

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-03-24

宏观策略

2025 年 03 月 24 日

宏观点评 20250320: 鸽派解读, 更担忧增长而非通胀——2025 年 3 月 FOMC 会议点评

核心观点: 3 月 FOMC 如期不降息, 但大幅放缓缩表速率, 发布会上 Powell 更忧经济下行而非通胀上行, 市场解读鸽派, 风险偏好回升。经济预测方面, 美联储下调增长预期、上调通胀预期, 对增长和通胀前景的不确定性显著提升, 令本次点阵图与 12 月相比没有显著变化。发布会上, Powell 开始更加重视关税对经济下行风险, 而非仅强调其对通胀的上行风险。短期看, 4 月初的就业数据与关税政策落地料加剧市场波动, 叠加特朗普紧财政思路和预期管理或在 25Q2 延续, 我们预期美联储年内降息有望进一步前置至 25Q2, 全年降息 1-2 次, 美债利率短期仍有望下探至 4%, 但也需注意其在 25H2 反弹至 4.5% 以上的风险。

晨会编辑 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

固收金工

固收点评 20250321: 志邦转债: 定制家居领军者

志邦转债 (113693.SH) 于 2025 年 3 月 18 日开始网上申购: 总发行规模为 6.70 亿元, 扣除发行费用后的募集资金净额用于【广东小熊精品电器有限公司新建智能小家电制造基地(二期)项目。】

行业

推荐个股及其他点评

禾赛科技 (HSAI): 2024 业绩点评: 业绩及指引超预期, 有望继续受益于智驾平权及泛机器人渗透

投资要点 事件: 公司发布 2024 年第四季度财报, 2024Q4 实现营收 7.2 亿元, 同比+28%, 环比+33%; None GAAP 净利润 1.7 亿元, 同环比扭亏; 毛利率 39.0%, 同比减少 2.2pct, 环比减少 8.7pct。公司指引 2025 年收入 30-35 亿元, 同比+44%至+69%; 毛利率目标维持 40%, Non-GAAP 净利润 3.5-5.0 亿元, 同比+2455%至+3550%, 公司业绩及指引超出市场一致预期。 ADAS: 定点项目获里程碑, ATX 助力智驾平权 ADAS 激光雷达第四季度出货量同比+140%至 19.3 万台, 全年出货量同比+134%至 45.6 万台。定点项目获里程碑, 2024Q4 公司再获欧洲顶级 OEM 独家定点, 该项目首次实现新能源、燃油车双平台覆盖, 项目周期覆盖 2025-2030+, 为迄今全球最大 ADAS 激光雷达项目。产品方面, ATX 于 2025Q1 实现量产出货, 目前获 11 家 OEM (比亚迪、奇瑞、长城、长安、岚图等) 定点, 助力智驾平权。截至 2025M3, 公司已获 22 家 OEM ADAS 定点, 涉及 120 款车型。公司预计高性能 AT 系列与 ATX 产品价格维稳, 随 L3 普及激光雷达单车价值量有望提升。 泛机器人: 割草机器人带动销量增长, JT 系列增速迅猛 第四季度出货量同比+294%至 2.9 万台, 全年出货量同比+67%至 45.5 万台, 除 JT 系列外向 L4 客户交付 7000 台。2023 年全球割草机器人市场规模约 15 亿美元, 北美渗透率不足 5%, 随

国内厂商技术突破，智能割草机前期布线痛点得到解决，渗透率有望快速提升，带动机器人领域激光雷达销量增长。公司 JT 系列产品于 2024M12 实现量产，首月出货 2+万台，目前已率先应用于 MOVA 智能割草机器人与 Agtonomy 无人农业作业车。公司指引 2025 年将为 MOVA 割草机器人交付六位数订单量，带动泛机器人出货量增长。2025Q3 新产线投产，全年指引超预期。公司两条国内新产线于 2025Q1 启动，预计于 2025Q3 投产，2025 年底总产能提升至 200 万台，对应 2025 全年资本开支 0.3-0.5 亿美元。公司披露东南亚产能规划。公司指引 2025Q1 出货量 20 万台，全年出货量 120-150 万台（含泛机器人 20 万台，ATX 高六位数）。公司指引 2025 年收入 30-35 亿元，同比+44%至+69%；毛利率目标维持 40%，Non-GAAP 净利润 3.5-

兆易创新（603986）：利基/定制化 DRAM 大展宏图，国产存储龙头再腾飞

兆易创新致力于打造“感存算控连”一体化芯生态，拥抱智能互联“芯”时代。兆易创新 2024 年业绩预计快速增长，2024 年前三季度持续展现强劲增长势头，收入和销量大幅增长。公司多产品线赛道布局，支撑业务稳健发展，目前主要产品线包括存储器、微控制器和传感器产品等。公司存储器产品分为三个部分，NOR Flash、SLC Nand Flash 和 DRAM。Nor Flash：兼具高性能和高安全性，满足多样化应用设计需求。公司是全球排名第二的 SPINOR Flash 公司。兆易创新 SPINOR Flash 可提供多达 16 种容量选择，覆盖 512Kb 到 2Gb，可满足多种实时操作系统所需的不同存储空间。NAND Flash：为网通、安防、IOT、消费电子等应用提供大容量代码数据存储解决方案。公司小容量 SPINAND Flash 产品，可广泛应用于手机、机顶盒、数据卡、网通产品、通讯设备等消费类产品。DRAM：公司专注利基型 DRAM，产品涵盖网络通信、工业、车载等领域，已推出 DDR4、DDR3L，未来将补齐 DDR4/LPDDR4 小容量产品，并推进 LPDDR4 研发，同时布局高端产品如 HBM、DDR5。利基型产品仍是公司主流。此外，公司积极布局定制化存储业务，核心受益端侧 AI 机遇。MCU：MCU 产品线是公司重要战略方向，全领域多产品布局。公司 MCU 涉及工业及其他应用领域，新推高性能 MCU，丰富内核产品阵容。车规领域发展迅速。投资建议：预计兆易创新将在 2024 年至 2026 年实现收入 74.4/95.6/115.6 亿元，归母净利润 10.52/16.49/22.31 亿元，对应当前 PE 估值为 83/53/39 倍。考虑公司 Nor 业务份额、市场竞争力逐渐提升；MCU 业务受益国产化进展；DRAM 业务 25 年有望实现高速增长，定制化 DRAM 深度受益端侧 AI 浪潮，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：宏观环境和行业波动风险、供应链风险、人才流失风险。

新奥能源（02688.HK）：被低估的城市燃气龙头

盈利预测与投资评级：我们预计 2024-2026 年公司归母净利润为 68.07/70.84/73.17 亿元，同比-0.1%/+4.1%/+3.3%，对应当前 PE9.1/8.7/8.5 倍（估值日期 2025/3/20）。天然气销售业务稳定发展，泛能、智家业务快速增长，国际转售利润回落，估值待修复；与同业公司对比，公司估值偏低，首次覆盖，给予“买入”评级。

安踏体育（02020.HK）：2024 年业绩点评：新业态引领市场，看好 25 年延续增势

盈利预测与投资评级：考虑主品牌和 FILA 增长战略下短期盈利可能有小

幅波动，我们将 25-26 年归母净利润从 136.5/153.7 亿元小幅调整为 132.3/147.6 亿元，增加 27 年预测值 164.3 亿元，对应 25-27 年 PE 为 18/16/15X，维持“买入”评级。风险提示：新零售业态进展不及预期，FILA 增长不及预期。

