，物业服务在管面积双位数增长，园区服务、咨询服务和科技服务业务协同发展、稳中有进，盈利能力稳步提升，我们上调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 9.23、10.30、11.35 亿元（2025-2026 年原值为 8.95、10.18 亿元），对应 EPS 为 0.29、0.33、0.36 元，当前股价对应 PE 为 13.0、11.6、10.6 倍，维持“买入”评级。

营收利润保持增长，管理效率有所提升

公司 2024 年营收 185.28 亿元（未剔除 MAG 影响），同比+6.5%；核心经营利润 15.88 亿元，同比+22.5%；归母净利润 7.85 亿元，同比+29.7%。盈利能力提升主要由于公司毛利率和净利率分别增至 17.3%和 4.7%，分别同比提升 0.5pct 和 0.6pct；同时经营管理提效，管理费用率同比-0.85pct；经营性净现金流 14.75 亿元，同比+2.7%，每股派息 0.2 港币，派息率 75%。

在管面积双位数增长，物业服务收入毛利率均提升

得益于在管面积稳定增长，公司 2024 年实现物业服务收入 124.01 亿元，同比+11.7%，占主营收入的 66.9%，毛利率同比+0.7pct 至 13.7%。截至 2024 年末公司在管面积达 5.09 亿平，同比+13.5%；储备面积 3.57 亿平，同比-3.9%，主要由于公司退出了部分非核心城市及存在交付风险的项目。分区域来看，公司在杭州在管面积和收入占比分别为 16.6%和 36.1%，收入贡献较大。

园区服务、咨询服务、科技服务协同发展，毛利率均实现增长

公司 2024 年园区服务收入 33.73 亿元（未剔除 MAG 影响），同比-5.5%，毛利率同比+1.1pct 至 22.6%，其中居家生活服务收入-27.7%，物业资管服务收入同比-18.3%；咨询服务收入 24.12 亿元，同比+5.1%，毛利率同比+1.5pct 至 24.9%，其中在建物业和管理咨询服务收入同比分别+4.7%和+8.3%；科技服务收入 3.41 亿元，同比-20.3%，毛利率同比+0.6pct 至 39.3%，公司增值服务收入下降主要由于委托方有延期执行合约的情况，公司也主动优化产品结构，提质增效初见成效。

风险提示：政策支持不及预期、行业销售恢复不及预期、公司融资不及预期。

【医药：信达生物(01801.HK)】创新药平台型企业，全领域深度布局——港股公司首次覆盖报告-20250324

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 余克清（分析师）证书编号：S0790525010002 | 聂媛媛（联系

人) 证书编号: S0790124050002

创新药平台型企业, 全领域深度布局, 公司具备持续成长潜力

公司成立于 2011 年, 2018 年在联交所成功上市。公司深度覆盖肿瘤、自免、代谢、眼科等重大疾病领域。截至 2025 年 2 月, 公司已有十五款商业化产品, 3 款产品申报 NDA, 4 个新药分子进入 III 期或关键性临床研究, 另外还有 15 个新品种已进入临床, 公司具备持续成长的潜力。随着玛仕度肽等大单品迎来国内上市以及 PD-1/IL-2 双抗等重磅产品的持续推进, 公司逐步迎来管线兑现期。公司有望于 2025 年迎来盈利拐点, 我们看好公司的长期发展。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为-7.54/1.62/11.29 亿元, EPS 分别为-0.5/0.1/0.7 元, 2025-2026 年 PE 为 377.7/54.1X, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

双轮驱动公司创新管线, 合作开拓全球创新市场

公司通过自研+BD 不断快速扩充管线, 与礼来、罗氏、赛诺菲等国际大药企合作开拓全球市场。公司拥有国内外三大研发基地, 共计 1500+研发员工, 每年稳定推进 6-8 款创新候选药物进入 IND 准备阶段。同时公司已建立起了约 3000 人的成熟商业化团队, 久经验证的商业化平台和体系为管线产品收入稳定增长提供了强有力的保障。

全领域深度布局, 多款 FIC 及 BIC 产品成为行业领先

公司在肿瘤、自免、代谢、眼科等重大疾病领域深度布局。在肿瘤领域, 信迪利单抗为公司肿瘤基石产品, “IO+ADC”作为公司研发的重点方向, IBI363 有望成为二代免疫治疗领军者。在代谢领域, GLP-1 双靶点产品玛仕度肽有望于 2025 年在中国获批上市, 药品市场空间较大, 有望快速增厚公司利润; 托莱西单抗注射液于 2024 年首次进入国家医保目录, 未来放量可期。在自免领域, 首个国产 IL23p19 单抗展现 BIC 潜力, 已于 2024 年 9 月递交上市申请。在眼科领域, 首款国产 IGF-1R 单抗 IBI311 已在中国获批上市。

