

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-03-20

宏观策略

2025 年 03 月 20 日

宏观点评 20250319：德国 ZEW 投资者预期指数创两年内最高水平

德国财政支出扩张与商业景气度：在德国议会就旨在摆脱债务刹车机制的历史性立法进行辩论之际，ZEW 投资者预期指数在 3 月份飙升至两年来的最高水平，达到 3 年来的高位 51.6，高于市场预期的 48.3，且较 2 月份的 26.0 近乎翻倍。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。

晨会编辑 李勇

执业证书：S0600519040001

010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

固收金工

固收深度报告 20250317：一文读懂中资美元城投债现状

核心观点：当前高收益级中资美元城投债和投资级别中资美元城投债的利差水平分别为 313BP 和 86BP，均处于历史极低位置，但高收益级的利差压缩空间较投资级别更为充裕，因此在化债逻辑护航叠加低利率时代期间高收益资产日渐稀缺的背景下，高收益级中资美元城投债短期内因收益水平兼具较强的吸引力和尚可的安全性而值得加以关注，同时投资级别中资美元城投债的配置价值在未来短期内的震荡行情中同样浮现，故可静待债市经过调整后估值偏低的时点再行入场。风险提示：数据统计偏差；城投政策超预期收紧；海外政策对经济的扰动超预期。

固收周报 20250316：金融数据及降准预期

风险提示：（1）财政政策力度不及预期：若财政政策的实际实施力度未能达到市场预期，可能无法充分刺激经济增长。（2）海外政策对经济的扰动超预期：海外政策的不确定性因素较多，需考虑由此带来的潜在

固收周报 20250316：中低价转债估值或仍具韧性

综合来看，我们认为伴随中低价标的平价阶段性抬升，估值的被动压缩与主动修复会顺次发生，存在转债版“戴维斯”双击的可能，同时辅以博弈新旧顺周期标的的下修、交易性标的负溢价率修复的择时策略，以平衡配置与交易两方的资金需求。

固收点评 20250316：绿色债券周度数据跟踪（20250310-20250314）

本周（20250310-20250314）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 8 只，合计发行规模约 81.10 亿元，较上周增加 36.20 亿元。绿色债券周成交额合计 474 亿元，较上周减少 88 亿元。

固收点评 20250315：二级资本债周度数据跟踪（20250310-20250314）

本周（20250310-20250314）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 2390 亿元，较上周增加 463 亿元。

行业

计算机行业点评报告：脑机接口进展更新：纳入医保，持续突破

投资建议：侵入式技术持续突破将推动消费和医疗康复市场提升对脑机接口技术认知，2025 年有望持续突破，非侵入式脑机接口产品商业化落地有望加速。建议关注自身或参股公司领先布局脑机接口技术的标的：塞

力医疗、岩山科技、三博脑科、诚益通、创新医疗、狄耐克等。 风险提示：政策推进不及预期，行业竞争加剧。

非银金融行业点评报告：券商各口径代销市占均提升，ETF 优势显著——公募基金代销保有规模点评

事件：基金业协会披露 2024 年各机构公募基金销售保有规模百强榜单。独立销售机构：头部独立代销机构地位稳固。蚂蚁基金 2 季度权益基金保有规模逆市大幅提升，主要是受益于 ETF 基金的销售。相较基金公司直销及证券、银行等传统销售机构，独立销售机构具有显著的入口优势、流量优势和场景优势，且专业化程度日渐完善，加之在独立销售机构上申购基金费率折扣力度很大，我们认为独立基金销售机构可以更好更快地把平台活跃用户转化成为基金客户、且成本更低，从而实现较好的利润水平。蚂蚁基金股+混合口径下在上半年首次超越招商银行，排名行业第一；天天基金凭借渠道和先发优势，两口径下连续十二个季度排名第三。 券商：ETF 优势显著，各口径保有规模及市占均提升，看好未来提升空间。尽管从代销规模来看，券商的代销规模仍低于银行及第三方独立机构（尤其在非货口径下），但由于 ETF 优势显著，2024 年末各口径券商市占均有提升。股票型指数基金口径下，中信、华泰、银河分别位列第 2、3、6 名。近年来，券商财富管理转型步伐加快，在组织架构以及产品引入上比银行更具灵活性，有较大上升空间。 风险提示：资本市场大幅下跌带来业绩和估值的双重压力；日均交易额、两融等持续低位造成券商收入下滑；股票质押发生风险，券商减值将大幅增加。

环保行业跟踪周报：促进环保装备制造业高质量发展，垃圾焚烧与 IDC 合作复制中

政策跟踪：三部门提出促进环保装备制造业高质量发展，明确绿色、低碳、循环发展导向。工信部等三部门联合发布《促进环保装备制造业高质量发展的若干意见》，着力推动环保装备制造业持续健康稳定发展，打造具有国际竞争优势的万亿级产业。《意见》提出到 2027 年，先进技术装备市场占有率显著提升，重点领域技术装备产业链“短板”基本补齐，“长板”技术装备形成国内主导、国外走出去的优势格局。到 2030 年，环保技术装备产业链“短板”自主可控，长板技术装备优势进一步扩大，环保装备制造业从传统的污染治理向绿色、低碳、循环发展全面升级。 公司跟踪：1) 伟明环保：与龙湾区携手共建智算中心，垃圾焚烧+IDC 复制中。3 月 15 日，龙湾区人民政府与伟明签订战略合作协议，伟明依托绿色能源及算力基础设施建设优势，提出“从卖电力向卖算力转型”的战略转型构想。伟明环保龙湾区固废项目设计规模 2025 吨/日（一期 675 吨/日+二期 1350 吨/日），发电功率 55MW（一期 18MW+二期 37MW），我们预计年上网电量约 2.5 亿度，参照上海黎明项目足以匹配万卡中心！2) 旺能环境：控股股东发布增持计划，彰显未来发展信心。公司控股股东美欣达集团计划自本公告披露日起 6 个月内，通过深圳证券交易所集中竞价交易方式增持公司股份，增持总金额不低于人民币 1 亿元，不超过人民币 2 亿元。本次增持计划不设定价格区间，增持资金来源于美欣达集团自有资金及增持专项贷款资金，其中自有资金占比不低于 10%，增持专项贷款金额占比不超过 90%。 风险提示：政策推广不及预期，财政支出低于预期，行业竞争加剧。

推荐个股及其他点评

华润啤酒 (00291.HK): 2024 年业绩公告点评: 梳理提效, 来年可期

华润啤酒发布 2024 年年报, 2024 年/2024H2 公司实现营收 386.35/148.91 亿元, 同比-0.76%/-1.13%; 2024 年实现股东应占溢利 47.39 亿元, 同比-8.03%。

小鹏汽车-W (09868.HK): 2024Q4 季报点评: Q4 量利齐升, 新车周期+智驾迭代行稳致远

盈利预测与投资评级: 考虑到公司 AI 战略驱动整车交付持续上升, 短期持续加大研发和销售力度, 我们上调公司 2025~2026 年营业收入预期分别为 990/1678 亿元 (原值为 907/1525 亿元), 同比分别+142%/+70%, 新增 2027 年营业收入预期为 2493 亿元, 同比+49%。下调 2025 年归母净利润为 11 亿元 (原值为 13 亿元), 上调 2026 年归母净利润为 76 亿元 (原值为 74 亿元), 2026 年同比+608%, 新增 2027 年归母净利润预期 120 亿元, 同比+58%。2025/2026/2027 年 EPS 分别为 0.56/3.99/6.30 元, 对应 PE 分别为 155/22/14 倍, 考虑公司预计 2025 年归母净利润实现扭亏, 维持公司“买入”评级。

厦厦精密 (001306): 小模数齿轮龙头, 人形机器人领域布局打开成长空间

风险提示: 减速器产品研发不及预期, 人形机器人量产进度不及预期, 宏观经济风险。

东阿阿胶 (000423): 2024 年年报点评: 四季度在高基数下保持稳健增长, 持续高分红回报股东

事件: 2024 年, 公司实现营收 59.21 亿元 (+25.57%, 较 2023 年同期增长 25.57%, 下同), 归母净利润 15.57 亿元 (+35.29%), 扣非归母净利润 14.42 亿元 (+33.17%), 经营活动产生的现金流量净额为 21.71 亿元 (+11.16%); 单 Q4 季度, 公司实现营收 15.92 亿元 (+23.67%), 归母净利润 4.05 亿元 (+10.30%), 在 2023 年 Q4 高基数下仍保持稳健增长, 扣非归母净利润 3.75 亿元 (-1.94%), 业绩符合预期。盈利预测与投资评级: 考虑到公司阿胶系列产品增长显著, 我们将 2025-2026 年归母净利润由 16.82/19.95 亿元上调为 18.64/22.15 亿元, 2027 年预计为 25.65 亿元, 对应 PE 估值为 20/17/15X。维持“买入”评级。风险提示: 市场竞争加剧风险, 政策风险等。

开发科技 (920029): 欧洲市场先发布局筑品牌壁垒, 受益能源数字化转型存量与新增双重红利

开发科技: 深耕境外智能计量市场二十余年, 国内领先实现欧洲发达国家市场规模出货。公司前身为深科技计量系统事业部, 是较早成功开拓欧洲市场且具备一定出货规模的中国智能计量企业之一, 主要产品为智能计量终端和 AMI 系统软件, 参与过意大利、英国、荷兰、挪威、瑞典、奥地利以及葡萄牙等多个欧洲大规模智能电表部署项目, 累计向欧洲出口逾 5,000 万套智能计量终端。口碑、技术、资质及本地化服务等优势显著, 境外市场中标率较高, 同时积极拓展境内市场, 伴随募投项目打破产能瓶颈、夯实技术优势、扩展营销网络, 公司业绩有望获得良好支撑。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 7.29/8.57/9.76 亿元, 对应发行市值的 PE 估值分别为 4.18/3.56/3.12 倍, 新股报告暂无投资评级。风险提示: 1) 境外市场经营; 2) 客户可持续性。3) 研发不及预期。

豪迈科技 (002595): 2024 年报点评: 业绩符合预期, 三大业务齐头并进

盈利预测与投资评级: 我们上调公司 2025-2026 年归母净利润预测分别

为 23.35 (原值 22.56) /27.63 (原值 25.24) 亿元, 预计 2027 年归母净利润为 31.90 亿元, 当前股价对应动态 PE 分别为 18/15/13 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 轮胎模具需求不及预期、研发进度不及预期、宏观经济风险。

中国神华 (601088): 黄骅港扩建点评: 中国最大煤炭运输港再扩建, 中国神华煤炭行业龙头效应持续增强

盈利预测与投资评级: 公司业务模式国内外绝无仅有, 属于较为稀缺的偏资源型煤电一体化运营公司。公司经营平稳, 且稳定成长, 兼具稳定分红特征。我们基本维持 24-26 年的归母净利润为 596.62 亿元、602.97 亿元和 612.28 亿元, 24-26 年 EPS 分别为 3.00/3.03/3.08 元/股, 对应公司 PE12.63/12.50/12.31 倍。再者, 公司承诺 2025-2027 年度期间, 每年以现金方式分配的利润不少于当年公司实现的归属于本公司股东的净利润的 65%, 按照 2025 年 3 月 18 日公司收盘价计算, 预计 2024 年分红股息率为 5.51%。因此考虑公司兼具稳定成长和高股息避险属性, 我们维持公司“买入”评级。 风险提示: 国内经济增速大幅下滑, 煤炭下游需求不及预期, 安全生产事故导致煤炭产量不及预期。

中裕科技 (871694): 2024 年报点评: 页岩油气需求减少致业绩承压, 关注沙特本土化生产与新品拓展

公司发布 2024 年度报告, 实现营业收入 5.99 亿元, 同比-10.23%; 归母净利润 1.05 亿元, 同比-17.32%; 扣非归母净利润 0.95 亿元, 同比-21.83%。公司营收同比下滑, 主要系 1) 美国与中东市场订单同比减少; 2) 虽然普通轻型输送软管产品销量增加, 但高单价的耐高压大流量输送软管产品销量同比下降, 导致公司营业总收入减少。此外, 2024 年公司股权激励计划产生的股份支付费用增加, 海运费同比增加, 中裕阿联酋和中裕沙特公司仍处筹建期, 相应运营费用亦有所增加, 致使公司利润端下滑幅度高于营收端。预计公司 2025-2027 年归母净利润 1.16/1.39/1.65 亿元 (2025/2026 前值为 1.38/1.97), 最新市值对应 PE 为 19.15/16.01/13.48x。考虑到沙特本土化生产优势及新品产能建设稳步推进, 向上仍有空间, 维持“增持”评级。风险提示: 1) 市场不及预期; 2) 原料价格波动; 3) 国际贸易摩擦。

