

晨会纪要

数据日期: 2025-03-18	上证综指	深证成指	沪深300指数	中小板综指	创业板综指	科创50
收盘指数(点)	3429.75	11014.74	4007.72	12100.56	3083.82	1089.82
涨跌幅度(%)	0.10	0.51	0.27	0.40	0.54	0.61
成交金额(亿元)	5863.38	9333.49	2927.39	3133.93	4616.31	1140.13

晨会主题

【常规内容】

宏观与策略

固定收益专题研究: 固定收益专题报告-债市“牛转熊”拐点之回溯

策略专题: 资金跟踪与市场结构周观察(第五十七期)-成交热度小幅回落

行业与公司

公用环保行业周报: 公用环保202503第3期-促进环保装备制造业高质量发展, 算电协同行业梳理

金属行业专题: 黄金行业专题: 金价强势, 黄金股配置价值凸显

轻工制造行业周报(25年第11周): 浆厂装置面释放利好, 1-2月IP潮玩线上市场高增

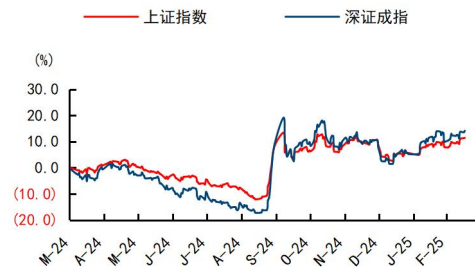
BOSS直聘(BZ.O) 海外公司财报点评: 付费企业数再创新高, AI布局持续深化

山金国际(000975.SZ) 财报点评: 黄金成本优势突出, 未来成长性值得期待

BOSS直聘(BZ.O) 海外公司财报点评: 招聘需求企稳回升, 关注AI产品进展

宝胜国际(03813.HK) 海外公司财报点评: 2024年收入承压盈利维稳, 线上全渠道占比持续提升

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

主要市场指数 03月19日

	收盘指数	涨跌幅%
道琼斯	33597.92	0
纳斯达克	10961.46	-0.48
S&P500	3801.78	-0.44
法国CAC40	6000.24	-0.72
德国DAX	14261.19	-0.57
日经225	27574.43	-0.4
恒生	24740.57	2.46

基金指数 03月19日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3221.59	-0.08
股票基金指数	10376.43	0.01
混合基金指数	9687.92	-0.06

汇率 03月19日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.09	0.21
美元兑人民币	7.22	-0.13
美元兑港币	7.76	-0.0
美元兑日元	149.29	0.05

非流通股解禁 03月19日

名称	解禁数量(万股)	流通股增加%	解禁日期
匠心家居	6000.00	100.00	2025-03-13
长安汽车	2590.64	45.92	2025-03-05
山水比德	2525.00	100.00	2025-02-13
霍普股份	2880.00	100.00	2025-01-28
浙版传媒	180000.02	100.00	2025-01-23
洪兴股份	6497.49	100.00	2025-01-22
云南旅游	6857.37	100.00	2025-01-16
广百股份	18692.79	100.00	2025-01-06

【常规内容】

宏观与策略

◆ 固定收益专题研究:固定收益专题报告-债市“牛转熊”拐点之回溯

一、债市牛熊周期划分：2002 年始，我们以利率单边变化超过 70 个基点，且具有连续趋势变化特征为划分标准，共计出现了 6 次大型熊市以及 7 次大型牛市。

二、六轮债券熊市回顾：（1）2003 年 9 月—2004 年 11 月；（2）2007 年 1 月—2008 年 8 月；（3）2010 年 8 月—2011 年 8 月；（4）2013 年 5 月—2013 年 11 月；（5）2016 年 11 月—2018 年 1 月；（6）2020 年 4 月—2020 年 11 月。

三、“牛转熊”拐点的特征：从债券市场“牛—>熊”转换回顾的历史后视镜角度来看，有如下一些特征：

- （1）基本面的拐点和政策面的拐点基本都会发生在大熊市起点之前；
- （2）相比而言，基本面拐点更接近于牛熊拐点时期，而政策面转折点多数远早于牛熊折点。这在一定程度上反应出中国央行的鹰派色彩，但是 2016—2017 年这轮熊市货币政策的拐点却远晚于基本面拐点，这可能和 2015—2016 年的三轮“股灾”事件有关；
- （3）除去 2016—2018 年熊市外，其他的债券熊市基本都会出现 CPI 增速上行破 3.0% 的现象；
- （4）从名义经济增速变化角度来看，其弹性越发降低，但是利率的波动性并没有显著收敛；
- （5）经济基本面数据出现明显改善（增长/通胀由负转正），往往债市会弱化政策面的影响。