华住集团-S (01179.HK): 2024 年业绩公告点评: 2025 年保持高速开店及轻资产结构调整策略

盈利预测与投资评级: 华住集团作为酒店行业龙头，品牌、流量、技术打造竞争壁垒，管理文化赋能业务发展，市场格局持续向好。我们调整 2025/2026 年和新增 2027 年盈利预测，预期 2025-2027 年归母净利润分别为 38.1/43.7/51.1 亿元（2025/2026 年前值为 40.7/44.8 亿元），对应 PE 估值为 22/19/17 倍，维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧，门店增长不及预期等。

同程旅行 (00780.HK): 2024 年业绩公告点评: OTA 收入稳健增长，利润率持续提升

盈利预测与投资评级: 同程旅行积极运营微信流量实现加速成长，国内出行维持高景气，跨境旅游逐渐恢复，公司收紧用户补贴保证利润水平。我们调整 2025/2026 年和新增 2027 年盈利预测，预期 2025-2027 年归母净利润分别为 24.3/29.0/33.9 亿元（2025/2026 年前值为 26.5/32.7 亿元），对应 PE 估值为 16/14/12 倍。预计 2024 年经调整净利润为 34.0 亿元，对应 PE 为 12 倍，维持“增持”评级。风险提示：出行消费习惯变化，行业竞争加剧等。

盛业 (06069.HK): 守正出奇，新行业及平台化驱动长期增长

首次覆盖，给予“买入”评级。我们预计公司 2025/2026/2027 年归母净利润分别为 5.36/6.89/8.50 亿元，同比增速分别为 41%/29%/23%。考虑到公司所服务核心企业信用较高，新兴行业有望驱动未来持续的高增长，且平台收入占比持续提升，带来整体经营质量提升。我们看好公司深耕供应链金融及金融科技服务，带来业绩持续快速增长，参考行业平均估值情况以及公司利润增长预期，我们给予公司 2025 年归母净利润 25 倍 PE，对应目标价为 14.5 港币（港元汇率为 2025 年 3 月 20 日，1 港币=0.93 人民币），首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：行业政策监管风险；核心企业信用风险外溢；贸易真实性风险；外汇风险。

金山软件 (03888.HK): 2024Q4 业绩点评: 业绩超我们预期，看好双主业延续稳健增长

盈利预测与投资评级: 我们看好 AI 驱动办公业务增长，期待新游兑现，我们略上调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计归母净利润分别为 18.67/23.04/27.35 亿元（2025-2026 年前值为 18.42/22.39 亿元），对应当前股价 PE 分别为 27/22/18 倍，维持“买入”评级。风险提示：存量流水下滑风险，新游流水不及预期风险，办公业务进展不及预期风险，行业监管风险

山金国际 (000975): 2024 年年报点评: 黄金价格趋势上行公司业绩再创新高

公司披露 2024 年年报，业绩同比大幅增长。2024 年公司实现营收 135.85 亿元，同比+67.60%；归母净利润 21.73 亿元，同比+52.57%；公司第四季度实现营收 15.14 亿元，同比+49.8%，归母净利润 4.46 亿元，同比+45.7%。

公司黄金业务量价齐增，业绩释放具备弹性: 1) 量: 2024 年公司超额完成多项金属年度生产任务，①公司合质金全年产量 8.04 吨，同比增

长 14.69%，其中公司三大主力矿山黑河洛克/吉林版庙子/青海大柴旦全年产量分别为 2.21/2.32/3.51 吨；②公司矿产银全年产量 196.05 吨，同比增长 1.58%；铅/锌分别完成全年生产 1.27/1.71 万吨，同比增长 34.2%/3.9%；2）价：2024 年公司销售黄金均价为 549.60 元/克，同比增长 22.23%；销售白银均价（税前）5.61 元/克，同比增长 21.69%；销售铅/锌均价（税前）分别为 1.40/1.71 万元/吨，同比分别增长 2.3%/32.5%。

公司成本管控优异，黄金克金成本显著下降，黄金业务毛利率提升：受益于公司开采金矿品位提升，以及矿端营运管理的持续优化，2024 年公司矿产金合并摊销后克金成本为 145.4 元/克，较 2023 年 176.42 元/克的克金成本大幅下降；结合年内黄金价格的大幅上行，公司 2024 年矿产金业务毛利率达 73.54%，同比增长 12.78pct。

全球孤立主力盛行，抓住财政与货币宽松周期下的再通胀行情：1）在逆全球化、经济发展不确定性较高的情况下，新兴市场国家央行需要增加黄金储备来稳定本国汇率稳定、降低经济波动风险。随着印度、中国等新兴国家持续增持黄金，我们预计各国央行将在未来数年维持 800-1200 吨/年的购金量级；2）在中国经济全面复苏，以及美国经济陷入“滞胀”周期的背景下，我们认为中美两国财政以及货币的宽松周期有望延续，在实际利率长期走低的预期下，黄金价格有望长期走牛。

盈利预测与投资评级：我们继续看好公司在黄金牛市大周期下的盈利能力，基于 2025/2026/2027 年矿产金产量 8.5/11/14 吨，以及黄金价格长期上行的判断，我们上调公司 2025-26 年归母净利润为 33.18/44.23 亿元（前值为 31.87/37.79 亿元），新增 2027 年归母净利润预测值为 55.91 亿元，对应 2025-27 年的 PE 分别为 15.69/11

百合股份（603102）：百合生幽谷，久有凌云志

百合生幽谷，馥郁天下知。百合股份起家于山东省十大渔业集团之一的鸿洋神，2005 年威海百合正式成立，砥砺前行二十载，现已打造保健品代工为主、自有品牌销售为辅的业务矩阵：合同代工业务增量可期；自主品牌攻守兼备，份额有望提升。

雷特科技（832110）：智能照明“小巨人”，智能家居拓展新增长极

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2024/2025/2026 年归母净利润分别为 0.44/0.51/0.58 亿元，同比增长 28%/14%/15%，考虑到公司 2025 年智能电源销售额稳健增长，智能家居新兴领域市场份额快速提升，业绩有望继续高增，首次覆盖，给予“增持”评级。风险提示：行业竞争加剧、需求不及预期、汇率波动风险、募投项目实施风险。