老虎证券 (TIGR.O): 2024 年年报点评: 港美股成交活跃, 推动佣金及利息净收入大幅增长

盈利预测与投资评级: 结合公司 2024 年经营情况, 叠加我们对公司全球业务稳健发展的预期, 我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 0.96/1.16/1.37 亿美元, 当前市值对应 2025-2027 年 PE 估值分别为 18.59/15.41/13.06 倍 (PE 计算口径为收盘价/EPADS)。我们看好公司持续拓展海外市场, 加速用户规模扩张, 公司中长期成长空间可观, 首次覆盖, 给予“买入”评级。 风险提示: 监管趋严抑制业务创新, 行业竞争加剧, 权益市场大幅波动。

海天国际 (01882.HK): 2024 年业绩公告点评: 营收稳健增长, 全球化布局加速

盈利预测与投资评级: 考虑到公司龙头优势持续巩固, 海外渠道布局不断兑现业绩, 我们上调公司 2025-2026 年归母净利润预测分别为 35.22 (原值 32.50) /39.08 (原值 36.78) 亿元, 预测 2027 年归母净利润为 42.94 亿元, 当前市值对应 PE 分别为 9/9/8 倍, 维持公司“买入”评级。 风险提示: 制造业复苏不及预期, 注塑机需求不及预期, 行业竞争加剧。

比亚迪 (002594): 发布超级 e 平台, 兆瓦闪充开启油电同速

盈利预测与投资评级: 我们维持公司 24-26 年归母净利润 400/530/651 亿元的预期, 同增 33%/32%/23%, 对应 PE 29/22/18x, 给予 25 年 28x, 目标价 488 元, 维持“买入”评级。 风险提示: 原材料价格波动, 销量不及预期。

钧达股份 (002865): 2024 年报点评: 24 年 N 型出货行业领先, 25Q2 抢装涨价进行中

盈利预测与投资评级: 我们基本维持 2025-2026 年盈利预测、新增 2027 年盈利预测, 预计公司 2025 年-2027 年归母净利润 11.00/17.25/20.85 亿元 (2025 年、2026 年前值为 11.06/17.36 亿元), 同增 286.14%/56.78%/20.89%。基于公司光伏电池龙头地位, 我们给予公司 2025 年 15X, 对应目标价 72 元, 维持“买入”评级。 风险提示: 政策不及预期, 竞争加剧等。

思摩尔国际 (06969.HK): 2024 年业绩公告点评: 雾化电子 H2 增速转正, HNB 有望释放利润弹性

盈利预测与投资评级: 思摩尔国际是全球雾化科技龙头, 与大客户绑定深耕雾化电子赛道, 加大研发投入发展多元业务, 未来或将受益于欧洲和美国电子烟监管趋严, 加热不燃烧业务有望打造第二曲线。我们微调 2025/2026 年和新增 2027 年盈利预测, 预计公司 2025-2027 年归母净利润为 16.4/22.2/28.7 亿元 (2025/2026 年前值为 16.6/22.4 亿元), 对应 PE 为 47/35/27 倍, 维持“增持”评级。 风险提示: 监管政策不确定性、新业务推广不及预期、市场竞争加剧等。

美图公司 (01357.HK): 2024 年业绩报点评: 业绩落于预告上限, 生产力及全球化战略加速

盈利预测与投资评级: 我们看好公司生产力与全球化战略推进, 经营杠杆效应有望继续显现, 上调 2025-2026 年并新增 2027 年业绩预期, 预计 2025-2027 年经调整归母净利润分别为 9.14/12.02/15.56 亿元 (25-26 年前值为 9.01/11.81 亿元), 对应当前股价 PE 分别为 29/22/17 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: AI 技术及应用不及预期, 生产力与全球化战略不及预期风险

道通科技 (688208): 25Q1 业绩预告点评: 业绩高增, 期待 AI 赋能新老业务发展

投资要点 事件: 公司发布业绩预告, 2025Q1 公司预计实现归母净利润 1.8-2.0 亿元, 同比+44.3 至+60.3%, 中值 1.9 亿元对应同比+52.3%, 实现归母扣非净利润 1.8-2.0 亿元, 同比+44.1%至 60.1%, 中值 1.9 亿元对应同比+52.1%。受 AI 赋能数智维修、数智能源业务及日常经营等因素推动, 市占率、运营效率及盈利能力提升。 AI 机器人积极推进能源、交通等领域应用落地 公司持续推进并不断优化团队实力、解决方案、客户拓展、生态建设等方面的布局和能力, 同时积极推进以巡检垂域大模型为核心的空地一体解决方案在能源、交通等领域的应用落地, 为公司的未来发展蓄势聚力, 有望导入中石油区域油田、河北高速、南网科技、国网智能等潜在客户, 积极推进能源、交通等领域应用落地。 公司深入布局充电桩领域, 有望持续受益于海外增长 北美充电桩空间尚广阔, 公司兼具品牌、市场、服务及全球供应链等系统性优势。根据 AFSL, 美国 2024 年 1-11 月累计新增公桩 3.6 万台, 同比+15.5%, 其中直流快充累计新增 1.1 万台, 同比+30.6%, 后续增长仍可期。我们认为公司凭借产品与销售网

络持续布局仍将充分享受美国充电桩市场发展红利。 数字维修压舱石稳固,持续深耕构筑壁垒 公司长期深耕北美、欧洲为主的海外汽车后市场,持续巩固技术实力、产品竞争力、市场占有率等方面优势,行业地位稳固。公司推出数智维修行业大模型,使得维修更智能、更简单、更高效,极大提高诊断产品数智化水平,全面提升用户极致体验。AI 赋能逐步提高市场占有率,目前公司以 32.7%的全球市占率超越博世、实耐宝等传统巨头。 盈利预测与投资评级: 考虑到公司三项业务全面铺开, AI 有望对新、老业务全面赋能,我们将公司 2024/2025/2026 年预期归母净利润由 6.4/7.7/9.4 亿元调整为 6.4/7.9/9.5 亿元, 2025 年 3 月 18 日收盘价对应 PE 分别为 33.1/26.7/22.2 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 海外电动车渗透不及预期; 海外市场需求不及预期; 政策支持不及预期; 机器人相关需求不及预期; 公司新业务扩张不及预期。

宏观策略

宏观点评 20250319：德国 ZEW 投资者预期指数创两年内最高水平

1.2 月核心零售销售好于预期：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%；核心对照组环比+1%，预期+0.4%，前值由-0.8%下修至-1%。其中，电子商务、健康及个人护理等项目大幅增长。 2.纽约联储制造业调查不及预期：3 月纽约联储制造业指数录得-20，低于预期的-2 和前值的 5.7。其中，新订单指数下跌 26 至-14.9，出货指数下跌 23 至-8.5，库存指数上升 5 点至 13.3，为两年多以来的最高值。企业对前景的乐观情绪继续下降。 3.股市波动预期下降：据彭博，在 2 月 20 日 VIX 指数的认购/认沽比率共同触及 1 年高点后，该比率已降至目前几乎减半，创下自去年 11 月以来最低，同样，对冲标普 500ETF 下跌 10%的成本接近自 2023 年以来的最低水平。 4.美股的市场动荡事件与股市实际价值变动：尽管经历了多次市场崩溃，但长期来看，股市仍然呈现上升趋势。 5.美股资金流动：高盛的卖空篮子指数显示，过去两天美股出现了自去年 7 月以来最大的空头挤压。TQQQ 交易员往往是逆向交易者，他们在股票崩盘时买入，在市场反弹时卖出。而现在这些逆向交易员正在买入，以期反弹。 6.德国财政支出扩张与商业景气度：在德国议会就旨在摆脱债务刹车机制的历史性立法进行辩论之际，ZEW 投资者预期指数在 3 月份飙升至两年来的最高水平，达到 3 年来的高位 51.6，高于市场预期的 48.3，且较 2 月份的 26.0 近乎翻倍。 7.关税对欧盟的冲击：2025 年初，欧盟对美国的货物贸易顺差达到了创纪录的高位，超过 2000 亿欧元，占欧盟 27 国 GDP 的 1.1%。此外，美国的外国直接投资中，欧洲占比近三分之二，远超其他地区。美欧经济关系的主要特征是跨国企业的深度参与，而不仅仅是商品贸易往来。 风险提示：美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机；通胀下行速率不及预期。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：张佳炜 研

究助理：韦祎 研究助理：王茁）

固收金工

固收深度报告 20250317：一文读懂中资美元城投债现状

观点 存量规模和结构分析：1) 当前中资美元城投债存量规模为 693 亿美元，覆盖全国 24 个省、直辖市及自治区。从区域分布来看，东部沿海经济发达省份占据中资美元城投债存量债券的主导地位，其中浙江省、山东省和江苏省位居前三，凸显了城投美元债发行的区域集中性，表明中资美元城投债的发行与地方经济实力、财政稳健性及国际投资者偏好相关度较高，即东部地区信用资质较高、政府支持预期明确，更容易打通境外融资渠道。2) 全国中资美元城投债的存量加权平均票面利率约为 5.28%，其中地方财政经济实力较强的地区因信用资质较优，发行主体无需抬升融资成本来吸引资金，故票面利率以 5-6% 为主，而弱资质地区往往需要提供更高的风险补偿，同时更高的市场风险溢价亦限制该类地区通过发行境外债这一渠道来募集资金，故票面利率以 6.5% 以上居多。3) 期限结构：存量中资美元城投债呈现明显的久期偏短特征，剩余期限基本均在 3 年以内，一方面表明近年来发行的中资美元城投债的期限总体偏短，或受到境外市场融资成本的限制，另一方面表明存量中资美元城投债中将有较大比例的债券在短

期内面临集中到期，故对地方偿债能力及再融资能力提出严峻考验，尤其在中央大力强调化债、境内融资监管趋严的背景下，“借新还旧”渠道收窄的压力或在未来3年期间激增。票面利率结构：存量中资美元城投债的票面利率主要集中于5%-7%的区间内，相对较高的票面利率不仅意味着发行城投美元债较多的地区需承担更为高昂的利息负担，信用风险相应抬升，但同时亦表明票息收益空间较境内债明显可观，故围绕债券的安全性进行博弈或可为债券投资者打开获利空间。债项评级结构：中资美元城投债市场以投资级和无评级债券为主，高收益级债券占比较小。行业分布结构：城投平台中从事基础设施建设相关行业的企业在中资美元债的发行中占据主导地位，表明中资美元城投债的发行或主要服务于基建领域的融资需求。一级市场发行情况：1) 近年来城投平台发行美元债融资持续收紧，2024年发行主要用于存量滚续，新增融资体量有限，主要原因或系美联储进入加息周期，美债利率快速上行，境外融资成本显著上升，其中包括中资美元债的发行成本亦大幅增加，导致城投企业发行美元债的意愿下降；同时城投平台的境内融资条件趋紧、地方债务监管进一步加强，导致城投企业境外发债的审批难度增加、发行规模受限，尤其是弱资质地区的城投主体发债难度明显攀升，叠加国内化债政策的推进打开了高息债务置换窗口，致使部分城投企业将滚续融资需求转向境内市场，降低了对境外美元债这一融资渠道的依赖。2) 2024年全国共有17个地区的主体发行中资美元城投债，发行加权平均票面利率为6.00%，融资成本已较2023年6.82%下降约82BP，侧面提示融资成本的高低将较大程度上影响城投平台是否选择进行境外融资，资金成本在融资渠道的选择上的重要程度或进一步提升。3) 分区域来看，2024年期间不同地区的中资美元城投债发行额和加权平均票面利率存在显著差异，基本可分为三大梯队：第一梯队为浙江省（38亿美元，5.6%），第二梯队包括四川、湖北、江西、山东、江苏地区（10亿至20亿美元，5-7%）；第三梯队包括安徽、河南、重庆、广东、广西、福建、河北、新疆、贵州、云南和陕西地区（不足10亿美元，6%以上）。4) 票面利率仍然以5%-7%区间为主，发行期限以3年期为主，债项评级仅包括无评级和投资级，主体行业主要为工业行业。兑付情况：1) 2025年或将成为中资美元城投债偿付压力的关键节点，其后城投平台将于2027年再度面临中资美元债兑付承压的挑战，对地方财政韧性及平台再融资能力提出考验。2) 未来3年期间，浙江、山东和江苏三省的中资美元城投债的偿付压力相较其余地区而言较为显著，表明东部经济发达地区因历史举债规模较大故偿债负担较重，债务集中到期风险上升，建议加以关注该类地区的兑付资金安排；而中西部地区因债券发行量适中故近期偿付压力尚可，违约风险相对减少，但仍需关注该类地区因境内债务负担较重而可能引起的偿付资金分配不均问题，即化债工作的推进或促使平台优先偿付境内公开债，一定程度上反推境外债信用风险增加。二级市场收益表现：1) 中资美元债指数走势：中资美元城投债的二级市场表现较境内城投债更为强劲，其中高收益级债券指数在观察期内涨幅较高，反映了中资美元城投债板块的风险补偿较厚，适宜追求绝对收益回报或尝试少量配置以增厚组合收益的投资者予以关注。2) 到期收益率走势：中资美元城投债收益率走势呈持续下行趋势且波动较小，但高收益级和投资级别的利差压缩幅度有所不同。当债券市场处于趋势性多头市场阶段时，投资者相对更为青睐配置高收益级中资美元城投债以期攫取丰厚的票息收益和资本利得收益，而当债券市场处于多空因素交织的震荡行情或调整行情时，投资者则改为“退守”投资级别中资美元城投债以保障安全性。