风险提示：政策调整滞后，经济增速下滑。

证券分析师： 赵婧（S0980513080004）、季家辉（S0980522010002）、董德志（S0980513100001）

◆ 策略专题:资金跟踪与市场结构周观察(第五十七期)-成交热度小幅回落

市场成交量下降。上周（20250310—20250314）全市场成交量继续下降，沪深两市成交额位于近一年的 74.5% 分位数水平（前值为 78.4%）。政策接续发力，市场情绪有望回暖。

成交额集中度有所下降。上周，行业层面成交额集中度保持下降趋势，个股层面成交额集中度保持下降趋势。行业层面涨跌幅分化度保持下降趋势，个股层面涨跌幅分化度保持下降趋势。

赚钱效应下降。Top10% 个股涨跌幅与中位数涨跌幅的差为 6.83%，相比前值下降 1.73 个百分点。全 A 涨跌中位数为 1.72%，较前值下降 0.49 个百分点。Top25% 分位数为 4.27%，较前值下降 1.61 个百分点。Top75% 分位数为 -0.70%，较前值下降 0.59 个百分点。

行业换手率上升。上周换手率最高的三个一级行业为：计算机（32.46%）、传媒（18.48%）、机械设备（18.21%）。上周换手率最低的一个一级行业为：银行（1.16%）、石油石化（1.67%）、交通运输（3.28%）。

机构调研强度下降。从行业层面的机构调研强度看，电子（11.67%）、医药生物（9.44%）、机械设备（8.08%）三个行业的调研强度最高。从宽基指数层面看，中证 500 的调研强度最大，为 0.91。从边际变化看，沪深 300 的调研强度在上周的绝对变化最大，增加了 0.31。

股市资金净流入。上周股市资金净流入 312.44 亿元，较前值少流入 221.97 亿元。各分项资金为：（1）融资余额增加 182.23 亿元；（2）重要股东增持 8.79 亿元；（3）ETF 流入 280.07 亿元；（4）新发偏股基金 62.95 亿元；（5）IPO 20.68 亿元；（6）定向增发 0.00 亿元；（7）重要股东减持 47.67 亿元；（8）ETF 流出 153.24 亿元。

从资金流入流出来看，较前值，各分项的变化为：（1）融资余额增加 61.15 亿元；（2）重要股东增持减少 14.28 亿元；（3）ETF 流入减少 276.44 亿元；（4）新发偏股基金减少 7.25 亿元；（5）IPO 增加 3.85 亿元；（6）定向增发减少 20.16 亿元；（7）重要股东减持减少 77.28 亿元；（8）ETF 流出增加

78.73 亿元。

资金流出风险上升。上周限售解禁家数为 49 家，较前值增加 10 家。限售解禁市值为 559.74 亿元，较前值增加 140.49 亿元。预计本周和下周的限售解禁市值为 420.69 亿元。从行业来看，前两周限售解禁市值最多的三个行业为：通信（166.29 亿元）、轻工制造（124.35 亿元）、汽车（68.92 亿元）。有 14 个行业没有限售解禁出现。

风险提示：数据更新滞后；数据统计误差；文中个股仅作数据梳理，不构成投资推荐意见。

证券分析师：王开（S0980521030001）、陈凯畅（S0980523090002）

联系人：郭兰滨

行业与公司

◆ 公用环保行业周报：公用环保 202503 第 3 期—促进环保装备制造业高质量发展，算电协同行业梳理

市场回顾：本周沪深 300 指数上涨 1.59%，公用事业指数上涨 2.19%，环保指数上涨 2.53%，周相对收益率分别为 0.61% 和 0.94%。申万 31 个一级行业分类板块中，公用事业及环保涨幅处于第 12 和第 10 名。分板块看，环保板块上涨 2.53%，电力板块子板块中，火电上涨 3.39%；水电上涨 0.88%，新能源发电上涨 1.48%；水务板块上涨 1.31%；燃气板块上涨 2.01%。

重要事件：工业和信息化部、生态环境部、市场监管总局近日联合印发《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。