宏观策略

宏观点评 20250320: 鸽派解读, 更担忧增长而非通胀——2025 年 3 月 FOMC 会议点评

核心观点: 3 月 FOMC 如期不降息, 但大幅放缓缩表速率, 发布会上 Powell 更忧经济下行而非通胀上行, 市场解读鸽派, 风险偏好回升。经济预测方面, 美联储下调增长预期、上调通胀预期, 对增长和通胀前景的不确定性显著提升, 令本次点阵图与 12 月相比没有显著变化。发布会上, Powell 开始更加重视关税对经济的下行风险, 而非仅强调其对通胀的上行风险。短期看, 4 月初的就业数据与关税政策落地料加剧市场波动, 叠加特朗普紧财政思路和预期管理或在 25Q2 延续, 我们预期美联储年内降息有望进一步前置至 25Q2, 全年降息 1-2 次, 美债利率短期仍有望下探至 4%, 但也需注意其在 25H2 反弹至 4.5% 以上的风险。FOMC 声明: 如期维持利率不变, 放缓缩表节奏。3 月 FOMC 会议如期维持政策利率在[4.25, 4.5]%不变, 声明相比 1 月会议: ①删除了对失业率与通胀风险大致平衡的描述, 并预期经济未来不确定性增强; 在发布会上 Powell 表示, 从声明中删除“大致平衡”来描述风险并不意味着要传达信号。②启动放缓缩表(taper QT), 从 4 月 1 日起将持有美国国债的缩减节奏由 250 亿美元/月大幅放缓至 50 亿美元/月, MBS 缩减节奏则保持不变。美联储理事 Waller 对此投下反对票, 认为应当维持当前的缩表速率。经济预测: 下调增长预期, 上调通胀预期, 增长与通胀前景的不确定性显著提升。①产出: 将 2025Q4 美国 GDP 预测由 2.1%大幅下调至 1.7%, 相应地, 对 2025Q4 美国失业率由 4.3%上调至 4.4%; 将 2026Q4、2027Q4 预测分别由 2.0%、1.9%下调至 1.8%, 即预期 2026、2027 年美国经济增长回落至长期均衡水平。②通胀: 将 2025Q4 美国 PCE、核心 PCE 预测分别由 2.5%、2.5%大幅上调至 2.7%、2.8%, 2026Q4 美国 PCE 由上调 2.1%至 2.2%。③风险: 对预测不确定性和风险的评估显示, 委员们预期增长与通胀前景的不确定性显著提升, 将增长前景的风险评估由大致均衡改为下行风险, 将失业率前景的风险评估由大致均衡改为上行风险。点阵图: 全年降息指引持平 2 次, 预测分布略有上移。更低的增长预期、更高的通胀预期以及经济前景更大的不确定性让美联储陷入两难, 最终使得本次点阵图与去年 12 月相比没有显著变化、整体略有上移。① 2025 年: 预期全年累计降息 1-2-3 次的人数分别为 4-9-2 人, 较去年 12 月点阵图分别减少 1 人, 且预测全年不降息的人数由 12 月的 1 人增加至 4 人。因此, 虽然 3 月点阵图中值与众数均持平全年 2 次降息, 对应政策利率区间[3.75, 4.00]%, 但点阵图相比上期更加鹰派。② 2026-2027 年: 预计到 2026 年累计降息 2-3-4-5-6 次的人数分别为 1-2-9-1-3 人, 中值为 4 次, 对应政策利率区间[3.25, 3.50]%, 预测分歧仍然较大, 且有 3 人认为到 2026 年累计降息仅 1 次; 预计至 2027 年降息至 [3.0, 3.25]%. ③长期政策利率: 预期长期政策利率持平 3.0%, 且分布的离散性显示对长期利率预测仍存在高度不确定性。发布会: 更担忧经济下行而非通胀上行。①通胀前景方面, 认可关税对商品通胀的影响, 淡化短期通胀预期的上行。发布会上, Powell 首先被问到如何评估关税对美国通胀的影响。Powell 表示, 很难明确区分有多少通胀因素归因于关税, 现在研究关税对通胀的影响还为时尚早, 但确实有一些成本推动型通胀来自关税。部分受关税影响, 今年去通胀的进一步进展可能会延迟, 但基准情形是通胀是暂时的(transitory)。Powell 表示关注通胀预期的变化, 但认为近期密歇根大学通胀预期是一个异

常值；虽然短期通胀预期飙升，但长期通胀预期并没有显著变化，且长期通胀预期仍然与 2% 目标一致。②增长前景方面，认为经济基本面尚可，但对增长下行风险的担忧上升。一方面，Powell 认为虽然近期市场情绪等“软数据”走弱，但“硬数据”显示经济基本面仍然健康；消费者信心等市场情绪指标则与政府政策的重大变化有关。另一方面，Powell 对经济预测的变化进行了解读，认为 3 月经济预测反映了委员会对于增长疲软和通胀上行的风险均有所强化，二者对货币政策的影响相互抵消；预测者一定程度上提高了对衰退概率预期，虽然概率并不高。③降息前景方面，美联储仍然保持数据依赖，在被问到 5 月是否降息时，Powell 表示不急于降息。④缩表方面，表示放缓缩表不是政策变化的信号，更多是对流动性危机的未雨绸缪。本次会议声明放缓缩表步伐，略超市场预期。Powell 在发布会上表示，放缓缩表的决策来自近期 TGA 流量的影响。具体来说，我们理解由于当前面临债务上限约束，美国财政部当前无法新增债务，而是更多依靠 TGA 账面资金维持政府运转。如果 25Q3 债务上限危机解除，财政部将补发 25H1 未发行的债券给 TGA “充值”，届时 TGA 规模或从 0 提升至 7500 美元的理想水平。如果叠加 9 月纳税，可能给货币市场带来更大的流动性冲击。吸取了 2019 年 9 月与 2023 年 10 月类似情形的经验后，美联储开始提前布防以预防流动性危机。Powell 表示更早启动放缓缩表也能让结束缩表进程变得更加平滑（it means we will make reductions more slowly, but for longer），最终能以软着陆的形式结束。

展望与策略：重视短期增长的下行风险，年内首次降息或在 25Q2。市场对 3 月 FOMC 解读总体偏鸽，发布会结束后，6 月降息预期由 62% 升至 80%，2 年美债利率从 4.09% 下行至 3.97%，10 年美债利率从 4.32% 下行至 4.24%，美元指数下行 0.5 至 103.4；会议声明公布后和发布会期间，美股、美铜大涨，但在发布会结束后有所回撤。整体来看，本次 FOMC 会议的偏鸽主要来自两个部分：①放缓缩表略超预期；②虽然会议声明和经济预测显示经济不确定性变大，但发布会上 Powell 给经济下行赋予的权重（表示“衰退概率始终存在”、“问卷调查显示显著的经济不确定性与下行风险”等）明显大于通胀（“通胀预期没有失控”、“基准情形下通胀是暂时的”），这也导致点阵图与 12 月 FOMC 相比没有显著偏离。3 月 FOMC 会议显示了美联储已经开始更加重视关税对经济下行风险，而非仅强调其对通胀的上行风险，因此对双重目标的评估与降息决策更为审慎。向前看，对经济前景的不确定性意味着，短期内经济数据的走弱仍有机会令美联储前置降息。短期看，4 月 1 日的职位空缺与制造业 PMI、4 月 2 日的对等关税、4 月 4 日的非农料加剧市场波动，冲击美股风偏，或强化美联储在 25Q2 降息预期；中期看，特朗普的紧财政思路料贯穿 25Q2。虽然收紧财政是美国债台高筑客观约束下的必然选择，但从特朗普及其内阁近期频繁表态和预期管理来看，加码收紧乃“一石三鸟”之计：①做低基数，让 25H2 后的经济 and 美股有更大上涨空间；②甩锅拜登，把 25H1 经济与美股的下行归咎于拜登，把 25H2 经济与美股的上行归功自身；③倒逼降息，让美联储更早出来托底经济，同时压低收益率曲线，缓解利息负担，为未来宽财政腾出更多空间。因此，我们预期美联储降息有望进一步前置至 25Q2，全年降息 1-2 次。美债利率短期仍有望下探至 4%，但也需注意其在 25H2 反弹至 4.5% 以上的风险。

风险提示：特朗普政策落地节奏与预期相差较大；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 20250321：志邦转债：定制家居领军者