与流动性为优先。3) 当前高收益级中资美元城投债和投资级别中资美元城投债的利差水平分别为 313BP 和 86BP，均处于历史极低位置，但高收益级的利差压缩空间较投资级别更为充裕，因此在化债逻辑护航叠加低利率时代期间高收益资产日渐稀缺的背景下，高收益级中资美元城投债短期内因收益水平兼具较强的吸引力和尚可的安全性而值得加以关注，同时投资级别中资美元城投债的配置价值在未来短期内的震荡行情中同样浮现，故可静待债市经过调整后估值偏低的时点再行入场。4) 因中资美元城投债除个券的信用风险溢价和流动性风险溢价以外，同时会受到汇率波动、美债收益率波动以及海外宏观环境变化等多重因素的影响，因此投资者或更适宜从配置角度右侧布局经济发达地区、特殊再融资债发行量较大地区的强资质主体的个券，谨慎采取波段策略。风险提示：数据统计偏差；城投政策超预期收紧；海外政策对经济的扰动超预期。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

固收周报 20250316：金融数据及降准预期

观点 债券收益率明显波动，3 月 14 日公布 2 月金融数据，有何启示？
A1: 本周（3 月 10 日-3 月 14 日），债券收益率一波三折，3 月 11 日 10 年期国债收益率触及 2025 年以来 1.8853% 的高位，随后震荡略有回落。周五降准预期随着金融数据的即将公布一度发酵，我们从总量和结构对这份数据进行分析。贷款方面，本周（3 月 10 日-3 月 14 日）新增人民币贷款 10100 亿元，同比少增 4400 亿元，其中新增中长期贷款 4250 亿元，同比少增 7612 亿元，新增短期贷款和票据融资 2252 亿元，同比多增 4587 亿元。1 月实现信贷“开门红”后，2 月新增总量和结构均走弱。结构上，新增居民贷款-3891 亿元，其中中长期贷款-1150 亿元，短期贷款-2741 亿元。新增企业贷款 10400 亿元，同比少增 5300 亿元，其中中长期贷款 5400 亿元，同比少增 7500 亿元，短期贷款 3300 亿元，同比少增 2000 亿元。拆分来看，居民和企业端没有表现尤为亮眼的分项，财政方面 1-2 月以化债为主，更多的配套中长期贷款仍有待发力。社融方面，2 月社会融资规模 22333 亿元，其中新增政府债券便达到 16967 亿元，为主要贡献。总体来看，2 月金融数据在 1 月信贷冲量后季节性走弱，这也是降准预期发酵的原因。我们认为上半年降准有必要，给银行释放长期资金。同业存单利率高位显示银行仍然存在负债压力，但这有 1 月信贷开门红以及去年 12 月非银存款自律协议规范后的效应，而这些影响因素在边际消减，下一次降准窗口或将在 4 月打开。当前债券收益率震荡上行，我们认为 10 年期国债收益率 1.9% 左右的点位已经具备配置价值，维持长期看多观点不变。美国 2025 年 2 月 CPI、2 月 PPI、3 月密歇根大学消费者指数、失业救济金等一系列数据公布，后市美债收益率如何变化？
A2: 上周（0310—0314）海外受特朗普政府关税、地缘政策情绪面的影响以及随之而来的美股盈利预期下调，避险情绪有所抬头，美债博弈属性增加，美股、美元回落，黄金一度站上 3000 点/盎司刷新历史高位。我们继续维持前期观点，即建议关注美债、非美元货币的左侧机会，以及黄金的右侧机会，同时建议保持对美国是否会滑向“滞胀”的警惕感。我们在延续上周观点的基础上，结合增量数据，思考如下：（1）美国 2 月 CPI、PPI 均不及市场预期。3 月 12 日公布的 CPI 数据显示，美国 2025 年 2 月 CPI 同比涨幅从 1 月的 3.0% 下降至 2.8%，低于预期值 2.9%；CPI 环比下降 0.3%，低于前值 0.7%，低于预期值 0.3%。核心 CPI 同比下降 0.2%，预期值 3.2%，前值 3.3%，为 2024 年 3 月以来最低水平；核心 CPI 环比下降 0.2%，预期值 0.3%，前值 0.4%。美国 2 月 PPI 同比增速从上月的 3.7% 降至

3.2%，低于预期值 3.3%；环比下降 0.6%，高于预期值 0.3%及前值 0.5%。2 月核心 PPI 同比下降 0.4%，预期值 3.5%，前值 3.8%；核心 PPI 环比下降 0.6%，预期值 0.3%，前值 0.5%。分结构来看，运输服务价格暴跌：机票价格环比下跌 4%，交通运输服务整体环比下降 0.8%，成为核心服务通胀放缓的关键，能源价格环比涨幅从 1.1%降至 0.2%，汽油价格由涨转跌；食品价格增速放缓，水果、蔬菜等非必需品价格下跌，国际原油价格下跌传导至工业品价格，叠加房地产开工偏慢拖累建材需求，使 PPI 走弱。2 月数据虽缓解短期通胀焦虑，但结构性矛盾及政策不确定性仍主导市场预期，美联储或维持“数据依赖”策略，重点关注 3 月 PCE 及关税动态。（2）美国 3 月密歇根大学消费者指数持续回落，信心指数创十年来新低；3 月 8 日首次领取失业金人数及 3 月 1 日当周续请失业救济人数均有所回落，低于市场预期。3 月密歇根大学消费者信心指数、预期指数、现状指数均持续下降，其中信心指数跌至十年以来最低点 57.9，低于预期 63，前值为 64.7，这一数据可能暴露出政策不确定性与通胀预期的恶性循环，若未有效干预，美国经济或面临衰退与高通胀并存的滞胀困局。从领取失业金数据来看，3 月 8 日当周美国首次申请失业救济人数为 22 万人（前值 22.1 万人），低于预测值 22.5 万人；3 月 1 日当周持续申请失业救济人数为 187 万人（前值 189.7 万人），低于预测值 188.8 万人。领取失业金人数在年初保持相对低水平，表明劳动力市场短期韧性超预期，但持续性存疑，美联储可能维持“数据依赖”立场，警惕经济韧性推高通胀预期的风险。（3）美联储在 2025 年 1 月的议息会议上决定维持利率不变，3 月降息概率较上周下降明显。截至 2025 年 3 月 14 日，美联储在 2025 年 1 月议息会议后维持联邦基金利率目标区间于 4.25%-4.5%不变，市场普遍预期 3 月 18-19 日的 FOMC 会议将继续按兵不动，降息概率仅为 1%。尽管全年降息路径仍存分歧——交易员完全定价三次降息，部分经济学家则预计从 9 月开始仅两次，但特朗普政府的关税政策，如钢铝加征 25%关税，和能源增产计划可能推升通胀 0.5-1 个百分点，叠加 2 月核心 CPI 黏性（2.9%）与失业率升至 4.1%的复杂数据，美联储官员强调需权衡“高利率抑制通胀”与“财政紧缩拖累经济”的双重风险，年内首次降息时点或推迟至 6 月（概率 52.6%）或 9 月。美联储主席鲍威尔重申政策独立性，称“未与总统联系”，并强调无需等待通胀完全降至 2%再行动，但需确认趋势稳固。市场短期反应积极，纳指上涨 1.22%，然而关税落地及供应链重构压力或加剧资产波动，若通胀受控且就业持续疲软，6 月或成降息起点；反之，若关税推高通胀，观望期可能延至 2026 年。当前政策转向的核心矛盾仍在于“数据依赖”，未来两月需重点关注 3 月 PCE 指标及关税政策对通胀的传导效应。截至 3 月 14 日，Fedwatch 预期 2025 年 3 月降息 25bp 的概率仅为 2.0%，上周为 12.0%；5 月份降息的可能性为 28.2%，上周为 52.1%；6 月份在 5 月份降息的基础上再次降息的可能性为 19.4%，上周为 38.6%。风险提示：

（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）

固收周报 20250316：中低价转债估值或仍具韧性

本周（0310—0314）海外受特朗普政府关税、地缘政策情绪面的影响以及随之而来的美股盈利预期下调，避险情绪有所抬头，美债博弈属性增加，美股、美元回落，黄金一度站上 3000 点/盎司刷新历史高位。我们继续维持前期观点，即建议关注美债、非美元货币的左侧机会，以及黄金的右侧机会，同时建议保持对美国是否会滑向“滞胀”的警惕感。国内方面周五伴随权重金融、消费股拉升，上证指数开年以

来首次成功站上 3400 点，转债市场继续表现出跟随上的困境，风格方面除低价指数小幅收红以外，中价、高价指数周 k 收绿。我们认为 1) 权益方面向顺周期行业的阶段性轮动映射到转债上，会在抬升中低价标的的价格中枢的同时，对高价标的的价格中枢形成压制，会在抬升债性标的的交易拥挤度的同时，压缩前期相对较高的估值；2) 纯债方面的调整会对债性标的的形成一定资金面的压力，同样有利于中低价标的的估值的压缩；3) 因此从大类配置角度思考，前期转债低波动特质所带来的高估值，阶段性或会由于股、债不确定性边际减弱而有所回落，从而形成结构性配置的入场良机。综合来看，我们认为伴随中低价标的的平价阶段性抬升，估值的被动压缩与主动修复会顺次发生，存在转债版“戴维斯”双击的可能，同时辅以博弈新旧顺周期标的的下修、交易性标的的负溢价率修复的择时策略，以平衡配置与交易两方的资金需求。下周预测转债下修概率最大的前十名分别为：东时转债、科华转债、天创转债、宝莱转债、蓝帆转债、正川转债、洽洽转债、华海转债、健友转债、瑞达转债。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：长信转债、海环转债、大丰转债、核建转债、伊力转债、美锦转债、海亮转债、利群转债、希望转债、鹰 19 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)

固收点评 20250316：绿色债券周度数据跟踪 (20250310-20250314)

观点 一级市场发行情况：本周 (20250310-20250314) 银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 8 只，合计发行规模约 81.10 亿元，较上周增加 36.20 亿元。发行年限多为 3 年；发行人性质为地方国有企业、央企子公司；主体评级多为 AAA、AA 级；发行人地域为北京市、江苏省、重庆市、福建省、上海市、云南省；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 (20250310-20250314) 绿色债券周成交额合计 474 亿元，较上周减少 88 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 265 亿元、151 亿元和 40 亿元；分发行期限来看，3Y 以下绿色债券成交量最高，占比约 79.75%，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 164 亿元、113 亿元和 21 亿元；分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、广东省和湖北省，分别为 161 亿元、53 亿元和 47 亿元。估值偏离度前三十位个券情况：本周 (20250310-20250314) 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，折价率前二的个券为 22 万科 GN003 (-2.2327%)、徐租 34A3 (-0.8695%)，其余折价率均在 -0.70% 以内。主体行业以金融、房地产和公用事业为主，中债隐含评级以 AAA、AA+ 评级为主，地域分布以北京市、广东省居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为 18 广东债 22 (0.6495%)、20 广东债 17 (0.4645%) 和 24 福州地铁 GN002 (碳中和债) (0.4515%)，其余溢价率均在 0.45% 以内。主体行业以公用事业、房地产、钢铁为主，中债隐含评级以 AA+、AAA、AA 评级为主，地域分布以广东省、山东省、江苏省、四川省居多。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)

固收点评 20250315：二级资本债周度数据跟踪 (20250310-20250314)