专题研究：算电协同行业梳理。电力基础设施是发展 AI 的重要支撑。AI 发展和运行过程中需要大量电力，数据中心用电具有负荷集中、可靠性要求高、具有一定的周期性和波动性同时又有时空灵活性以及绿色性要求高等主要特征，对能效利用率有一定硬指标。电力设备及用电成本是数据中心建设运营的核心关注点之一。绿电、核电在能耗使用、降低碳排放以及降低成本等方面与数据中心发展需求较为适配，算电协同是数据中心发展的重要方向。

投资策略：公用事业：1. 煤价电价同步下行，火电盈利有望维持合理水平，推荐全国大型火电企业华电国际以及区域电价较为坚挺的上海电力；2. 国家持续出台政策支持新能源发展，新能源发电盈利有望逐步趋于稳健，推荐全国性新能源发电龙头企业龙源电力、三峡能源，区域优质海上风电企业广西能源、福能股份、中闽能源，以及开展新能源与智算中心一体化深化算电协同标的金开新能；3. 装机和发电量增长对冲电价下行压力，预计核电公司盈利仍将维持稳定，推荐核电运营标的中国核电、中国广核；国家电投整合核电资产，打造 A 股第三家核电运营商，推荐重组标的电投产融；4. 全球降息背景下高分红的水电股防御属性凸显，推荐业绩稳健性和成长性兼具的水电龙头长江电力；5. 燃气推荐具有区位优势，量价张力较强的城市燃气龙头华润燃气，以及具有海气贸易能力，特气业务锚定商业航天的九丰能源；环保：水务&垃圾焚烧行业进入成熟期，自由现金流改善明显，再叠加无风险收益率的持续走低，投资者的预期回报率和风险偏好均有所下降，建议关注环保板块中的“类公用事业投资机会”，推荐光大环境，中山公用；中国科学仪器市场份额超过 90 亿美元，国产替代空间广阔，推荐聚光科技；欧盟 SAF 强制掺混政策生效在即，对原材料需求增加，国内废弃油脂资源化行业有望充分受益，推荐山高环能。

风险提示：环保政策不及预期；用电量增速下滑；电价下调；竞争加剧

证券分析师：黄秀杰（S0980521060002）、郑汉林（S0980522090003）、刘汉轩（S0980524120001）

联系人：崔佳诚

◆ 金属行业专题:黄金行业专题：金价强势，黄金股配置价值凸显

黄金价格走势回顾

2025 年年初(截止至 3 月 14 日)，COMEX 金价涨幅约 13.42%，沪金涨幅约 12.53%。年初至今金价表现强势，我们认为主要是因为：1) 地缘风险，美国对外加关税推升避险情绪；2) 伦敦金逼仓风险，由于担心美国对黄金加征关税以及对诺克斯堡金库进行审查，Comex 黄金相较于伦敦金有明显溢价，伦敦金被大量运往美国；3) 中美之间博弈，国内 AI 领域技术创新有重大突破，弱化美元，美元指数下行也利好黄金；4) 美联储主席偏鸽派的表态。

金价持续创新高，年内有望保持强势

美元信用：美元在全球外汇储备占比长期呈现下降趋势，驱动金价中枢持续上行。年初至今，美元指数快速调整，主要影响因素包括：1) 美国近期有部分宏观经济数据表现不佳，引发市场交易其衰退的风险，美联储仍处在降息的通道当中，美债利率中枢下行；2) 美国财政体系持续承压，美国财政部表示，本财年前四个月，美国联邦预算缺口扩大至创记录的 8400 亿美元；3) 美国对外加征关税，美元的避险属性逐步受到市场的质疑。

央行购金：全球央行购金量连续 3 年超过 1000 吨，远超 2010-2021 年平均 473 吨的水平。展望 2025 年，地缘政治风险和经济不确定性依然会使得各央行很有可能再次将黄金作为稳定的战略资产。

地缘风险：美国对全球的贸易战愈演愈烈，或持续触发避险情绪。另外，俄乌冲突和中东局势前景仍不明朗，或持续扰动市场情绪。

利率框架：美联储年内降息预期有所提升。美国 2 月制造业 PMI 为 50.3，低于预期的 50.8；2 月 CPI 同比增加 2.8%，低于预期的 2.9%；2 月失业率 4.1%，高于预期的 4.0%；2 月非农就业人口增加 15.1 万人，低于预期的 16.0 万人。近期美国各项经济数据有所反复，市场交易今年预计会有 3 次总计 75bp 的降息。