事件 志邦转债（113693.SH）于 2025 年 3 月 18 日开始网上申购：总发行规模为 6.70 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于广东小熊精品电器有限公司新建智能小家电制造基地(二期)项目。当前债底估值为 97.8 元，YTM 为 2.33%。志邦转债存续期为 6 年，中诚信国际信用评级有限责任公司资信评级为 AA/AA，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.3%、0.5%、0.8%、1.2%、1.8%、2.0%，公司到期赎回价格为票面面值的 110.00%（含最后一期利息），以 6 年 AA 中债企业债到期收益率 2.72%（2025-03-19）计算，纯债价值为 97.80 元，纯债对应的 YTM 为 2.33%，债底保护较好。当前转换平价为 104.9 元，平价溢价率为 -4.72%。转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止，即 2025 年 09 月 24 日至 2031 年 03 月 17 日。初始转股价 12.12 元/股，正股志邦家居 3 月 19 日的收盘价为 12.72 元，对应的转换平价为 104.95 元，平价溢价率为 -4.72%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为 11.24%。下修条款为“15/30，80%”，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 12.12 元计算，转债发行 6.70 亿元对总股本稀释率为 11.24%，对流通盘的稀释率为 11.29%，对股本有一定的摊薄压力。观点 我们预计志邦转债上市首日价格在 129.29~143.77 元之间，我们预计中签率为 0.0028%。综合可比标的以及实证结果，考虑到志邦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 30% 左右，对应的上市价格在 129.29~143.77 元之间。我们预计网上中签率为 0.0028%，建议积极申购。志邦家居主要从事整体橱柜业务，经过多年打造，已形成专门的产品系列，能够满足不同客户个性化的消费需求。凭借卓越的品质和口碑，公司获得中国环境标志认证产品等国内外权威部门授予的 60 余项认证和荣誉称号，同时成为国内诸多知名地产商的重要战略合作伙伴，产品远销海外，出口至澳洲、北美、东南亚、中东等国家和地区，品牌享誉全球。公司致力于为客户打造轻松、舒适、完备的整装家庭生活环境。2019 年以来公司营收稳步增长，2019-2023 年复合增速为 19.87%。自 2019 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率倒“M 型”波动，2019-2023 年复合增速为 19.87%。2023 年，公司实现营业收入 61.16 亿元，同比增加 13.50%。志邦家居营业收入主要来源于整体橱柜业务，产品结构年际变化。2021 年以来，志邦家居整体橱柜业务收入逐年递减，2021-2023 年整体橱柜业务收入占主营业务收入比重分别为 56.94%、53.11%和 55.07%，同时产品结构年际调整，其他主营业务规模占比稳定，定制衣柜、木门业务占比上升并趋于稳定。志邦家居销售净利率和毛利率下降，销售费用率上升，财务费用率和管理费用率维稳。2019-2023 年，公司销售净利率分别为 11.12%、10.30%、9.81%、9.96%和 9.73%，销售毛利率分别为 38.53%、38.07%、36.24%、37.69%和 37.07%。风险提示：申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭）

行业

推荐个股及其他点评

禾赛科技 (HSAI): 2024 业绩点评: 业绩及指引超预期, 有望继续受益于智驾平权及泛机器人渗透

投资要点 事件: 公司发布 2024 年第四季度财报, 2024Q4 实现营收 7.2 亿元, 同比+28%, 环比+33%; Non-GAAP 净利润 1.7 亿元, 同环比扭亏; 毛利率 39.0%, 同比减少 2.2pct, 环比减少 8.7pct。公司指引 2025 年收入 30-35 亿元, 同比+44%至+69%; 毛利率目标维持 40%, Non-GAAP 净利润 3.5-5.0 亿元, 同比+2455%至+3550%, 公司业绩及指引超出市场一致预期。 ADAS: 定点项目获里程碑, ATX 助力智驾平权 ADAS 激光雷达第四季度出货量同比+140%至 19.3 万台, 全年出货量同比+134%至 45.6 万台。定点项目获里程碑, 2024Q4 公司再获欧洲顶级 OEM 独家定点, 该项目首次实现新能源、燃油车双平台覆盖, 项目周期覆盖 2025-2030+, 为迄今全球最大 ADAS 激光雷达项目。产品方面, ATX 于 2025Q1 实现量产出货, 目前获 11 家 OEM (比亚迪、奇瑞、长城、长安、岚图等) 定点, 助力智驾平权。截至 2025M3, 公司已获 22 家 OEM ADAS 定点, 涉及 120 款车型。公司预计高性能 AT 系列与 ATX 产品价格维稳, 随 L3 普及激光雷达单车价值量有望提升。 泛机器人: 割草机器人带动销量增长, JT 系列增速迅猛 第四季度出货量同比+294%至 2.9 万台, 全年出货量同比+67%至 45.5 万台, 除 JT 系列外向 L4 客户交付 7000 台。2023 年全球割草机器人市场规模约 15 亿美元, 北美渗透率不足 5%, 随国内厂商技术突破, 智能割草机前期布线痛点得到解决, 渗透率有望快速提升, 带动机器人领域激光雷达销量增长。公司 JT 系列产品于 2024M12 实现量产, 首月出货 2+万台, 目前已率先应用于 MOVA 智能割草机器人与 Agtonomy 无人农业作业车。公司指引 2025 年将为 MOVA 割草机器人交付六位数订单量, 带动泛机器人出货量增长。 2025Q3 新产线投产, 全年指引超预期 公司两条国内新产线于 2025Q1 启动, 预计于 2025Q3 投产, 2025 年底总产能提升至 200 万台, 对应 2025 全年资本开支 0.3-0.5 亿美元。公司披露东南亚产能规划。公司指引 2025Q1 出货量 20 万台, 全年出货量 120-150 万台 (含泛机器人 20 万台, ATX 高六位数)。公司指引 2025 年收入 30-35 亿元, 同比+44%至+69%; 毛利率目标维持 40%, Non-GAAP 净利润 3.5-5.0 亿元, 同比+2455%至+3550%, 全年指引超预期。 盈利预测与投资评级: 我们认为今年是智驾下沉与 Robotaxi、作业机器人等泛机器人渗透的拐点年, 公司作为全球高性能激光雷达龙头有望充分受益, 我们将公司 2025/2026 年预期归母净利润从 0.1/0.6 亿美元上调至 0.3/0.7 亿美元, 并预测公司 2027 年归母净利润为 1.2 亿美元, 当前市值对应 PE 分别为 72/33/20 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 智驾发展不及预期、技术路径变更、竞争加剧

(证券分析师: 张良卫 证券分析师: 黄细里

研究助理: 李博韦 研究助理: 孙仁昊)

兆易创新 (603986): 利基/定制化 DRAM 大展宏图, 国产存储龙头再腾飞

投资要点 兆易创新致力于打造“感存算控连”一体化芯生态, 拥抱智能互联“芯”时代。兆易创新 2024 年业绩预计快速增长, 2024 年前三季度持续展现强劲增长势头, 收入和销量大幅增长。公司多产品线赛道布局, 支撑业务稳健发展, 目前主要产品线包括存储器、微控制器和传感器产品等。公司存储器产品分为三个部分, NOR Flash、