观点 一级市场发行与存量情况：本周 (20250310-20250314) 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14日，二级资本债存量余额达44,117.05亿元，较上周末（20250307）减少0.7亿。二级市场成交情况：本周（20250310-20250314）二级资本债周成交量合计约2390亿元，较上周增加463亿元，成交量前三个券分别为25工行二级资本债01BC（125.51亿元）、22建设银行二级01（110.19亿元）和24工行二级资本债01A(BC)（100.88亿元）。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1734.40亿元、260.27亿元和104.76亿元。从到期收益率角度来看，截至3月14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：-0.19BP、2.81BP、3.81BP；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：0.80BP、5.31BP、6.31BP；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：1.16BP、3.92BP、4.92BP。估值偏离%前三十位个券情况：本周（20250310-20250314）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24乐山商业银行二级资本债01（-1.1025%）、20广发银行二级02（-0.7270%）、22通商银行二级01（-0.6069%），其余折价率均在-0.60%以内。中债隐含评级以AAA-、AA+、AA-评级为主，地域分布以北京市、浙江省、上海市居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为24进出口行二级资本债01B（0.6841%）、22长城华西二级资本债01（0.6260%）、21松阳农商二级（0.5215%），其余溢价率均在0.45%以内。中债隐含评级以AA-、A+、AA评级为主，地域分布以浙江省、北京市、四川省居多。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）

行业

计算机行业点评报告：脑机接口进展更新：纳入医保，持续突破

投资要点 国家医保局为脑机接口新技术单独立项。近日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》，其中专门把脑机接口纳入高成长性消费新赛道提出。2025年3月12日，国家医保局发布《神经系统医疗服务价格项目立项指南》，其中专门为脑机接口新技术单独立项，针对非侵入式脑机接口需要不断调试设备的情况，立项指南新增“非侵入式脑机接口适配费”价格项目；针对侵入式脑机接口，立项指南专门设立了“侵入式脑机接口置入费”“侵入式脑机接口取出费”等价格项目。这意味着，一旦脑机接口技术成熟，快速进入临床应用的收费路径已经铺好。侵入式系统进入临床转化期：Neuralink脑机设备已植入第三名患者体内，马斯克宣布计划在2025年再植入约20至30例。2024年9月，Neuralink的下一代产品“盲视”（Blindsight）取得了最新进展，该产品已获美国食品药品监督管理局（FDA）的突破性医疗器械认证，研发和市场审批进程有望加速。国内阶梯医疗在2025年2月完成3.5亿元人民币B轮融资，这也是中国侵入式脑机接口行业历史上最大的一笔融资。阶梯医疗计划于2025年启动国内首个侵入式脑机接口长期埋植前瞻性临床试验（FIM），并计划落成国内首个医疗级脑机接口MEMS生产基地，实现“研发-生产-质检”全链条闭环。2026年进一步推进大规模临床试验，为产品注册上市铺平道路，侵入式系统临床研究转化迈出重要一步。非侵入式医疗与消费级产品双线突破：美生医疗开发的腕式低

频治疗仪已经进入上海市第二类创新医疗器械特别审查通道，我们预计一般非侵入式医疗器械开发 1-3 年就可以申请注册证。天津大学与清华大学联合团队 2025 年 2 月成功开发了一款基于忆阻器神经形态器件的新型无创演进脑机接口系统，成功实现了人脑对无人机的高效四自由度操控。消费级产品方面，Meta 在 2024 年发布了 Orion 眼镜，与眼镜配套的肌电手环采用了先进的肌电图(EMG)技术，能够精准感知手腕肌肉的活动，从而追踪到手指的细微动作。结合眼动追踪功能，Orion 使得用户能够更加自然地与虚拟世界进行交互，例如，通过眼睛充当指针，而捏合手指则实现点击操作。据 Meta CTO 安德鲁·博斯沃思透露，消费者版的 Orion 预计将在 2030 年之前面世，届时价格将降至约 1500 美元。非侵入式脑机接口商业化场景进一步拓宽。前沿探索：生物计算机。Cortical Labs：澳大利亚初创科技公司 Cortical Labs 近期推出了世界上第一款基于人类干细胞培养的神经元的商用生物计算机 CL1，CL1 将于 2025 年年底上市，售价约为 35,000 美元。Cortical Labs 还提供 Wetware-as-a-Service (WaaS)，允许远程访问生物计算机来构建应用程序。投资建议：侵入式技术持续突破将推动消费和医疗康复市场提升对脑机接口技术认知，2025 年有望持续突破，非侵入式脑机接口产品商业化落地有望加速。建议关注自身或参股公司领先布局脑机接口技术的标的：塞力医疗、岩山科技、三博脑科、诚益通、创新医疗、狄耐克等。风险提示：政策推进不及预期，行业竞争加剧。

(证券分析师：王紫敬 证券分析师：张文佳)

非银行业点评报告：券商各口径代销市占均提升，ETF 优势显著——公募基金代销保有规模点评

投资要点 事件：基金业协会披露 2024 年各机构公募基金销售保有规模百强榜单。各口径基金保有规模较 2024 年上半年增长，券商上榜家数及市占均提升。1) 2024 年末权益基金规模 7.6 万亿元，较 2024 年上半年末+17.5%，同比+15.4%。非货公募基金规模 19.2 万亿元，较 2024 年上半年末+7.1%，同比+17.4%。2) 2024 年末的百强榜单中，银行、独立销售机构、券商、保险、公募基金销售子分别有 23 家、17 家、56 家、2 家、2 家；相较 2024 年上半年末，银行减少 2 家、独立销售机构减少 1 家、券商增加 3 家。3) 保有量方面，权益基金保有量百强共计 4.9 万亿元，环比+2.6%，同比-3.3%。其中银行、独立销售机构、券商、保险分别占比 42%、28%、27%、2%；相较 2024 年上半年末，券商上升 2.4pct，保险上升 0.3pct，独立销售机构上升 0.2pct，银行下滑 2.9pct。4) 非货公募基金保有量百强共计 9.5 万亿元，环比+7.6%，同比+11.6%。其中银行、独立销售机构、券商、保险占比分别为 44%、34%、20%、2%；相较 2024 年上半年末，券商上升 1.8pct，银行下降 1.4pct，独立销售机构下降 0.6pct，保险上升 0.2pct。券商在 ETF 代销方面优势显著。2024 年末，股票指数型基金百强合计保有规模 1.7 万亿元，市占合计 43.76%，较 2024 年上半年集中度有所下滑(52.27%)。2024 年末，券商合计保有规模 9827 亿元，在百强中占比 57.7%，显著高于权益类基金保有规模的占比(27%)。其中中信、华泰、银河 ETF 保有规模居前，分别位列第 2、3、6 名，市占分别为 2.8%、2.8%、1.4%。蚂蚁基金保有规模 3201 亿元，市占 8.22%，遥遥领先于同业。天天基金保有规模 925 亿元，市占 2.38%，排名第四。各口径集中度均下滑。权益基金方面，2023、2024H1、2024 的 CR5 分别为 30%、32%、27%；非货方面，2023、2024H1、2024 的 CR5 分别为 21%、21%、20%；ETF 方面，2024H1、2024 的 CR5 分别为 22%、18%。我们认为各口径集中度均下滑一方面是由于行业竞争加剧，另

一方面是由于券商在 ETF 销售方面具有优势，抢占了头部银行的份额。1 权益基金保有规模 CR5 中：1) 2024 年末蚂蚁保有规模 7388 亿元，环比+6.8%，同比+60.9%，市占率 9.74%，环比小幅下滑 1pct，主要是由于基数较高，公司 24 年上半年首次超越招商银行，排名行业第一。2) 天天基金保有规模 3493 亿元，环比+1.7%，同比-13.3%，市占下滑 0.7pct 至 4.6%。3) 招商银行、工商银行、建设银行保有规模排名第二、第四、第五位，市占率分别为 5.4%、4.4%、3.3%，环比均下滑。2 非货基金保有规模 CR5 中：蚂蚁继续排名第一，2024 年末保有规模 14529 亿，环比+7.5%；招行排名第二，保有规模 9504 亿，环比+10.3%；天天基金排名第三，保有规模 5754 亿，环比+4.2%。蚂蚁、天天基金市占率分别为 7.6%、3.0%，合计达 10.6%，环比基本持平。独立销售机构：头部独立代销机构地位稳固。蚂蚁基金 2 季度权益基金保有规模逆市大幅提升，主要是受益于 ETF 基金的销售。相较基金公司直销及证券、银行等传统销售机构，独立销售机构具有显著的入口优势、流量优势和场景优势，且专业化程度日渐完善，加之在独立销售机构上申购基金费率折扣力度很大，我们认为独立基金销售机构可以更好更快地把平台活跃用户转化成为基金客户、且成本更低，从而实现较好的利润水平。蚂蚁基金股+混合口径下在上半年首次超越招商银行，排名行业第一；天天基金凭借渠道和先发优势，两口径下连续十二个季度排名第三。券商：ETF 优势显著，各口径保有规模及市占均提升，看好未来提升空间。尽管从代销规模来看，券商的代销规模仍低于银行及第三方独立机构（尤其在非货口径下），但由于 ETF 优势显著，2024 年末各口径券商市占均有提升。股票型基金口径下，中信、华泰、银河分别位列第 2、3、6 名。近年来，券商财富管理转型步伐加快，在组织架构以及产品引入上比银行更具灵活性，有较大上升空间。风险提示：资本市场大幅下跌带来业绩和估值的双重压力；日均交易额、两融等持续低位造成券商收入下滑；股票质押发生风险，券商减值将大幅增加。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：何婷）

环保行业跟踪周报：促进环保装备制造业高质量发展，垃圾焚烧与 IDC 合作复制中

投资要点 重点推荐：瀚蓝环境，美埃科技，宇通重工，光大环境，昆仑能源，三峰环境，兴蓉环境，洪城环境，景津装备，伟明环保，九丰能源，龙净环保，高能环境，仕净科技，金宏气体，蓝天燃气，新奥股份，赛恩斯，路德环境，盛剑科技，华特气体，金科环境，英科再生。建议关注：绿色动力环保，粤海投资，北控水务集团，永兴股份，军信股份，武汉控股，碧水源，海螺创业，旺能环境，重庆水务，凯美特气，三联虹普。政策跟踪：三部门提出促进环保装备制造业高质量发展，明确绿色、低碳、循环发展导向。工信部等三部门联合发布《促进环保装备制造业高质量发展的若干意见》，着力推动环保装备制造业持续健康稳定发展，打造具有国际竞争优势的万亿级产业。《意见》提出到 2027 年，先进技术装备市场占有率显著提升，重点领域技术装备产业链“短板”基本补齐，“长板”技术装备形成国内主导、国外走出去的优势格局。到 2030 年，环保技术装备产业链“短板”自主可控，长板技术装备优势进一步扩大，环保装备制造业从传统的污染治理向绿色、低碳、循环发展全面升级。公司跟踪：1) 伟明环保：与龙湾区携手共建智算中心，垃圾焚烧+IDC 复制中。3 月 15 日，龙湾区人民政府与伟明签订战略合作协议，伟明依托绿色能源及算力基础设施建设优势，提出“从卖电力向卖算力转型”的战略转型构想。伟明环保龙湾区固废项目设计规模 2025 吨/日（一期 675

吨/日+二期 1350 吨/日),发电功率 55MW(一期 18MW+二期 37MW),我们预计年上网电量约 2.5 亿度,参照上海黎明项目足以匹配万卡中心! 2) 旺能环境:控股股东发布增持计划,彰显未来发展信心。公司控股股东美欣达集团计划自本公告披露日起 6 个月内,通过深圳证券交易所集中竞价交易方式增持公司股份,增持总金额不低于人民币 1 亿元,不超过人民币 2 亿元。本次增持计划不设定价格区间,增持资金来源于美欣达集团自有资金及增持专项贷款资金,其中自有资金占比不低于 10%,增持专项贷款金额占比不超过 90%。 深度研究:垃圾焚烧助力超低 PUE 零碳项目,关注 IDC 合作机会。政策提出到 2025 年底,国家枢纽节点数据中心项目电能利用效率不得高于 1.2、新建数据中心绿电占比超过 80%。各地明确 PUE 上限,超标实行差别电价或强制关停等措施。IDC 合作优势: 1) 清洁:垃圾焚烧发电属于绿电,可解决能耗指标问题。溴化锂机组利用余热制冷取代用电制冷,降低制冷系统能耗。2) 稳定:优质项目垃圾充足,年利用小时 8200h 可比核电。3) 经济性:垃圾发电度电营业成本约 0.37 元/度,相较于风光配储、燃气发电具备优势。4) 区位:垃圾焚烧发电相对分布式,与国内分布式数据中心的现状更匹配。IDC 合作有望增厚盈利&改善现金流。 1) 供电:考虑算力中心使用工商业电价平均 0.7 元/度,对于补贴期内项目,垃圾焚烧直供电价有望不低于当前平均上网电价 0.6 元/度,无现金流风险;对于无补贴项目,有望超出燃煤标杆电价。 2) 供热:按 150 元/吨蒸汽测算,供热较发电单吨垃圾增收 70 元/吨,单吨净利弹性约 75%。关注产能布局与国家“东数西算”工程重点区域匹配的企业。重点推荐【瀚蓝环境】整合粤丰,粤丰韶关项目可匹配韶关集群发展,建议关注【军信股份】独揽长沙垃圾焚烧市场,长沙智算中心具备合作潜力,【旺能环境】固废产能半数位于浙江,【永兴股份】【绿色动力】【中科环保】等。 行业跟踪: 1) 环卫装备: 2025M1-2 新能源渗透率同增 4.72pct 至 13.57%。25M1-2 环卫车销量 9602 辆(同比-0.7%),其中新能源 1303 辆(同比+52%),盈峰环境/宇通重工/福龙马新能源市占率分别为 43%/11%/7%。 2) 生物柴油:废油脂格涨幅超生物柴油,盈利收窄。2025/3/7-2025/3/13 生柴均价 8125 元/吨(周环比+0.3%),地沟油均价 6125 元/吨(周环比+0.5%),考虑一个月库存周期测算单吨盈利为 745 元/吨(周环比-8.3%)。 3) 锂电回收:金属价格上行&折扣系数持平,盈利小幅提升。截至 2025/3/14,三元黑粉折扣系数周环比持平,锂/钴/镍系数分别为 76.5%/76.5%/76.5%。截至 2025/3/14,碳酸锂 7.49 万(周环比-0.3%),金属钴 25.0 万(周环比+20.8%),金属镍 13.52 万(周环比+3.2%)。根据模型测算单吨废料毛利-1.04 万(周环比+0.117 万)。 4) 电子特气:价格整体持稳,市场平稳运行。2025/3/9-3/15 氙气周均价 2.80 万元/m³(周环比-1.5%),氦气周均价 300 元/m³(周环比-2.1%),氟气周均价 125 元/m³(周环比持平),氩气周均价 657 元/瓶(周环比持平)。 风险提示:政策推广不及预期,财政支出低于预期,行业竞争加剧。 (证券分析师:袁理 证券分析师:陈致文)