金价和黄金股股价有所背离，后市估值有望修复

从一年维度来看(2024 年年初至今年 3 月 14 日)，沪金涨幅约 41%，申万有色指数涨幅约 19%，黄金股票指数涨幅约 27%，金价表现更优，我们认为其主要原因包括：

1) 产量方面：前两年产量增速放缓，未来两年有望提速。根据我们的统计和预测，A 股 5 家核心金矿企业 2023 年矿产金产量约 85.98 吨，同比增长 2.54%，2024 年产量约 92.27 吨，同比增长 7.32%，2025 年产量将达到 108.30 吨，同比增长 17.37%，2026 年产量将达到 122.30 吨，同比增长 12.93%。

2) 业绩方面：企业利润有所起伏，兑现度有望持续稳步提升。从 2020 年初至今，金价基本上呈现季度均值逐季度上升的趋势，对于金矿企业的利润而言，理应也是呈现季度利润逐季度上升的趋势，但是企业在实际经营过程中并非如此，总会有各种各样的障碍，使得企业利润总体有所起伏。我们认为，随着金价一直保持强势，企业连续几年实现高利润状态之后，资产负债表持续改善，资产质量持续改善，未来业绩兑现度有望持续稳步提升。

3) 估值方面：黄金股估值持续下降，2025 年估值性价比。根据统计数据显示，A 股黄金股估值从 2020 年年初开始持续下降，动态 PE(TTM) 约从 2020 年初 50 倍下降至目前 25 倍。预计 2025 年黄金均价同比 2024 年仍会有明显提升。若按照沪金均价为 650 元/克测算，预计 2025 年主流金矿企业 PE 在 10-15 倍之间。

相关标的：山东黄金、山金国际、中金黄金、赤峰黄金、湖南黄金、紫金矿业、招金矿业、玉龙股份

证券分析师： 刘孟峦(S0980520040001)、杨耀洪(S0980520040005)

◆ 轻工制造行业周报(25 年第 11 周)：浆厂装置面释放利好，1-2 月 IP 潮玩线上市场高增

本周研究跟踪与投资思考：近期国内外浆厂装置面释放利好，巴西 Bracell 预期转产，Mercer、ILIM 与亚太森博等浆厂相继释放停机检修消息，浆价或仍有上涨预期，在成本面支撑下文化纸有望延续温和提涨；IP 潮玩市场线上维持高增长，1-2 月潮玩动漫、积木玩具行业线上累计增速分别为+39.8%/+15.9%。

浆厂装置面释放利好，成本支撑文化纸提涨。进入 2025 年，海外浆厂已连续 3 月报价提涨，截至 3 月 14 日，外盘阔叶浆、针叶浆分别为较年初上涨 40 美元/吨、30 美元/吨，近期供应端国际浆厂预期转产、国内外检修消息释放：海外俄罗斯依利姆集团 ILIM 计划 4 月 20 日至 5 月 20 日停产检修，月亮纸浆厂 Mercer 预计 3 月底将开始为期 20 天的检修，预计供应量减少 3 万吨，巴西 Bracell 计划 5 至 7 月继续部分转产溶解浆，预计减少 30 万吨阔叶产量，亚太森博明确停机检修计划，预计 4 月减少阔叶商品浆供应 9 万吨。海内外浆厂挺市意向延续，叠加 3 月 17 日上海纸浆周开启，浆价或仍有上涨预期。文化纸方面，终端消费虽然并未出现明显改善，但由于纸厂盈利压力大且成本浆价持续上涨，双铜纸、双胶纸市场价已分别较年初上涨 240 元/吨、149 元/吨，3-4 月虽有新产能投产但新增供应影响有限，考虑到原料木浆相对原纸价格运行偏强，预计文纸有望延续温和上涨。

1-2 月潮玩动漫线上销售同比+39.8%，积木玩具线上销售同比+15.9%。根据久谦线上全平台数据，2025 年 2 月潮玩动漫行业线上销售额 12.9 亿，同比+39.8%，1-2 月累计增速 34.6%，其中动漫游戏周边、盲盒娃娃品类维持高景气度，1-2 月线上累计增速分别为+55.1%/+156.8%；玩具市场方面，2025 年 2 月积木玩具行业线上销售额 4.0 亿，同比+4.0%，1-2 月累计增速 15.9%，其中布鲁可 1-2 月线上零售增速 7.5%。