风险提示: 药物临床研发失败、药物安全性风险、核心成员流失、行业竞争格局恶化等。

【地产建筑: 建发合诚(603909.SH)】营收利润同比大幅增长, 施工业务占比提升稀释毛利率——公司信息更新报告-20250324

齐东(分析师)证书编号: S0790522010002 | 胡耀文(分析师)证书编号: S0790524070001 | 杜致远(联系人)证书编号: S0790124070064

营收利润同比大幅增长, 施工业务占比提升稀释毛利率, 维持“买入”评级

建发合诚发布 2024 年年报, 2024 年营业收入和归母净利润同比大幅增长, 毛利率受施工业务占比提升影响有所下降。公司整体业务情况表现维持稳定, 我们维持 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 1.1、1.3、1.3 亿元, 对应 2025-2027 年 EPS 为 0.4、0.5、0.5 元, 当前股价对应 PE 为 23.3、19.5、19.4 倍。公司凭借与控股股东之间的优势互补, 有望推动收入持续增长, 维持“买入”评级。

收入利润同比高增, 施工业务占比提升稀释毛利率

2024 年, 公司实现营业总收入 66.09 亿元, 同比增长 67.49%; 实现归母净利润 0.96 亿元, 同比增长 45.03%; 实现扣非归母净利润 0.90 亿元, 同比增长 42.06%。公司营业收入及归母净利润大幅增长主要系建筑施工业务的大幅增长, 公司实现毛利率 5.95%, 净利率 1.86%, 同比分别-2.19pct、-0.17pct, 毛利率同比下行主要由于建筑施工业务毛利率较低且占比增加。截至 2024 年末, 公司经营活动产生的现金流量净额为 4.71 亿元, 同比增长 5.69%。

工程咨询新签订单同比增长, 施工业务新签订单有所收缩

分业务结构来看, 公司 2024 年建筑施工业务实现营业收入 56.98 亿元, 同比增长 90.51%, 占比 86.21%; 设计咨询业务实现营业收入 4.02 亿元, 同比下降 2.57%, 占比 6.08%; 加固业务实现营业收入 2.11 亿元, 同比增长 0.56%, 占比 3.20%。公司勘察设计、工程管理、试验检测等工程咨询业务作为公司优势业务, 在行业发展增速放

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

8 / 12

缓的形势下，工程咨询业务仍保持增长态势，完成新签合同 9.95 亿元，同比增长 0.4%；建筑施工、综合管养等工程施工业务受房地产行业影响，完成新签合同 45.75 亿元，同比下降 60.67%。

风险提示：行业政策风险、新签订单不及预期、股东支持不及预期。

【计算机：卓易信息(688258.SH)】强强联合 Dcloud，打造 AI 编程时代基础软件——公司信息更新报告-20250324

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 李海强（分析师）证书编号：S0790524070003

成长前景值得期待，维持“买入”评级

考虑到公司 2024 年投资收益下降，以及并购艾普阳时无形资产增值部分摊销的影响，我们下调原有盈利预测，预计 2024-2026 年的归母净利润为 0.32、0.88、1.14（原值为 0.76、1.00、1.32）亿元，EPS 为 0.26、0.73、0.94（原值为 0.62、0.83、1.09）元，当前股价对应 PE 为 162.3、58.4、45.3 倍，在固件业务和 IDE 业务共同驱动下，公司成长前景值得期待，维持“买入”评级。

事件：公司子公司艾普阳与中国开发者服务头部平台 DCloud 达成全面合作

艾普阳将面向 DCloud 平台用户推出支持 DCloud 软件生态的 SnapDevelop 工具产品，DCloud 将通过其广泛的渠道对 SnapDevelop 进行全方位的推广与宣传，助力其在开发者生态中的快速渗透和广泛应用。

Dcloud 行业地位领先，强强联合助力产品推广及技术迭代

DCloud 是 W3C 成员及 HTML5 中国产业联盟发起单位，拥有超过 900 万的前端开发者用户群体，手机端引擎月活跃用户数超过 10 亿。此次与 DCloud 达成合作，不仅有望为公司 SnapDevelop 产品带来丰富客户资源，加速商业化进程。未来，双方还将在 AI 辅助开发、智能多代理协同（Multi-Agent）、行业模板拓展等前沿技术方向持续深化合作，全面升级产品技术竞争力。

AI+IDE 潜在市场空间广阔，有望带来可观增量

SnapDevelop 2024 年 6 月底完成首个正式版本发布，凭借其“IDE+AI”特性及端到端软件开发支持能力，现已有稳定试用用户超 5000 人。根据公司公告，以 600 万活跃.NET 开发人员为基础测算，以云原生场景应用开发场景占比 30%、IDE 工具付费率 20%粗略测算，潜在市场空间应有超过 30 万付费用户，较大的市场空间将有望为公司 IDE 业务带来收入增量。