推荐个股及其他点评

华润啤酒(00291.HK): 2024 年业绩公告点评: 梳理提效, 来年可期
投资要点 事件: 华润啤酒发布 2024 年业绩公告, 2024 年/2024H2 公司实现营收 386.35/148.91 亿元, 同比-0.76%/-1.13%; 2024 年实现股东应占溢利 47.39 亿元, 同比-8.03%, 还原固定资产减值、员工安置费用 0.36 亿元(2023 年为 1.41 亿元)以及 24H2 政府补助和出售土

地权益收入 2.66 亿元(2023 年为 9.37 亿元)后,公司 EBIT 同比+2.9%至 63.44 亿元。此外,公司派发末期股息 0.387 元/股(中期股息 0.373 元/股),对应 2024 年分红率为 52%。存缩量波动,“决胜高端”,啤酒销量及营业额表现优于行业,高端发力带动吨价提升。2024/24H2 公司啤酒业务实现收入 364.86/139.20 亿元,同比-1.03%/-0.37%,其中啤酒销量分别为 1087.40/452.60 万千升,同比-2.48%/-1.18%,我们认为主要系:(1)2024 年餐饮端略有疲软;(2)旺季东南区域降雨天气扰动;(3)2024 年 4-8 月 SX 迭代焕新、低档产品销量下滑的影响。2024 年/24H2 啤酒吨价同增 1.49%/0.82%至 3355.34/3075.56 元,反映 2024 年公司产品结构进一步优化升级:(1)高档及以上啤酒销量同比+9%;次高档及以上啤酒销量已超 250 万千升,同比单位数增长;中档及以上啤酒销量占比首次于全年超过 50%;(2)喜力在高基数的情况下,仍实现接近 20%的增长;(3)老雪、红爵销量基本翻倍;(4)高端产品吨销量同比+35%。剔除固定资产减值、员工安置费用及政府补助、土地出售收入后,2024 年啤酒业务 EBITDA 同比+2.4%至 78.81 亿元。吨成本优化,降本增效不辍。品类结构升级、成本红利释放(低价原料及部分包材价格下滑),中和缩量背景下规模效应弱化的影响,带动 2024 年/24H2 啤酒业务毛利率同增 0.90/1.48pct 至 41.06%/33.34%;吨成本分别-0.03%/-1.36%至 1977.75/2050.13 元。三精主义(精简、精细、精益)之下,2024 年公司销售及分销费用率/行政及其他费用率分别 21.69%/8.55%,同比 0.97/-1.75pct,销售费用率或受到以三十周年系列(包括荣誉盛典暨啤酒小镇开业、雪花大厦落成仪式等)、以及白酒品鉴会等销售活动增加有关,但降本增效的方向笃行不辍。白酒梳理优化,战略定力充足。2024 年公司继续推行品牌焕新(打造大单品矩阵)、价格管控、库存优化以及销售体系建设,2024 年/24H2 白酒业务实现收入 21.49/9.65 亿元,同比 3.97%/-11.47%,24H2 转弱或与推进金沙品牌梳理有关。其中高端大单品势能充足,2024 年摘要销量同比+35%,收入占白酒业务的 70%以上;新兴渠道拓展同样顺利,线上和连锁业务的营业额同比增速均在双位数以上。扣除 24H2 政府补助的特别收入后,2024 年白酒业务的 EBITDA 同比增长约 8%至 8.47 亿元,对应 EBITDA 利润率 39.41%。经过 2024 年产品的集中梳理(2024H2 进一步推出金沙经典、大酱、中酱等产品),2025 年白酒业务有望延续双位数增长。收入有望重拾增势,利润表现或更优。啤酒行业进入深度调整阶段,存缩量波动下高端化尤为重要,预计 2025 年公司将持续聚焦喜力、雪花纯生、SX 等大单品,其中喜力销量预计维持双位数高增;SX 在产品焕新调整后或实现较快增长;雪花纯生加速非现饮渠道覆盖以增加销量;同时积极培育老雪、红爵等高端产品,布局精酿、0°、轻卡等新品类。2025 年 1-2 月公司啤酒销量在高基数情况下仍实现单位数增长,其中喜力销量延续双位数高增,SX 销量进一步修复,前两月 EBIT 增速或快于收入增速。旺季将至、基数转低,叠加提振消费政策频出,2025 年销量有望恢复单位数增长。随着啤酒高端化进入后半程,费用投放由多到精,期待三精主义下 2025 年公司营业额及利润的表现,利润增速或更高。盈利预测与投资评级:公司坚持啤白双赋能的战略,高端化步履坚定,喜力有望维持双位数高增,白酒产品梳理及渠道拓展顺利,同时公司有意进一步提升分红率,强化投资者回报。预计 2025-2027 年归母净利润为 52.76/57.22/61.34 亿元,同比增长 11.33%/8.45%/7.21%,EPS 分 1.63/1.76/1.89 元,对应当前 PE15.62x、14.40x、13.43x,维持“买入”评级。风险提示:原材料价格波动风险、食品安全风险、行业竞争加剧的风险。

(证券分析师: 苏铖 证券分析师: 邓洁)

小鹏汽车-W (09868.HK): 2024Q4 季报点评: Q4 量利齐升, 新车周期+智驾迭代行稳致远

投资要点 公告要点: 小鹏汽车 Q4 实现营收 161.1 亿元, 同环比分别+23.4%/59.4%, 其中车辆销售收入 146.7 亿元, 同环比分别+20.0%/66.8%, Q4 实现归母净利润-13.3 亿元。2024 年, 小鹏汽车实现营收 408.7 亿元, 同比+33.2%。公司 2024Q4 量利齐升, 整车毛利率持续改善。盈利能力方面, 2024Q4 公司毛利率 14.4%, 同环比分别+8.2/-0.8pct, 其中整车毛利率 10.0%, 同环比分别+5.9/+1.4pct, 持续改善主要系整车成本降低。费用率方面, 公司控费得当, 2024Q4 研发费用率 12.5%, 同环比+2.4/-3.7pct, 主要开支为新车型研发; 销售、行政及一般费用率 14.1%, 同环比-0.7/-2.0pct。单车口径方面, 2024Q4 小鹏交付新车 9.2 万辆, 单车收入 16.0 万元, 同环比-21.1%/-15.2%, 系相对较低售价新车型 Mona M03 和 P7+起量。展望 2025Q1, 小鹏预计交付新车 9.1~9.3 万辆, 同比增长 317.0%~326.2%; 收入预计 150~157 亿元, 同比增长 129.1%至 139.8%。2025 年公司将迎来车型周期与智驾迭代的共振, 推动长期发展行稳致远。1) 新车维度, 小鹏 2025 年每季度将推出重磅新车型/改款, 覆盖 10 万-50 万元价格带, 覆盖紧凑型至大型主流细分市场。新车上市方面, 公司将发布 P7+ 同平台 SUV 小鹏 G7 及智驾版 Mona M03 Max, 下半年同步推进增程新车型落地。2) 智驾维度, 小鹏训练了数百亿参数规模的云端基座模型, 采用上亿公里真实驾驶数据预训练, 强化模型泛化能力与长尾场景处理能力。图灵芯片 2024 年量产, 应用于汽车、飞行汽车及人形机器人。公司目标 2025 年下半年在中国率先实现 L3 级智能驾驶体验, 2026 年量产支持 L4 低速智驾车型。

盈利预测与投资评级: 考虑到公司 AI 战略驱动整车交付持续上升, 短期持续加大研发和销售力度, 我们上调公司 2025~2026 年营业收入预期分别为 990/1678 亿元 (原值为 907/1525 亿元), 同比分别+142%/+70%, 新增 2027 年营业收入预期为 2493 亿元, 同比+49%。下调 2025 年归母净利润为 11 亿元 (原值为 13 亿元), 上调 2026 年归母净利润为 76 亿元 (原值为 74 亿元), 2026 年同比+608%, 新增 2027 年归母净利润预期 120 亿元, 同比+58%。2025/2026/2027 年 EPS 分别为 0.56/3.99/6.30 元, 对应 PE 分别为 155/22/14 倍, 考虑公司预计 2025 年归母净利润实现扭亏, 维持公司“买入”评级。

风险提示: 乘用车行业价格战超预期; 自动驾驶政策推出节奏不及预期。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 黄细里)

夏厦精密 (001306): 小模数齿轮龙头, 人形机器人领域布局打开成长空间

投资要点 小模数齿轮行业龙头, 有望切入人形机器人产业链 夏厦精密成立于 1999 年, 主营业务为研发、生产和销售小模数齿轮及相关产品, 下游行业广泛, 涵盖汽车齿轮、减速机及其配件、电动工具齿轮、智能家居齿轮和安防齿轮等。2023 年, 公司于深交所成功上市。经过 20 多年的行业深耕及技术积累, 公司成为国内小模数齿轮行业龙头, 2021 年公司在小模数精密圆柱齿轮产品的全球市占率为 1.80%, 位居全球第二。2024Q1-Q3 公司实现营业收入 4.6 亿元, 同比增长 21.3%, 2019-2023 年公司营业收入由 3.0 亿元提升至 5.3 亿元, CAGR 达 14.9%, 上升趋势明显。利润方面, 受 2024 年宏观经济形势和汽车行业竞争加剧影响, 2024Q1-Q3 公司实现归母净利润 4773 万元, 同比下降 15.7%。长期来看, 2019-2023 年归母净利润由 2756 万元提升至 7174 万元, CAGR 达 27.0%, 实现快速增长。受益于机器人产业

化进程，精密减速器市场空间广阔。海内外各大厂商布局人形机器人，推动减速器市场扩容。①海外：以特斯拉、Figure 为代表，积极布局人形机器人行业，且积极寻求中国产业链进行量产&降本。②国内：宇树、智元、银河通用等公司已推出人形机器人产品，并能够实现日常行走等功能，行业整体呈现百花齐放的发展态势。减速器作为人形机器人各部位均需要使用的核心零部件，市场空间大幅增长。根据我们测算，2025/2026/2027/远期全球人形机器人需求有望达到3/6/15/1165万台，对应旋转执行器需求量36/86/206/16310万套，最终对应谐波减速器市场空间4/9/21/751亿元，未来空间广阔。IPO募投项目：募资7.5亿元，加码机器人减速器产能布局。齿轮传动被广泛应用于汽车与机器人的动力模块中，主要为汽车实现变速与变距效果，为机器人关节提高灵活度。齿轮作为通用型部件，被广泛运用于精密传动领域，人形机器人量产落地将带来旋转执行器与线性执行器需求增加，齿轮需求有望同步受益。另外公司的IPO募投项目中包括年产7.2万套工业机器人新结构减速器的技术改造项目，工业机器人用减速机与人形机器人用减速机原理相同，公司有望依托募投项目落地切入人形机器人减速机领域，在人形机器人量产进程中打开业绩增长空间。盈利预测与投资评级：公司主业基本盘稳健，募资扩产切入机器人用减速器领域。我们维持盈利预测，维持公司2024-2026年归母净利润为0.64/0.83/1.01亿元，当前股价对应PE分别为93/71/59倍，在可比公司中处于适中水平。考虑公司减速机项目未来逐步落地，切入人形机器人供应链有望增厚业绩，维持“增持”评级。风险提示：减速器产品研发不及预期，人形机器人量产进度不及预期，宏观经济风险。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天)