SLC Nand Flash 和 DRAM。 Nor Flash: 兼具高性能和高安全性, 满足多样化应用设计需求。公司是全球排名第二的 SPINOR Flash 公司。兆易创新 SPI NOR Flash 可提供多达 16 种容量选择, 覆盖 512Kb 到 2Gb, 可满足多种实时操作系统所需的不同存储空间。 NAND Flash: 为网通、安防、IOT、消费电子等应用提供大容量代码数据存储解决方案。公司小容量 SPI NAND Flash 产品, 可广泛应用于手机、机顶盒、数据卡、网通产品、通讯设备等消费类产品, 公司在技术、产品以及市场应用方面都处于领先地位。随着公司车规级 SLC NAND Flash 的量产, 将进一步拓展应用至汽车市场。 DRAM: 公司专注利基型 DRAM, 产品涵盖网络通信、工业、车载等领域, 已推出 DDR4、DDR3L, 未来将补齐 DDR4/LPDDR4 小容量产品, 并推进 LPDDR4 研发, 同时布局高端产品如 HBM、DDR5。利基型产品仍是公司主流。此外, 公司积极布局定制化存储业务, 核心受益端侧 AI 机遇。 MCU: MCU 产品线是公司重要战略方向, 全领域多产品布局。公司 MCU 涉及工业及其他应用领域, 新推高性能 MCU, 丰富内核产品阵容。车规领域发展迅速, 24 年 11 月新增募投项目完善汽车 MCU 布局。AI 时代, 公司加紧 “MCU+AI” 布局, 市场对 “MCU+AI” 需求因行业而异, 公司提供高性能 MCU 及电机控制解决方案助力客户开发。传感器: 公司指纹识别芯片处于国内领先, 为手机、智能门锁、笔记本提供方案, 已拓展至 PC 领域, 成为国内第二大指纹传感器。 投资建议: 预计兆易创新将在 2024 年至 2026 年实现收入 74.4/95.6/115.6 亿元, 归母净利润 10.52/16.49/22.31 亿元, 对应当前 PE 估值为 83/53/39 倍。考虑公司 Nor 业务份额、市场竞争力逐渐提升; MCU 业务受益国产化进展; DRAM 业务 25 年有望实现高速增长, 定制化 DRAM 深度受益端侧 AI 浪潮, 首次覆盖, 给予 “买入” 评级。 风险提示: 宏观环境和行业波动风险、供应链风险、人才流失风险。

(证券分析师: 陈海进 研究助理: 谢文嘉)

新奥能源 (02688.HK): 被低估的城市燃气龙头

投资要点 全国第三大燃气公司, 现金流良好匹配资本开支, 分红稳定提升。截至 2023 年底, 新奥能源在全国 21 个省份运营 260 个城市燃气项目, 覆盖 1.39 亿人口, 服务 3053 万个家庭用户及 25+ 万家企业客户, 零售气量占全国表观消费量 6.4%, 为全国第三大燃气公司。2023 年经营性现金流为 96.1 亿元, 净现比达到 1.2, 实现现金流与资本开支的良好匹配; 公司每股派息额由 2013 年的 0.38 元稳步增长至 2023 年的 2.67 元, 复合增速达 21.6%, 为股东创造长期稳定增长的回报。公司指引 2024 年分红比例 44% (以核心利润为基数), 分红比例逐年提高 3~4pct; 假设公司 25-26 年分红比例分别为 47%、50%, 根据盈利预测, 每股分红将达到 2.94、3.23 元/股, 对应股息率 5.4%、5.9% (2025/3/20)。 天然气业务: 价差修复, 气量稳定增长, 转售利润回落估值有望提升。公司天然气分销版图不断扩大, 截至 2024H1, 公司城市燃气项目数已经达到 260 个, 36% 的项目分布在人均 GDP 前十的省份/直辖市。2023 年工商业用户占 77.5%, 居民用户占 21.3%, 加气站用户占 1.2%; 截至 2024H1, 公司已有 59% 的项目进行了居民用气顺价。公司与三家国际 LNG 贸易商签订采购量合计 206 万吨/年的 LNG 长协, 长协挂靠低价低波动的 HH 指数, 降低综合用气成本。在 2022~2023 欧洲高气价的背景下, 公司将海外长协进行转口销售, 分别取得 23.4、15.0 亿元的海外转售利润, 占当年核心利润的 29.3%、19.8%; 因为该部分利润可持续性较差, 在欧洲气价回归后对应转售利润也将回归, 2022-2023 年公司估值回落。2024H1, 公司披露海外转售相关利润仅为 1.8 亿元, 占核心利润的 5.5%, 不可测利润充分消化,

公司整体估值有望回升。拓展智家、泛能业务，打造新增长点。智家业务：挖掘家庭用户，低覆盖度、高增速。2024H1 收入增速达到 22.4%，毛利率维持在 70%左右。公司加大业务开拓力度，客户覆盖度逐渐提升，2023 年新增客户覆盖度达到 79.9%、现有客户覆盖度达到 22.6%。2024H1 公司 C 端客单价达到 325 元/户，同比提升 79 元/户。泛能业务：挖掘工业用户需求，在手项目支撑业务高速发展。泛能业务为客户量身定制综合能源解决方案；能够为客户节省 10%的能源成本、投资回收期一般在 7-8 年。2024H1 收入增速达到 17.6%，毛利率维持在 13%左右；2024H1，能源销售量同比增长 45.0%至 197.4 亿千瓦时；公司累计投运 332 个项目，在建项目 72 个，在手项目支撑业务高速发展。盈利预测与投资评级：我们预计 2024-2026 年公司归母净利润为 68.07/70.84/73.17 亿元，同比-0.1%/+4.1%/+3.3%，对应当前 PE9.1/8.7/8.5 倍（估值日期 2025/3/20）。天然气销售业务稳定发展，泛能、智家业务快速增长，国际转售利润回落，估值待修复；与同业公司对比，公司估值偏低，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：经济增速不及预期，极端天气&国际局势变化，安全经营风险

（证券分析师：袁理 证券分析师：谷玥）

安踏体育 (02020.HK): 2024 年业绩点评: 新业态引领市场, 看好 25 年延续增势

投资要点 公司公布 2024 年度业绩：收入 708.3 亿元/yoy+13.6%，归母净利 156.0 亿元/yoy+52.4%，剔除 AmerSports 上市及配售利得的净利 119.3 亿元/yoy+16.5%。末期派息 118 港分/股，年度分红比例 51.4%。安踏品牌：多层级渠道战略成效显著，目标 2025 年增长高单位数。24 年收入 335.2 亿元/yoy+10.6%，其中 DTC/电商/批发收入分别同比+7.3%/+20.7%/-2.1%（分别占安踏品牌的 54%/36%/10%）。大体量头部品牌实现双位数收入增长，主要得益于“品牌向上，大众定位”战略成效：截至 24 年末，品牌开设不同店型 ARENA1 家、PALACE52 家、零碳 1 家、作品集 50 家、超级安踏 45 家、安踏冠军 80 家、安踏校园 25 家。一方面，安踏品牌在全国 300 个核心商圈收入同比增长超过 10%，其中 ARENA&PALACE 店型月店效超过 100 万元（相当于传统安踏店效的 3 倍以上），安踏冠军店月店效超过 50 万元，作品集店型月店效接近 50 万元（超过传统店铺 1 倍以上）&月坪效超过 3000 元，市场反响较好，公司预计 2025 年加大安踏冠军店开设（目标开店 100 家）。另一方面，面向大众市场的超级安踏不断调整，部分店铺店效提升显著，性价比跑鞋 PG7 不到半年内销售突破 200 万双。截至 24 年末成人/儿童门店分别 7135/2784 家，分别同比+82/+6 家。主品牌 2025 年目标收入增长高单位数。FILA：潮牌&儿童调整见效转为增长趋势，目标 2025 年增长中单位数。24 年收入 266.3 亿元/yoy+6.1%，其中鞋类收入同比增长超过双位数，24 年销量达到 2300 万双，潮牌&儿童经过 24Q3 调整，Q4 起流水增速已经转正。截至 24 年末 FILA 门店 1981 家/同比+39 家。FILA 目标 2025 年收入增长中单位数。其他品牌：规模超过 100 亿元，目标 2025 年增长超过 30%。24 年其他品牌收入 106.8 亿元/yoy+53.7%，其中我们估计迪桑特/可隆收入分别同比+40%+/+60%+；截至 24 年末迪桑特/可隆店铺分别 226/191 家（分别净增 39/27 家），月店效分别达到 240/160 万元。其他品牌目标 2025 年收入增长超过 30%。Amer Sports：24 年扭亏+上市和配售贡献一次性收益，目标 2025 年收入增长 13%-15%。24 年 Amer Sports 营收 372.6 亿元/yoy+20.4%，净利润 5.2 亿元/扭亏。24 年安踏体育分占联营/合营公司收益 1.98 亿元（23 年亏损 7.18 亿元），