风险提示：双方合作不及预期；市场拓展不及预期；公司研发不及预期风险。

【电力设备与新能源：途虎-W(09690.HK)】收入规模稳定增长，门店扩张坚持下沉战略——港股公司信息更新报告-20250323

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

业务稳健增长，现金储备充裕

途虎-W 发布 2024 年年报，2024 年实现营业收入 147.59 亿元，yoy+8.5%；实现经调整净利润 6.24 亿元，yoy+29.7%；实现综合毛利率 25.4%，同比提升 0.7pct。截至 2024 年末，公司在手现金超 75 亿元，资金储备充裕。公司累计 12 个月交易用户数达到 2410 万人，yoy+24.8%，延续了中国最大的独立汽车服务平台的地位。途虎养车致力于在具有挑战的消费环境下为用户提供更有性价比的产品，考虑到更多消费者选择性能和性价比兼具的产品，我们下调公司 2025-2026 年的盈利预测，预计公司 2025-2026 年的净利润为 5.86/7.27 亿元（前值净利润口径为 8.10/10.36 亿元），新增 2027 年净利润预测为 8.88 亿元，对应的经调整利润为 7.48/9.06/10.88 亿元，EPS 为 0.72/0.89/1.08 元，对应当前股价 PE 为 23.1/18.7/15.3 倍，我们持续看好公司业绩的增长韧性，维持“买入”评级。

途虎养车持续巩固全国最大汽车服务平台的地位

截至 2024 年底，途虎已经在全国拥有 6874 家途虎工场店，相比于 2023 年底净新增 965 家门店。2024 年 8 月，途虎开启“万镇万店”计划，重点发展的西北地区门店数量同比增长超过 30%，下沉战略使得途虎透明、专业的养车服务深入低线城市，让更多注册用户高效转化为交易用户，持续巩固途虎养车在国内汽车服务的龙头地位。

探索新服务机会，AI 赋能提质降本增效

截至 2024 年底，全国超过 5700 家途虎工厂店拥有包括洗车和打蜡的轻美容能力，2024 年单日线上轻美容订单峰值接近 12 万单。99% 的途虎工厂店已经上架了快修核心类目，2024 年快修的用户渗透率超过 10%。2025 年初，公司已成功自行部署 DeepSeek-R1、V3 等先进 AI 模型，线上 AI 质检等工具有望助力全国工厂店提升运营效率和服务质量。

风险提示：竞争加剧风险、汽车技术进步风险、加盟商违约风险、门店扩张不及预期

【食品饮料：有友食品(603697.SH)】业绩表现好于预期，新业务打造成长驱动力——公司信息更新报告-20250323

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

新产品和新渠道开拓较好，持续推进省外市场扩张，维持“增持”评级

公司 2024 年营收 11.8 亿元，同比+22.4%，归母净利润 1.6 亿元，同比+35.4%。2024Q4 营收 3.0 亿元，同比+42.9%，归母净利润 0.4 亿元，同比+258.0%，收入业绩好于预期。我们维持 2025-2026 年盈利预测，并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 2.0、2.3、2.7 亿元，同比分别+25.2%、+19.0%、+15.0%，EPS 分别为 0.46、0.55、0.63 元，当前股价对应 PE 分别为 21.3、17.9、15.6 倍，公司泡椒凤爪主业增速稳定，新产品、新渠道保持较好放量趋势，2025 年业绩具备较好增长弹性，维持“增持”评级。

积极拥抱新产品和新渠道，打造成长驱动力

2024 年 Q4 泡椒凤爪收入 1.6 亿元，同比+6.1%；Q4 皮品类、素食类、鸡翅类合计收入 0.6 亿元，同比+7.1%，公司核心主业和其他休闲食品实现稳步增长。Q4 其他泡卤风味肉制品收入 0.7 亿元，同比+800.5%，环比 Q3 基本持平，无骨鸭掌新品在山姆渠道连续两个季度实现稳定销售。Q4 线上/线下收入分别为 0.2/2.7 亿元，同比+133.5%/+36.0%，公司在线上积极开拓内容电商平台，线下快速推进会员制商超和零食量贩发展，多元化渠道红利仍在释放期。

基地市场增长稳定，加速省外区域开拓

2024 年 Q4 西南/华东/华南/其他市场收入分别为 1.1/0.8/0.7/0.3 亿元，分别同比+9.3%/+25.1%/+397.5%/9.3%。西南大本营市场维持稳健增速；同时省外扩张步伐持续，华东和华南地区受益于新兴渠道开拓，保持较快增速。

成本下行叠加费用率下降，盈利能力提升明显

2024Q4 销售毛利率同比+0.92pct 至 25.69%，主要系原材料成本改善。Q4 销售费用率同比-4.87pct，主要系会员制商超在低费用率下贡献较好收入增量，管理费用率/研发费用率/财务费用率分别同比-2.09pct/-0.27pct/-0.08pct。综合来看，在成本下降以及经营提速下，Q4 销售净利率同比+7.34pct 至 12.21%。

风险提示：宏观经济下行、市场竞争加剧、主业销售不及预期风险。

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