东阿阿胶(000423)：2024 年年报点评：四季度在高基数下保持稳健增长，持续高分红回报股东

投资要点 事件：2024 年，公司实现营收 59.21 亿元（+25.57%，较 2023 年同期增长 25.57%，下同），归母净利润 15.57 亿元（+35.29%），扣非归母净利润 14.42 亿元（+33.17%），经营活动产生的现金流量净额为 21.71 亿元（+11.16%）；单 Q4 季度，公司实现营收 15.92 亿元（+23.67%），归母净利润 4.05 亿元（+10.30%），在 2023 年 Q4 高基数下仍保持稳健增长，扣非归母净利润 3.75 亿元（-1.94%），业绩符合预期。 集聚品牌势能，阿胶系列表现亮眼。分行业来看，医药工业实现收入 57.8 亿元（+27%），占总营收的比例进一步提升至 97.62%；毛驴养殖及贸易业务营收 0.69 亿元（-28.92%）。分产品来看，阿胶及阿胶系列产品实现营收 55.44 亿元（+27.04%），毛利率提升至 73.61%（+1.23pct，较 2023 年同期提升 1.23 个百分点，下同），其他药物及保健品实现营收 2.36 亿元（+26.19%）。分地区来看，华北地区、华东地区表现亮眼，分别同比增长 48%、29%，超过公司平均水平。公司以“1238”战略为指引，双轮驱动、三产结合，在行业的上中下游均取得较好的成果。产品方面，复方阿胶浆治疗癌因性疲乏获批临床试验通知书，同时积极推动袋装新品上线；公司积极推广皇家围场 1619、壮本、燕真卿等新产品，加速健康消费品的研发和业绩增长。公司提质增效效果显著，高分红回报股东。2024 年公司销售毛利率为 72.42%（+2.18pct），销售净利率为 26.30%（+1.87pct），盈利能力持续提升。资产周转率有所提升，存货有所下降，经营质量较好。2024 年，公司销售费用率为 33.33%（+1.81pct），主要系公司加大品牌曝光及终端推广投入；管理费用率下降至 7.53%（-0.47pct）。此外，公司首次增加年中分红，2024 年年度利润分配预案为：向全体股东派发现金红利

总额约为人民币 8.18 亿元，占 2024 年当年尚未分配归属于上市公司股东净利润的 99.70%。2024 年累计分红 15.54 亿元，以当前股价计算，股息率 4%。盈利预测与投资评级：考虑到公司阿胶系列产品增长显著，我们将 2025-2026 年归母净利润由 16.82/19.95 亿元上调为 18.64/22.15 亿元，2027 年预计为 25.65 亿元，对应 PE 估值为 20/17/15X。维持“买入”评级。风险提示：市场竞争加剧风险，政策风险等。

（证券分析师：朱国广 证券分析师：李倩）

开发科技(920029): 欧洲市场先发布局筑品牌壁垒, 受益能源数字化转型存量与新增双重红利

投资要点 开发科技：深耕境外智能计量市场二十余年，国内领先实现欧洲发达国家市场规模出货。公司前身为深科技计量系统事业部，是较早成功开拓欧洲市场且具备一定出货规模的中国智能计量企业之一，主要产品为智能计量终端和 AMI 系统软件，参与过意大利、英国、荷兰、挪威、瑞典、奥地利以及葡萄牙等多个欧洲大规模智能电表部署项目，累计向欧洲出口逾 5,000 万套智能计量终端。全球智能电表市场需求平稳释放，驱动公司业绩体量持续增长，2020-2024 年实现归母净利润 3.26/2.08/1.83/4.86/5.89 亿元，年均复合增速 15.92%。全球能源数字化转型浪潮下，智能计量行业规模稳步增长。全球智能计量市场规模有望以 9.5% 的年均复合增速从 2023 年的 231.71 亿美元增至 2028 年的 363.87 亿美元。其中，1) 欧洲：用户基础广，已率先进入新一代智能电表换代周期，预计 2027 年市场规模有望达到 55.06 亿美元。2) 中国：2020 年新版智能电表定型后招标量逐渐增长，2024 年 1-11 月电表类产品招标数量已超过 8,900 万台。3) 其他亚洲市场：人口基数大，新兴需求爆发，2027 年东南亚和中东主要国家的市场规模预计将分别达到 12.07 和 7.36 亿美元。4) 南美与非洲：基础设施补短板，长期潜力巨大，智能计量系统的优势主要体现在减少窃电行为、提高供电稳定性和满足社会用电需求等方面。欧洲市场先发布局筑品牌壁垒，受益能源数字化转型存量与新增双重红利。1) 技术与产品：公司自研多项核心技术，在可靠性、稳定性、安全性等指标优于相关标准，平台化设计方案储备丰富，能够实现快速高效的设计、生产及交付。2) 欧洲市场：公司在欧洲部署的第一代智能电表经历了完整的产品生命周期验证，是唯一打入英国市场的中国自主品牌企业。2021-2023 年公司智能电表在欧洲市场的占有率分别为 9.46%/10.41%/12.14%，市场地位稳步提升。3) 其他市场：凭借多年成熟市场积累的经验、口碑、资质及本地化服务等优势，成功参与沙特阿拉伯、乌拉圭、乌兹别克斯坦等地的智能电表部署；对于境内市场，国家电网 2020 版智能电表定型后，公司总中标金额超 6 亿元。4) 在手订单：截至 2024 年 9 月 30 日，公司所有已经签署的约定具体金额的合同及订单中，尚未实现收入的金额超过 52 亿元，充足的在手订单和稳定的市场需求为公司发展奠定坚实基础，业绩可持续性较强。盈利预测与投资评级：口碑、技术、资质及本地化服务等优势显著，境外市场中标率较高，同时积极拓展境内市场，伴随募投项目打破产能瓶颈、夯实技术优势、扩展营销网络，公司业绩有望获得良好支撑。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 7.29/8.57/9.76 亿元，对应发行市值的 PE 估值为 4.18/3.56/3.12 倍，新股报告暂无投资评级。风险提示：1) 境外市场经营；2) 客户可持续性。3) 研发不及预期。

（证券分析师：朱洁羽 证券分析师：易申中

证券分析师：余慧勇 研究助理：武阿兰 研究助理：薛路熹）

豪迈科技(002595): 2024 年报点评: 业绩符合预期, 三大业务齐头

并进

投资要点 业绩基本符合预期，2024 年营收同比+22.99% 2024 年公司实现营收 88.13 亿元，同比+22.99%，实现归母净利润 20.11 亿元，同比+24.77%，实现扣非归母净利润 18.87 亿元，同比+20.50%。分业务看，2024 年公司轮胎模具业务实现营收 46.51 亿元，同比+22.73%；大型零部件机械产品实现营收 33.32 亿元，同比+20.31%；数控机床业务实现营收 3.99 亿元，同比+29.30%。2024 年公司营收增长较快主要系公司三大业务（轮胎模具、大型零部件、数控机床）均取得可观增长，推动整体营收提升。单季度来看，公司 2024Q4 单季度实现营收 24.48 亿元，同比+31.35%，实现归母净利润 5.94 亿元，同比+34.10%，实现扣非归母净利润 5.39 亿元，同比+26.30%。盈利能力略有提升，费用端管理费用与研发费用增幅较高 2024 年公司毛利率为 34.30%，同比-0.35pct，2024 年公司毛利率小幅下滑，我们判断主要系①轮胎模具业务内销同比增速优于外销，而内销毛利率要低于外销毛利率；②会计政策变更，售后服务费从销售费用中转至主营业务成本。2024 年公司销售净利率为 22.85%，同比+0.36pct。毛利率下降但销售净利率逆势而上主要系公司收到 1.03 亿政府补助。2024Q4 单季度公司毛利率为 32.63%，同比-3.81pct，销售净利率为 24.30%，同比+0.51pct。期间费用方面，2024 年公司期间费用率为 8.70%，同比+0.28pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 0.92%/2.64%/-0.11%/5.25%，同比-0.38pct/+0.19pct/+0.18pct/+0.29pct，公司期间费用率略有提升，其中管理费用率与研发费用率增幅明显，主要系管理人员增多、薪酬提高与加大研发投入。销售费用率减少主要系原属于销售费用的售后服务费重新归入主营业务成本。轮胎模具海外市场稳步拓展，数控机床业务开辟第三成长曲线 轮胎模具业务：公司继续推动国际产能建设，泰国工厂于 2023 年 10 月扩建完毕投入使用；墨西哥工厂于 2024 年 4 月正式开业并投入生产运营，公司全球生产服务体系建设日趋完善，有利于更便捷的实现近距离服务客户。大型零部件机械产品：受益于全球燃气轮机市场的持续增长和 2024 年全球及中国风电行业的快速增长，公司燃气轮机业务订单饱满，风电业务订单也有所恢复，有望持续兑现业绩。数控机床业务：2024 年，公司新推出了多种五轴产品，专注于复杂零件的高精高效加工。公司于 2024 年投资建设机床实验室，该实验室将开展技术攻关、新产品测试等工作，公司预计将于 2025 年下半年投入使用。另外公司电加热硫化机研发成功，节能效果良好，未来有望持续兑现业绩。盈利预测与投资评级：我们上调公司 2025-2026 年归母净利润预测分别为 23.35（原值 22.56）/27.63（原值 25.24）亿元，预计 2027 年归母净利润为 31.90 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 18/15/13 倍，维持“买入”评级。风险提示：轮胎模具需求不及预期、研发进度不及预期、宏观经济风险。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天）

中国神华（601088）：黄骅港扩建点评：中国最大煤炭运输港再扩建，中国神华煤炭行业龙头效应持续增强

投资要点 事件：3 月 18 日，央视新闻报道：我国最大煤炭运输港再扩建。记者 17 日从国家能源集团获悉，我国最大的煤炭运输港——黄骅港再次进行扩容建设，这是黄骅港第 4 次扩建煤炭运输规模。此次扩建工程，计划新增 4 个 7 万吨级煤炭装船泊位、18 座 3 万吨级筒仓群以及 2 条运煤翻车机卸车系统。据介绍，建成投运后，黄骅港煤炭年运输能力将从 2.1 亿吨提升到 2.6 亿吨，煤炭年储存能力将从 460 万吨提升到 514 万吨。黄骅港为中国神华运输板块重要控股子公司：国能黄骅港务有限责任公司为中国神华运输板块重要子公司。中国神

华控股 70%。中国神华控制并运营黄骅港等多个综合港口和码头，总装船能力约 2.7 亿吨/年，其中黄骅港装船能力 2.1 亿吨，占比近 78%。黄骅港联通朔黄铁路，为中国神华煤炭下水主要中转港口。煤炭运输港口扩建工程稳步推进，总投资额近 50 亿元。新闻报道项目为公司计划在建项目“黄骅港（煤炭港区）五期工程”设计年通过能力 5300 万吨煤炭，预计项目总投资 49.6 亿元。除此之外，黄骅港还计划建设“黄骅港（煤炭港区）油品码头工程”设计年通过能力 606 万吨油品。预计项目总投资 4.8 亿元。黄骅港已经成为中国最大煤炭运输港口，且运量持续增长地位越发稳固。据中国神华 2023 年年报显示，黄骅港煤炭装船量 209.5 百万吨，归母净利润 15.55 亿元。根据中国煤炭市场网统计数据显示：2024 年黄骅港煤炭装船量 2.13 亿吨，占环渤海四港区煤炭总装船量 6.39 亿吨的 33.36%。值得注意的是，2024 年受煤炭需求疲弱影响，环渤海四港区总煤炭总装船量同比下降 5%，而黄骅港受益于中国神华煤炭“产运销”一体化运营模式影响，逆势上涨，占比提升，已经超过秦皇岛港，成为中国最大煤炭运输港口。待此次扩建工程完成后，将进一步夯实其行业龙头地位。盈利预测与投资评级：公司业务模式国内外绝无仅有，属于较为稀缺的偏资源型煤电一体化运营公司。公司经营平稳，且稳定成长，兼具稳定分红特征。我们基本维持 24-26 年的归母净利润为 596.62 亿元、602.97 亿元和 612.28 亿元，24-26 年 EPS 分别为 3.00/3.03/3.08 元/股，对应公司 PE12.63/12.50/12.31 倍。再者，公司承诺 2025-2027 年度期间，每年以现金方式分配的利润不少于当年公司实现的归属于本公司股东的净利润的 65%，按照 2025 年 3 月 18 日公司收盘价计算，预计 2024 年分红股息率为 5.51%。因此考虑公司兼具稳定成长和高股息避险属性，我们维持公司“买入”评级。风险提示：国内经济增速大幅下滑，煤炭下游需求不及预期，安全生产事故导致煤炭产量不及预期。