同时 Amer Sports 上市及配售贡献一次性收益 36.7 亿元。25 年 Amer 目标收入同比增长 13%-15%，营业利润率同比改善 0.5pct，EPS 同比增长 36%-47%。24 年毛利率及经营利润率小幅下降。24 年公司毛利率 62.2%/yoy-0.4pct，经营利润率 23.4%/yoy-1.2pct，其中安踏/FILA/其他品牌毛利率分别同比-0.4/-1.2/-0.7pct 至 54.5%/67.8%/72.2%，经营利润率分别同比-0.8/-2.3/+1.5pct 至 21%/25.3%/28.6%。安踏利润率小幅下降主因电商占比提升，FILA 利润率下降主因加大商品面料、版型、技术研发方面的投入，其他品牌毛利率下降因可隆占比提升&经营利润率上升主因规模效应扩大。2025 年安踏/FILA 经营利润率目标分别为 20%-25%/25%左右。盈利预测与投资评级：考虑主品牌和 FILA 增长战略下短期盈利可能有小幅波动，我们将 25-26 年归母净利润从 136.5/153.7 亿元小幅调整为 132.3/147.6 亿元，增加 27 年预测值 164.3 亿元，对应 25-27 年 PE 为 18/16/15X，维持“买入”评级。风险提示：新零售业态进展不及预期，FILA 增长不及预期。

(证券分析师：汤军 证券分析师：赵艺原)

华住集团-S (01179.HK): 2024 年业绩公告点评: 2025 年保持高速开店及轻资产结构调整策略

投资要点 Q4 营收超指引，利润受汇兑亏损、DH 一次性成本和预扣税增加拖累：Q4 公司收入为 60.23 亿元，同比+7.8%，超出指引增速 1%~5%区间。Q4 经营利润为 9.02 亿元，同比+9.9%。Q4 实现归母净利润 0.49 亿元，2023 年同期为 7.43 亿元；其中 Q4 汇兑亏损 1.55 亿元，DH 分部因关店减值亏损 4.20 亿元、一次性重组成本 0.97 亿元，所得税同比增加 2.97 至 5.78 亿元，三项因素拖累利润端表现。公司 2024 年拟派现金股息 5 亿美元，分红率超 100%；股份回购 2.67 亿美元。大陆业务归母净利润同比+9%：大陆分部 Q4 收入 47.87 亿元，同比+9.2%，贡献归母净利润 3.58 亿元，同比-57%；DH 分部收入 12.36 亿元，同比+2.9%，贡献归母净利润-3.09 亿元，去年同期为 0.84 亿元，亏损增加主要由于减值亏损 4.2 亿元。2025 开店指引仍强劲：截至 2024Q4 末，大陆门店数达到 11025 家，yoy+19%，加盟门店数占比达到 95%。Q4 单季大陆新开 520 家，净开 318 家；全年新开 2430 家门店，超年初 2200 家指引，储备门店 2988 家环比增长。截至 Q4 末，大陆业务房量达 106 万间，yoy+20%；其中加盟房量 98 万间，yoy+23%，直营房量 8.3 万间，yoy-5%。分品牌来看，截至 Q4 末，公司中高端酒店数 935 家，同比+33%。公司预计 2025 年新开 2300 家，关店 600 家，净开 1700 家，指引仍强劲。Q1 营收增速指引 0~4%：2024Q4 华住部分 RevPar 为 235 元，同比-3.0%；其中 OCC 为 81.2%，同比+0.2pct，ADR 为 289 元，同比-3.2%。公司预计 Q3 营收同比增速 0%~4%，倒推 RevPar 为低单位数下滑；全年收入增速 2~6%，RevPar 有望逐季改善。盈利预测与投资评级：华住集团作为酒店行业龙头，品牌、流量、技术打造竞争壁垒，管理文化赋能业务发展，市场格局持续向好。我们调整 2025/2026 年和新增 2027 年盈利预测，预期 2025-2027 年归母净利润分别为 38.1/43.7/51.1 亿元（2025/2026 年前值为 40.7/44.8 亿元），对应 PE 估值为 22/19/17 倍，维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧，门店增长不及预期等。

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：石琦瑄
研究助理：王琳婧)

同程旅行 (00780.HK): 2024 年业绩公告点评: OTA 收入稳健增长，利润率持续提升

投资要点 Q4 营收和利润超指引上沿：Q4 营收为 42.38 亿元，同比+34.8%，超指引 25-30%上限，剔除度假板块并表因素，可比口径同比

+20.2%；归母净利润 3.51 亿元，同比+13.1%；经调整净利润 6.60 亿元，同比+36.8%，超业绩指引 5.8-6.3 亿。用户补贴收窄，销售费用率继续改善：Q4 毛利率 63.5%，同比-5.7pct，环比+0.1pct；销售/管理费用率分别为 30.3%/8.0%，同比-5.6/+4.4pct，环比+0.9/+1.5pct；经调整净利率 15.6%，同比+0.2pct，环比-2.7pct。利润端延续较好表现，得益于运营优化，销售费用率显著下降。预计 2025 年核心 OTA 收入同增 15~20%：Core OTA 板块同比+20.2%：其中，交通票务/住宿预订业务 Q4 收入分别为 17.23/11.35 亿元，同比+17%/29%，住宿业务增长超指引，系渗透率提升，酒店供给增加和交叉销售策略。2024 全年国际机票量/国际间夜量同比+130%/110%。其他业务收入 5.99 亿元，同比+15%，酒店管理规模近 2300 家，储备 1400 家。度假板块收入 7.80 亿元。公司预计 2025 年 core OTA 收入同增 15~20%。ARPU 同增 44%，消费频次提升至 8.1 次：截至 2024Q4 末，年度付费用户/年度累计服务人次分别为 2.38 亿人/19.28 亿人次，同比+1.5%/9.3%；用户购买频次为 8.1 次，2023/2019 年为 7.5/5.5 次；每用户平均收入（ARPU）同比增长 44%。Q4 平均月付费用户/交易额分别为 0.41 亿人/547 亿元，同比+9.3%/2.2%。盈利预测与投资评级：同程旅行积极运营微信流量实现加速成长，国内出行维持高景气，跨境旅游逐渐恢复，公司收紧用户补贴保证利润水平。我们调整 2025/2026 年和新增 2027 年盈利预测，预期 2025-2027 年归母净利润分别为 24.3/29.0/33.9 亿元（2025/2026 年前值为 26.5/32.7 亿元），对应 PE 估值为 16/14/12 倍。预计 2024 年经调整净利润为 34.0 亿元，对应 PE 为 12 倍，维持“增持”评级。风险提示：出行消费习惯变化，行业竞争加剧等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：石琦瑄