（证券分析师：孟祥文 证券分析师：米宇）

中裕科技（871694）：2024 年报点评：页岩油气需求减少致业绩承压，关注沙特本土化生产与新品拓展

投资要点 境外市场订单同比减少，叠加海运费及海外子公司运营费用增加，公司业绩承压下滑。公司发布 2024 年度报告，实现营业收入 5.99 亿元，同比-10.23%；归母净利润 1.05 亿元，同比-17.32%；扣非归母净利润 0.95 亿元，同比-21.83%。公司营收同比下滑，主要系 1）美国与中东市场订单同比减少；2）虽然普通轻型输送软管产品销量增加，但高单价的耐高压大流量输送软管产品销量同比下降，导致公司营业总收入减少。此外，2024 年公司股权激励计划产生的股份支付费用增加，海运费同比增加，中裕阿联酋和中裕沙特公司仍处筹建期，相应运营费用亦有所增加，致使公司利润端下滑幅度高于营收端。从利润率水平来看，2024 年公司实现销售毛利率/销售净利率分别为 48.85%/17.27%，分别同比+2.38pct/-1.68pct，销售/管理/财务/研发费用率分别为 12.34%/11.09%/-0.37%/5.75%，同比 +1.47/+2.79/-0.52/+0.87pct。主要产品毛利率小幅提升，普通轻型输送软管销量稳步增长。1）耐高压大流量输送软管实现营收 3.89 亿元，同比-18.84%；毛利率 56.72%，同比+5.83pct，该产品主要用于页岩油气开采、矿产开采、城市应急供排水等领域，2024 年受美国与中东市场订单下滑影响，营收有所下降。2）普通轻型输送软管实现营收 1.59 亿元，同比+9.77%；毛利率 37.42%，同比+1.28pct，该产品主要用于消防灭火、市政应急、山洪等抢险作业、工业等领域；3）其他：配件、钢衬改性聚氨酯耐磨管和柔性增强热塑性复合管分别实现营收 0.16、0.18 和 0.03 亿元，占总营收的比重较小。多层次软管产品布局，持续深化

拓展中东市场。1) 四类产品体系: 公司定位中高端市场, 打造以耐高压大流量输送软管、普通轻型输送软管为主要产品, 以柔性增强热塑性复合管、钢衬改性聚氨酯耐磨管为新兴拓展产品的多层次业务格局, 持续提高产品性能, 集成更多智能功能, 以满足高性能和高附加值产品的市场需求。2024 年, 耐高压大流量输送软管和普通轻型输送软管营收占比约 65%和 27%。2) 深化中东布局: 立足北美, 积极开拓南美、中东和澳洲等新兴市场, 稳步推进国内市场开发。中裕沙特公司已于 2024 年 12 月开业, 实现沙特本土化生产, 投产产品以耐高压大流量输送软管产品为主。2025 年将进行柔性增强热塑性复合管设备安装/量产和普通轻型输送软管设备引进/量产。3) 募投项目推进: 钢衬改性聚氨酯耐磨管量产项目(中裕能源)与柔性增强热塑性复合管量产项目(安徽优耐德)预计 2025 年 12 月末前完工。盈利预测与投资评级: 管道主业稳健发展, 持续深化中东市场拓展, 预计公司 2025-2027 年归母净利润 1.16/1.39/1.65 亿元(2025/2026 前值为 1.38/1.97), 最新市值对应 PE 为 19.15/16.01/13.48x。考虑到沙特本土化生产优势及新品产能建设稳步推进, 向上仍有空间, 维持“增持”评级。风险提示: 1) 市场不及预期; 2) 原料价格波动; 3) 国际贸易摩擦。

(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)

老虎证券(TIGR.O): 2024 年年报点评: 港美股成交活跃, 推动佣金及利息净收入大幅增长

事件: 公司发布 2024 年第四季度及全年业绩, 2024 年公司实现总营收同比+44%至 3.92 亿美元, 归母净利润同比+86%至 0.61 亿美元; 其中 2024Q4 单季度总营收同比+77%至 1.24 亿美元, 归母净利润为 0.28 亿美元(2023 年同期亏损 180 万美元)。投资要点 收入端: 市场活跃推动佣金与利息收入大幅增长。①2024 年, 公司佣金收入同比+72%至 1.59 亿美元, 美港股交易额大幅上升(港股及纳斯达克全股日均交易额分别同比+31%/+29%), 带动老虎证券平台入金客户数高增至 109 万人(同比+21%), 总账户余额同比+36%至 417 亿美元(创历史新高); 利息收入同比+28%至 1.92 亿美元, 主要系公司综合账户客户的保证金融资和证券借贷活动增加, 公司融资融券余额同比+90%至 45 亿美元; 其他收入同比+60%至 2,940 万美元, 主要系 IPO 认购收入和货币兑换收入的增加。②2024Q4 单季度来看, 公司佣金收入同比+155%至 5,600 万美元, 客户资产流入强劲, 2024 年 Q4 单季度净流入 11 亿美元(主要为散户); 利息收入同比+40%至 5,580 万美元, 其他收入同比+96%至 960 万美元(增长原因同上)。成本端: 交易量增加+业务扩张拉升成本费用开支。2024 年, 公司总运营成本和费用同比+31%至 2.52 亿美元, 其中①结算及执行费用同比+61%至 1,470 万美元, 主要系交易量增加; ②薪酬及福利费用同比+21%至 1.22 亿美元, 主要系公司业务全球扩张, 全球员工数量增长; ③佣金和市场数据费用同比+26%至 3,890 万美元, 主要系 IT 相关费用增加; ④销售、市场、品牌及其他费用: 2024 年同比+37%至 2,853 万美元, 主要系营销支出增加; ⑤管理费、一般及行政费用同比+80%至 3,930 万美元, 主要系坏账费用增加。持续产品创新, 增强用户体验。①2024/04, Cash Boost 额度交易账户推出, 老虎成为新加坡首家支持 Contra 策略的科技券商, 满足条件的客户无需预存资金也可交易美新港股票及 ETF。②2025/01, 老虎加密货币平台 YAX (Hong Kong) Limited 获得香港证券证监会的正式批准, 成为香港的持牌虚拟资产交易平台(VATP)。③TigerA: 公司将 AI 投资助手 TigerGPT 升级为 TigerAI,

并与领先的 AI 模型集成，成为全球首个采用此类技术的经纪平台。
 盈利预测与投资评级：结合公司 2024 年经营情况，叠加我们对公司全球业务稳健发展的预期，我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 0.96/1.16/1.37 亿美元，当前市值对应 2025-2027 年 PE 估值分别为 18.59/15.41/13.06 倍（PE 计算口径为收盘价/EPADS）。我们看好公司持续拓展海外市场，加速用户规模扩张，公司中长期成长空间可观，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：监管趋严抑制业务创新，行业竞争加剧，权益市场大幅波动。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：武欣姝）

海天国际 (01882.HK)：2024 年业绩公告点评：营收稳健增长，全球化布局加速

投资要点 注塑机行业需求高景气度兑现，2024 年公司营收实现高增 2024 年公司实现营收 161.28 亿元，同比+23.37%；毛利润 52.36 亿元，同比+24.65%；股东应占利润 30.80 亿元，同比+23.63%。国内市场方面，2024H1 以日用消费品为代表的部分下游行业需求旺盛，2024H2 汽车产业链需求复苏；海外市场方面，受益于全球产业链结构性调整及本公司海外投资布局的先发优势，在东南亚、北美、南美地区逐步开拓市场。受汇率波动影响，2024 年汇兑损益为-9603.6 万元，而 2023 年为+8234.7 万元。分业务看，2024 年注塑机实现营收 154.05 亿元，同比+23.77%，部件及服务实现营收 7.23 亿元，同比+16.18%。分注塑机产品型号看，受下游日用消费品行业需求复苏影响，Mars 系列销量实现大幅增长；受 3C 产品行业需求复苏影响，长飞亚系列电动注塑机销量增速较快；受新能源汽车海外产能投资提高影响，Jupiter 系列销量稳中有进。分海内外看，2024 年国内收入 101.12 亿元，同比+27.73%，海外收入 60.16 亿元，同比+16.76%，其中国内收入增速较高，主要系下游日用消费品行业需求复苏叠加公司推出全新五代机，海外收入增长可观，主要系全球产业链结构性调整，公司完善的海外布局兑现业绩增长。毛利率小幅提升，股东应占利润率同比持平主要系汇兑损失影响 2024 年公司毛利率为 32.46%，同比+0.32pct，我们判断毛利率提升的原因为：①订单饱满，整体产能利用率提升；②钢材等原材料价格处于低位。2024 年公司经营管理提质增效，期间费用率降幅可观，销售费用率为 7.91%，同比-0.71pct，一般及行政开支费用率为 6.43%，同比-0.36pct，我们判断期间费用率下降主要系公司加强费用管控，规模效应影响下经营效率再上台阶。2024 年公司股东应占利润率为 19.10%，同比+0.02pct，主要系汇兑损益由正转负影响。应收账款/存货同比增长，经营活动现金流同比持平 截至 2024 年末公司应收账款为 37.06 亿元，同比+7.96%，存货为 45.76 亿元，同比+29.31%。我们判断应收账款增长主要系营收提高影响，存货增加主要系订单饱满导致在产品/发出商品增长。2024 年公司经营业务所得现金净额为 21.01 亿元，同比+4.41%，我们判断系应收账款回收改善现金流。新产品迭代加速产品竞争力强，全球布局完善出海空间广阔 1)新产品带来更强的竞争力：公司面向高端市场推出了全新 5 代机，带来更强的产品性能与节能表现，不断渗透高端市场，另外公司面对下沉市场推出 SE 系列机型，以性价比优势抢占下沉市场份额。伴随新产品的不断迭代，公司实现面对注塑机分层市场的各个击破，未来有望持续提高市占率。2)海外市场布局完善：海外注塑机市场空间比国内更加广阔，公司在全球设有 6 个区域管理中心、5 个制造中心、9 个应用服务体验中心，海外布局成熟。公司海外布局完善是完成“五五规划”的保障，海外收入有望持续增长。盈利预测与投资评级：考虑到公司龙头优势持续巩固，海外渠道布局不断兑现业绩，

我们上调公司 2025-2026 年归母净利润预测分别为 35.22(原值 32.50)/39.08(原值 36.78) 亿元, 预测 2027 年归母净利润为 42.94 亿元, 当前市值对应 PE 分别为 9/9/8 倍, 维持公司“买入”评级。风险提示: 制造业复苏不及预期, 注塑机需求不及预期, 行业竞争加剧。

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 钱尧天)

比亚迪 (002594): 发布超级 e 平台, 兆瓦闪充开启油电同速

投资要点 推出超级 e 平台, 打造油电同速。比亚迪推出超级千伏架构, 全域电压 1000V, 电流 1000A, 最大功率 1000KW, 打造兆瓦闪充, 实现充电倍率 10C, 充电 5min 畅行 400 公里。打造 10C 闪充电池, 刀片电池全面进化。比亚迪推出二代刀片, 最大充电倍率 10C。①构建超高速离子通道, 降低电池内阻 50%; ②重新设计极柱, 构建双电子流通道, 产热降低 50%; ③搭配超稳定自修复 SEI 膜, 高温电池寿命提升 35%; ④采用冷媒直冷技术, 叠加双面立体复合流道, 换热面积增加 100%, 换热性能提升 90%; ⑤沿用 CTB 电池一体化技术, 安全性能进一步提升。规划兆瓦闪充桩, 此外充电不调桩。比亚迪推出兆瓦闪充桩, 规划数量 4000+。①液冷最大功率 1360KW, 占地面积 1.5 平米, 一桩双枪智能分配, 闪充枪重量仅 2kg; ②推出兆瓦闪充储能解决方案, 超充桩不再受电网容量限制; ③兼容公共快充桩, 搭配智能升压+双枪充电, 让超充桩秒变闪充桩(500KW), 500V/750V 公共充电桩全兼容。推出 3 万转电机, 1500V 碳化硅芯片。比亚迪推出 30511rpm 转速电机, 单模块单电机功率 580kw, 功率密度 16.4KW/kg, 零百加速 2 秒级, 最高车速超 300km/h; 此外, 推出 1500V 碳化硅功率芯片, 耐受温度 200 度, 低感设计 5nH, 高峰值电流 1000A; 并打造创新能量源切断开关, 1500V/1200A 高分断能力, 快速切断能量源 2ms。汉 L+唐 L 首发搭载超级 e 平台, 将于 4 月初正式上市。汉 LEV 预售价 27-35 万元, 唐 LEV 预售价 28-36 万元, 首发搭载超级 e 平台, 最大马力 1102 匹, 零百加速最快 2.7/3.6 秒, 最高极速 305/287km/h; 搭载天神之眼 B 高阶智驾激光版, 实现城市领航、高快领航、代客泊车及主动安全; 搭载 DiLink 超感交互智慧座舱, 装配 DeepSeek 满血版; 可搭配灵鸢比亚迪智能车载无人机系统。此外, DM-p 版本将打造王者混动, 通过某种黑科技, 突破技术重大难关, 使四驱混动具备两驱混动油耗。盈利预测与投资评级: 我们维持公司 24-26 年归母净利润 400/530/651 亿元的预期, 同增 33%/32%/23%, 对应 PE 29/22/18x, 给予 25 年 28x, 目标价 488 元, 维持“买入”评级。风险提示: 原材料价格波动, 销量不及预期。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 黄细里
证券分析师: 阮巧燕 证券分析师: 朱家佟)

钧达股份 (002865): 2024 年报点评: 24 年 N 型出货行业领先, 25Q2 抢装涨价进行中

投资要点 事件: 公司发布 2024 年报, 全年营收 99 亿元, 归母净利润亏损 5.9 亿元, 扣非亏损 11.2 亿元; 2024 年 Q4 营收约 17.5 亿元, 归母亏损 1.7 亿元(环比 Q3 亏损 2.5 亿元大幅减亏, 毛利转正), 扣非亏损 3.8 亿元。N 型出货行业领先、25 年有望回暖修复: 2024 年公司电池出货 33.7GW, 同增 13%, 出货量位居全球前三; N 型出货 31GW(占比 90%+), 出货量行业领先。全年外销占比提升至 24%(23 年约 5%); Q4 出货约 7.3GW N 型(无 P 型), 环比持平。全年单瓦亏损 1.5-2 分; Q4 受益外销占比提升至 50%+12 月电池价格修复, 测算单瓦净利约-2 分, 毛利转正、亏损环比收窄。2025 年随 P 电池出清+行业推动限产限价, 我们预计公司全年开机率维持在 80%左右; 当下在自律背景下满开状态, 3 月价格基本不亏损, 我们预计 2025 年 Q1 有望继

续减亏。技术布局深厚、推进海外布局：公司 N 型“MoNo 2”双面率达 90%、效率突破 26.3%；2024 年电池量产效率提升 0.5pct+，单瓦非硅降低约 30%。中试 TBC 电池效率较主流 N 型提效 1-1.5pct，并推动 TBC 电池下一阶段量产准备。同时公司持续推动阿曼项目建设落地，投建 5GW N 型电池、计划于 2025 年建成投产，享受海外高端溢价。同时推动 H 股发行工作，我们预计 2025 年 H1 有望落地，构建海外资本平台，为公司全球化发展提供有利保障。费用率稳中有降、经营现金微亏：2024 年销售费用 6kw 元、管理费用约 3 亿元，分别同降 15%/25%，主要系股权激励业绩条件未完成相关费用转回所致；Q4 费用率 10.5%，较 Q3 费用率 13%环降 3pct，其中研发费用率、财务费用率环降 1-2pct。Q4 经营现金净流出 0.45 亿元，环比转负。盈利预测与投资评级：我们基本维持 2025-2026 年盈利预测、新增 2027 年盈利预测，预计公司 2025 年-2027 年归母净利润 11.00/17.25/20.85 亿元（2025 年、2026 年前值为 11.06/17.36 亿元），同增 286.14%/56.78%/20.89%。基于公司光伏电池龙头地位，我们给予公司 2025 年 15X，对应目标价 72 元，维持“买入”评级。风险提示：政策不及预期，竞争加剧等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男
 证券分析师：徐毓嵘）

思摩尔国际（06969.HK）：2024 年业绩公告点评：雾化电子 H2 增速转正，HNB 有望释放利润弹性

投资要点 事件：2025 年 3 月 17 日，思摩尔国际发布 2024 年业绩公告。2024 年公司实现收入 117.99 亿元，同比+5.6%；归母净利润为 13.03 亿元，同比-20.8%。业绩符合预期：2024 年下半年，公司实现收入 67.61 亿元，同比+11.8%，归母净利润为 6.20 亿元，同比-33.2%。2024 年公司毛利率为 37.4%，同比-1.3pct，下滑主要系产品结构变化；归母净利率为 11.0%，同比-3.7pct，系毛利率下滑和销售费用率提升。自有品牌快速增长，一次性产品占比下降：分业务来看，2024 年自有品牌业务收入为 24.75 亿元，同比+34%；面向企业客户业务收入为 93.24 亿元，同比-0.3%，其中欧洲及其他/美国/中国收入分别为 50.97/39.88/2.39 亿元，同比+0.3%/-2.4%/+25.1%。一次性电子雾化产品收入 30.50 亿元，同比-9.5%；占比 26%，同比-4pct。雾化电子监管和政策趋严，欧洲、美国市场带动 to B 业务 H2 收入增速转正：单 H2，自有品牌收入为 13.59 亿元，同比+13%。公司面向企业客户业务 H2 收入为 54.02 亿元，同比分别+9.7%，其中欧洲及其他/美国/中国同比+14.2%/+5.1%/-11.7%，H1 增速为-15.7%/-9.7%/+101.3%，欧洲和美国增速环比 H1 转正。在美国执法力度加强与欧洲推行一次性禁令的趋势下，ODM 换弹式产品销售回升，同时自有品牌业务承接部分需求。HNB 新品空间可观，布局多元雾化业务：公司与英美烟草合作的加热不燃烧新品 glo Hilo 于 2024 年底在塞尔维亚试销，终端和客户反馈良好。HNB 市场规模处于快速增长阶段，随着英美烟草将 glo Hilo 推广至主要消费市场，HNB 产品将为公司贡献可观利润增量。此外，公司打造多元雾化平台，雾化美容产品岚至已在中国市场销售，同时持续加大雾化医疗的研发投入。盈利预测与投资评级：思摩尔国际是全球雾化科技龙头，与大客户绑定深耕雾化电子赛道，加大研发投入发展多元业务，未来或将受益于欧洲和美国电子烟监管趋严，加热不燃烧业务有望打造第二曲线。我们微调 2025/2026 年和新增 2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 16.4/22.2/28.7 亿元（2025/2026 年前值为 16.6/22.4 亿元），对应 PE 为 47/35/27 倍，维持“增持”评级。风险提示：监管政策不确定性、新业务推广不及预

期、市场竞争加剧等。

(证券分析师: 吴劲草 证券分析师: 石旻瑄)

研究助理: 王琳婧)

美图公司 (01357.HK): 2024 年业绩报点评: 业绩落于预告上限, 生产力及全球化战略加速

投资要点 事件: 2024 年公司实现营业收入 33.41 亿元, yoy+23.94%, 经调整归母净利润 5.86 亿元, yoy+59.16%, 业绩落于此前预告区间上限。同时, 公司公告将派发每股 0.0552 港元末期股息, 总计 2.52 亿港元 (约人民币 2.32 亿元), 股息派付比率约为 40%。影像与设计产品延续高速增长, 经营杠杆效应显著。2024 年公司影像与设计产品业务实现营收 20.86 亿元, yoy+57.12%, 营收占比达 62.43%, 同比提升 13.19pct, 广告业务实现营收 8.53 亿元, yoy+12.48%, 营收占比达 25.55%, 美业解决方案实现营收 3.85 亿元, yoy+32.43%, 主要系公司收缩非核心业务投入。高毛利率的影像与设计、广告收入增长, 驱动公司毛利率同比提升 7.25pct 至 68.67%, 费用端, 2024 年公司销售/管理/研发费用率分别为 14.47%、11.97%、27.26%, 同比变动-1.41pct、0.81pct、3.69pct, 研发费用率提升主要系生成式 AI 训练对应约 1.4 亿元增量, 同时增加研发人才储备。得益于高毛利率业务收入占比提升, 以及良好的费用管控, 公司经营杠杆效应显著, 2024 年实现经调整归母净利润 5.86 亿元, 同比增速 59.16%, 远高于营收的 23.94%, 经调整归母净利率达 17.55%, 同比提升 3.88pct。AI 提升产品力, 付费渗透率稳步提升。截至 2024 年末, 公司 MAU 达 2.66 亿, 同比增长 6.69%, 付费用户达 1261 万, 付费率达 4.74%, 同比提升 1.09pct。公司持续通过 AI 赋能产品, 推出“粘土滤镜”“脑洞特效”“AI 换装”等 AI 爆款功能, 驱动用户付费转化。公司影像与设计产品付费渗透率仍处低位, 长期看好 AI 加持下公司产品力提升, 以及生产力场景扩展, 驱动付费率稳步向上。生产力与全球化战略突破, 增长潜力有望逐步释放。截至 2024 年末, 公司中国内地以外市场的 MAU 达 9451 万, 同比增长 21.66%。公司探索出产品驱动增长+社媒放大的出海策略, 打造 AI 爆款的能力也得到初步验证, 2025 年 2 月美颜相机推出 AI 换装功能, 登顶新加坡等 12 国和地区的 AppStore 总榜, 产品 MAU 突破 7200 万, 看好出海成为用户增长主要驱动。生产力方面, 截至 2024 年末, 生产力工具 MAU 达 2219 万, 同比增长 25.63%, 以 AI 为驱动的美图设计室付费订阅用户达 113 万, 同比增长 30%, 产品收入同比翻倍增长, 聚焦口播视频创作的开拍截至 2024 年末 MAU 已破百万, 同时公司将组建海外本地化团队推动生产力工具出海, 期待生产力工具成为驱动公司业绩增长的又一引擎。盈利预测与投资评级: 我们看好公司生产力与全球化战略推进, 经营杠杆效应有望继续显现, 上调 2025-2026 年并新增 2027 年业绩预期, 预计 2025-2027 年经调整归母净利润分别为 9.14/12.02/15.56 亿元 (25-26 年前值为 9.01/11.81 亿元), 对应当前股价 PE 分别为 29/22/17 倍, 维持“买入”评级。风险提示: AI 技术及应用不及预期, 生产力与全球化战略不及预期风险

(证券分析师: 张良卫 证券分析师: 陈欣)

道通科技 (688208): 25Q1 业绩预告点评: 业绩高增, 期待 AI 赋能新老业务发展

投资要点 事件: 公司发布业绩预告, 2025Q1 公司预计实现归母净利润 1.8-2.0 亿元, 同比+44.3 至+60.3%, 中值 1.9 亿元对应同比+52.3%, 实现归母扣非净利润 1.8-2.0 亿元, 同比+44.1%至 60.1%, 中值 1.9 亿元对应同比+52.1%。受 AI 赋能数智维修、数智能源业务及日常经营

等因素推动，市占率、运营效率及盈利能力提升。 AI 机器人积极推进能源、交通等领域应用落地。公司持续推进并不断优化团队实力、解决方案、客户拓展、生态建设等方面的布局和能力，同时积极推进以巡检垂域大模型为核心的空地一体解决方案在能源、交通等领域的应用落地，为公司的未来发展蓄势聚力，有望导入中石油区域油田、河北高速、南网科技、国网智能等潜在客户，积极推进能源、交通等领域应用落地。公司深入布局充电桩领域，有望持续受益于海外增长。北美充电桩空间尚广阔，公司兼具品牌、市场、服务及全球供应链等系统性优势。根据 AFSL，美国 2024 年 1-11 月累计新增公桩 3.6 万台，同比+15.5%，其中直流快充累计新增 1.1 万台，同比+30.6%，后续增长仍可期。我们认为公司凭借产品与销售网络持续布局仍将充分享受美国充电桩市场发展红利。数字维修压舱石稳固，持续深耕构筑壁垒。公司长期深耕北美、欧洲为主的海外汽车后市场，持续巩固技术实力、产品竞争力、市场占有率等方面优势，行业地位稳固。公司推出数智维修行业大模型，使得维修更智能、更简单、更高效，极大提高诊断产品数智化水平，全面提升用户极致体验。AI 赋能逐步提高市场占有率，目前公司以 32.7% 的全球市占率超越博世、实耐宝等传统巨头。盈利预测与投资评级：考虑到公司三项业务全面铺开，AI 有望对新、老业务全面赋能，我们将公司 2024/2025/2026 年预期归母净利润由 6.4/7.7/9.4 亿元调整为 6.4/7.9/9.5 亿元，2025 年 3 月 18 日收盘价对应 PE 分别为 33.1/26.7/22.2 倍，维持“买入”评级。风险提示：海外电动车渗透不及预期；海外市场需求不及预期；政策支持不及预期；机器人相关需求不及预期；公司新业务扩张不及预期。

（证券分析师：张良卫 研究助理：李博韦）

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>