研究助理：王琳婧）

盛业（06069.HK）：守正出奇，新行业及平台化驱动长期增长

投资要点 公司是国内头部的供应链金融科技平台。公司是国内头部供应链金融科技平台，长期致力于通过科技手段“让供应链更高效，金融更普惠”。自 2014 年成立以来，公司经历了三个关键发展阶段：2014 年-2017 年，专注于供应链金融服务，主要依靠保理业务和销售保理资产获取收益；2017 年，公司开始构建供应链金融科技平台，业务模式向规模化和平台化发展，收入来源也扩展至数字金融解决方案和平台服务；2022 年后，公司定位为供应链科技平台，形成了数字金融解决方案、平台科技服务以及供应链资产的出售三大主营业务。通过深度融合产业数据和供应链科技，公司打造了一个高效、透明的供应链金融服务生态系统。供应链金融科技服务空间广阔，电商、AI 等行业值得期待。公司主要服务于基建工程、大宗商品和医药医疗三大行业，与 10 多家央企国企核心企业建立了合作关系，共同开拓约 4.3 万亿元的潜在市场规模。这些行业不仅市场规模庞大，而且具有较高的抗经济周期能力。公司积极布局新能源和跨境电商等战略性新兴产业，预计到 2025 年，中国电商市场规模将达到 60 万亿元，新能源市场规模将达到 5355 亿元，极具活力。公司凭借强大的科技平台和风控能力，有望在未来进一步扩大市场份额，提升渗透率。此外，公司通过与地方国企的合资合作，进一步增强了资金实力和市场影响力，有望提升盈利能力。保持高研发投入，看好 AI 驱动业务升级。公司科技实力和创新能力在行业中处于领先地位，截至 2024 年末，累计研发投入超过 2.5 亿元人民币，拥有 80 项国家发明专利及计算机软件著作权，覆盖云计算、大数据、物联网、智能风控等多个关键技术领域。公司通过 AI、RPA 等技术的应用，显著提升了运营效率和风控能力。通过构建盛易通风控平台、产业生态和资金监控三大核心要点，利用

绘制三大画像、多维度数据交叉验证和智能化监控等手段，降低交易风险，保障资金安全。此外，盛业通过“盛易通云平台”实现了融资全流程的线上化操作，显著提升了客户体验和业务处理效率。首次覆盖，给予“买入”评级。我们预计公司 2025/2026/2027 年归母净利润分别为 5.36/6.89/8.50 亿元，同比增速分别为 41%/29%/23%。考虑到公司所服务核心企业信用较高，新兴行业有望驱动未来持续的高增长，且平台收入占比持续提升，带来整体经营质量提升。我们看好公司深耕供应链金融及金融科技服务，带来业绩持续快速增长，参考行业平均估值情况以及公司利润增长预期，我们给予公司 2025 年归母净利润 25 倍 PE，对应目标价为 14.5 港币（港元汇率为 2025 年 3 月 20 日，1 港币=0.93 人民币），首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：行业政策监管风险；核心企业信用风险外溢；贸易真实性风险；外汇风险。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖）

金山软件 (03888.HK): 2024Q4 业绩点评: 业绩超我们预期, 看好双主业延续稳健增长

投资要点 事件: 2024Q4 公司实现营收 27.92 亿元, 同比增长 20.88%, 环比下降 4.20%, 归母净利润 4.60 亿元, 同比增长 124.03%, 环比增长 11.32%, 利润超过我们预期。 游戏业务: 存量游戏运营稳健, 期待新游赛道突破。2024Q4 公司游戏业务实现营收 12.91 亿元, yoy+26.05%, qoq-24.40%, 营收占比 46.24%, 营收同比提升主要系: 1)《剑网 3 无界》于 2024 年上线, 提升《剑网 3》玩家活跃度, 2) 二次元游戏《尘白禁区》内容更新带来流水增量; 环比下降主要系部分游戏商业化内容发布减少所致。新游方面, 面向全球市场的科幻机甲游戏《解限机》、经典剑侠系列手游《剑侠情缘·零》计划于 2025H1 上线, 自研射击游戏《兽猎突袭》计划于 2025 年 4 月上线 Steam、Epic 等平台。我们看好公司存量游戏延续长线运营, 贡献稳健业绩, 新游有望实现新 IP、新赛道突破, 丰富公司产品管线并带来业绩增量。 办公业务: AI 提升产品力, 看好用户规模及商业化双增长。2024Q4 公司办公业务实现营收 15.01 亿元, yoy+16.76%, qoq+24.39%, 营收占比 53.76%, 截至 2024 年末, 公司全球 WPS Office 月活超 6.32 亿, yoy+6%, qoq+3%。公司营收同比提升主要系 AI 和协作能力以及典型行业解决方案的复制, 加速付费企业增长, 带来 WPS365 增长, 以及会员权益升级及 AI 功能提高付费率, 推动 WPS 个人业务增长, 环比提升主要系 WPS 软件业务的季节性增长, 以及 WPS 个人和 WPS365 业务的持续增长。展望后续, 1) WPS 个人业务国内有望通过 AI 功能进一步促进付费转化, 同时积极拓展海外高价值市场, 带来月活规模增长; 2) WPS365 全新升级, 打通文档、协作、AI 三大能力, 实现一站式办公, 同时发布 WPS AI 政务版, 有望加速付费企业及信创增长。费用管控良好, 盈利能力提升。2024Q4 公司销售/研发/管理费用率分别为 12.19%/26.16%/5.47%, 同比变动-4.14pct/-3.49pct/-1.94pct, 环比变动-0.33pct/-3.38pct/-0.22pct, 销售费用率同环比下降主要系游戏营销支出减少, 部分被办公业务加大推广所抵消, 研发费用率环比下降主要系计提的绩效奖金减少所致。2024Q4 公司归母净利率 16.48%, yoy+7.59pct, qoq+2.30pct。 盈利预测与投资评级: 我们看好 AI 驱动办公业务增长, 期待新游兑现, 我们略上调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测, 预计归母净利润分别为 18.67/23.04/27.35 亿元(2025-2026 年前值为 18.42/22.39 亿元), 对应当前股价 PE 分别为 27/22/18 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 存量流水下滑风险, 新游流水不及预期风险, 办公业务进展不及预期风险, 行业监管风险

(证券分析师: 张良卫 证券分析师: 周良玖)

证券分析师: 陈欣)

山金国际 (000975): 2024 年年报点评: 黄金价格趋势上行公司业绩再创新高

投资要点 事件: 公司披露 2024 年年报, 业绩同比大幅增长。2024 年公司实现营收 135.85 亿元, 同比+67.60%; 归母净利润 21.73 亿元, 同比+52.57%; 公司第四季度实现营收 15.14 亿元, 同比+49.8%, 归母净利润 4.46 亿元, 同比+45.7%。 公司黄金业务量价齐增, 业绩释放具备弹性: 1) 量: 2024 年公司超额完成多项金属年度生产任务, ①公司合质金全年产量 8.04 吨, 同比增长 14.69%, 其中公司三大主力矿山黑河洛克/吉林版庙子/青海大柴旦全年产量分别为 2.21/2.32/3.51 吨; ②公司矿产银全年产量 196.05 吨, 同比增长 1.58%; 铅/锌分别完成全年生产 1.27/1.71 万吨, 同比增长 34.2%/3.9%; 2) 价: 2024 年公司销售黄金均价为 549.60 元/克, 同比增长 22.23%; 销售白银均价(税前) 5.61 元/克, 同比增长 21.69%; 销售铅/锌均价(税前) 分别为 1.40/1.71 万元/吨, 同比分别增长 2.3%/32.5%。 公司成本管控优异, 黄金克金成本显著下降, 黄金业务毛利率提升: 受益于公司开采金矿品位提升, 以及矿端营运管理的持续优化, 2024 年公司矿产金合并摊销后克金成本为 145.4 元/克, 较 2023 年 176.42 元/克的克金成本大幅下降; 结合年内黄金价格的大幅上行, 公司 2024 年矿产金业务毛利率达 73.54%, 同比增长 12.78pct。 全球孤立主力盛行, 抓住财政与货币宽松周期下的再通胀行情: 1) 在逆全球化、经济发展不确定性较高的情况下, 新兴市场国家央行需要增加黄金储备来稳定本国汇率稳定、降低经济波动风险。随着印度、中国等新兴国家持续增持黄金, 我们预计各国央行将在未来数年维持 800-1200 吨/年的购金量级; 2) 在中国经济全面复苏, 以及美国经济陷入“滞胀”周期的背景下, 我们认为中美两国财政以及货币的宽松周期有望延续, 在实际利率长期走低的预期下, 黄金价格有望长期走牛。 盈利预测与投资评级: 我们继续看好公司在黄金牛市大周期下的盈利能力, 基于 2025/2026/2027 年矿产金产量 8.5/11/14 吨, 以及黄金价格长期上行的判断, 我们上调公司 2025-26 年归母净利润为 33.18/44.23 亿元(前值为 31.87/37.79 亿元), 新增 2027 归母净利润预测值为 55.91 亿元, 对应 2025-27 年的 PE 分别为 15.69/11.77/9.31 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 美元持续走强风险; 中美财政及货币紧缩风险; 海外恶性通胀导致美联储加息风险。

(证券分析师: 孟祥文 证券分析师: 徐毅达)

百合股份 (603102): 百合生幽谷, 久有凌云志

投资要点 砥砺二十载, 成就保健品巨头。百合股份起家于山东省十大渔业集团之一的鸿洋神, 2005 年威海百合正式成立, 砥砺二十载, 现已打造保健品代工为主、自有品牌销售为辅的业务矩阵。公司战略连贯、基本面稳健: 2016-2023 年营收/归母净利润 CAGR 分别为 13.23%/15.53%。 保健品行业长坡厚雪, 代工有望集中。(1) 2010-2023 年全球维生素和膳食补充剂零售额 CAGR 为 4%, 同期我国增速为 9%, 高于世界平均水平。考虑到老龄化支撑、居民健康意识提升以及行业向着年轻化、下沉化方向发展, 据欧睿国际, 预计未来三年保健品市场规模增速有望维持在 6%左右。(2) 构建渠道优势是关键, 我国保健品行业的核心销售渠道经历了直销-药房-电商三次切换, 2019 年以来线上转型更明确: 2010-2024 年线上电商销售额占比已由 3.1%提升 58%。(3) 2023 年我国营养保健品代工市场规模约 35 亿美元, 但 CR5 低于 20%, 随着产业链效率及专业性提升, 保健品代工环节有

望趋向集中，看好头部代工份额增长。 合同代工：研发领航，增量可期。(1) 公司研发端高举高打，特设专家团队进行批文维护：截至 2023 年，百合股份保健品批文数量国内第一，共计 1302 个，其中 2023 年新增备案 147 个。(2) 错位竞争，公司主动降低市场准入门槛，为中小品牌提供小批量、定制化服务，下游客户类型多元且分散，2023 年前五大客户收入占比仅 15.67%，公司议价权强、订单利润率高。(3) 公司拥有稀缺的柔性供应链，能够实现多剂型、多规格产品的快速切换，有望赋能以电商品牌、线下连锁药店、会员商超等为代表的新客户开拓。 自主品牌：错位竞争，打开局面。公司旗下现有百合康、鸿洋神等六大品牌，下游结构同样分散（线下直营合作方多为小体量的区域性连锁药房），公司采取“平价快销”的模式，平价销售、让利渠道，实现自主品牌收入的逆势增长：2024H1 自有品牌营收增长 1.34%，同期实体药店整体零售额/保健品类销售额同比分别-3.70%/-30%，药房渠道的费用补贴有望常态化，或带动自主品牌逆势提升份额。 盈利预测与投资评级：我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 1.56/1.77/2.02 亿元，同比增速为-7.88%/13.82%/13.85%，EPS 分 2.43/2.77/3.15 元，对应当前 PE 为 16.01x、14.07x、12.36x，对比可比公司当下估值具备性价比，首次覆盖，给予“买入”评级。 风险提示：市场竞争的风险、原材料成本上涨、产品销售不达预期的风险。

(证券分析师：苏钺 证券分析师：邓洁)

雷特科技 (832110)：智能照明“小巨人”，智能家居拓展新增长极

投资要点 深耕智能照明领域，业绩逐步企稳回升。公司成立于 2003 年，主营业务是智能电源、LED 控制器产品。逐步渗透智能家居等新兴领域。二十载苦练内功，2022 年 12 月北交所正式上市。2023 年受智能照明类产品海外需求下滑及原材料价格波动影响，营业收入增速有所放缓，2024 年盈利企稳回升，公司预计 2024 年实现归母净利润 0.44 亿元，同增 28%。 智能照明前景广阔，智能家居领域赋予新增长。1) 智能控制器行业规模持续扩大，下游应用场景丰富：智能控制器处于整个产业链的中游，下游主要应用于智能家居、家用电器、汽车电子、电动工具等领域。全球智能照明控制市场规模持续扩大，预计在 2031 年达到 202.2 亿美元。2) 智能照明市场空间广阔，2030 年有望超 700 亿美元：下游需求引领智能照明市场规模高速增长，全球规模在 2030 年预计达 723.5 亿美元。中国智能电源的市场需求呈现增长趋势，未来中国智能电源市场成长空间广阔。3) 智能家居市场需求持续高增：在 AIoT 技术发展的带动下，各种智能家居产品层出不穷，智能家居市场愈发广阔。2024 年全球智能家居市场规模为 1544 亿美元，预计到 2029 年市场规模将达到 2506 亿美元，年均复合增长率为 10.17%。 拓展智能家居新兴领域，产能扩张助力公司成长。1) 产品矩阵丰富，锁定中高端场景，智能家居助力新成长。雷特科技以智能照明控制系统、智能电源和智能家居三大硬件产品线为核心，满足中高端市场对个性化和智能化照明控制的需求，公司产品广泛应用于世界各地的著名地标建筑、主题乐园、星级酒店等场所，形成全球化营销网络布局。2) 雷特科技在智能电源领域展现出显著的技术优势和创新能力。公司紧跟行业技术发展趋势，通过多年自主研发，已经形成并熟练掌握嵌入式软件与多种算法控制技术、T-PWM 超深度调光技术、长距离数据传输技术、信号自动识别与兼容技术等行业内多项核心技术。公司开创的 T-PWM 超深度调光技术，以闪、细、精、深四大特点，提升了调光技术水平。3) 公司产能扩张，募资扩产助力公司成长：公司于北交所上市后募资 1.38 亿元用于 LED 控制器和智能电源扩产建设项目，新产能投放助力公司更好获取客户与订单，助力公

司成长。 盈利预测与投资评级：我们预计公司 2024/2025/2026 年归母净利润分别为 0.44/0.51/0.58 亿元，同比增长 28%/14%/15%，考虑到公司 2025 年智能电源销售额稳健增长，智能家居新兴领域市场份额快速提升，业绩有望继续高增，首次覆盖，给予“增持”评级。 风险提示：行业竞争加剧、需求不及预期、汇率波动风险、募投项目实施风险。

（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）

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>