重点数据跟踪：市场回顾：上周轻工板块+1.76%，周相对收益+0.18%。家居板块：12 月家具类零售额同比+8.8%，2025 年 1 月建材家居卖场销额同比+3.1%；上周 TDI 国内现货价上涨 50 元/吨，软泡聚醚市场价下跌 100 元/吨。浆价纸价：上周外盘针、阔叶浆报价持平；内盘针叶浆上涨 80 元/吨、阔叶浆价格持平；溶解浆较上周持平；废纸现货价下跌 4 元/吨；成品纸方面，上周双胶纸、双铜纸市场价均上涨 100 元/吨，箱板纸下跌 50 元/吨、瓦楞纸下跌 55 元/吨，白卡纸与白板纸价格持平。地产数据：2 月 30 大中城市商品房成交面积同比+31.8%，2 月二手房成交面积同比+72.3%。出口数据：1-2 月我国家具出口额累计增速为-15.5%。

投资建议：随着政企双补在重点城市加速落地，看好家居龙头经营与估值修复，重点关注欧派家居/索菲亚/顾家家居/公牛集团；关注短期供给改善、需求旺季支撑纸价提涨落地，重点推荐太阳纸业，推荐业绩稳健、高分红率的精品纸包装龙头裕同科技；文娱板块推荐传统主业稳健、新业务快速成长的晨光股份；新型烟草重点推荐雾化电子烟业务迎触底反转、HNB 有望伴随大客户业务与市场开拓而快速成长的思摩尔国际。

风险提示：消费复苏不及预期；地产销售竣工不及预期；行业竞争格局恶化。

证券分析师： 陈伟奇（S0980520110004）、王兆康（S0980520120004）、邹会阳（S0980523020001）

联系人： 李晶

◆ BOSS 直聘(BZ.O) 海外公司财报点评:付费企业数再创新高，AI 布局持续深化

2024Q4 收入同增 15%，略超前期指引。2024 年，公司收入 73.6 亿元/+23.6%，经调归母净利润 27.3 亿元/+26.5%。2024Q4，公司收入 18.2 亿元/+15.4%，略超管理层指引（13.6%-14.6%）；经调归母净利润 7.3 亿元/+15.8%，优于彭博一致预期（7.0 亿元），增长降速系 2023 年高基数及企业招聘意愿渐恢复影响。分行业看，2024 年蓝领业务收入占 38%，四季度制造业/物流/汽车/医疗/教育/专业服务增长较快，同时春节后 AI 技术进步带动互联网产品、技术岗位招聘需求增长（新增 AI 相关岗位同比+64%）。

付费企业用户数再创新高，ARPU 稳步上行。求职者端，2024Q4，DAU 同比+28%达 5270 万。企业端，2024 年付费企业用户数同比+17%达 610 万并创下新高，求职者与企业端的变化体现 2024Q4 求招比改善。大客户持续增长带动，付费端 ARPU 持续改善，2024 年全年 ARPU 值为 1192 元，同比+5.2%。

经营利润率持续提升。2024Q4，毛利率为 82.8%/+0.2pct；经营利润率 20.9%/+6.8pct。销售/研发/管理费率分别为 23.4%/24.1%/15.1%，同比-4pct/-3pct/+1pct。营销投放、研发费用规模摊薄效应持续显现，管理费率则仍受员工优化补偿影响。2024Q4 经调整净利率 39.9%/+0.1pct，提升幅度小于经营利润率受研发费用加计扣除及历史亏损的可抵税项减少，所得税率同比+4.0pct；账面现金持续用于二级市场回购，利息及投资收益同比-6945 万元。

2025Q1 收入预计同增 11.5%-12.7%，AI 布局持续推进。2025 春节后日均新增职位发布数量同比增长超 10%，公司预期 2025Q1 收入同比增加 11.5%-12.7%。AI 布局上，已有 AI 产品灰测，助力招聘双边成交效率提升 60%，时间节约 40%。运营层面，公司借助 AI 在信息安全审查方面提升了 30%的效率。2024 年公

司累计回购约 2.29 亿美元股份，约占流通股本的 3.7%。

风险提示：用户增长不及预期、行业竞争加剧、信息安全&监管风险等

投资建议：2025 年 AI 应用端侧落地元年，考虑公司 AI 产品研发费用有所增加，我们略下调 2025 年经调整归母净利润为 33.5 亿（下调幅度为-4.9%），但暂维持 2026 年经调整净利润预测为 43.1 亿元，并新增 2027 年预测 52.7 亿元，对应增速为 23.6%/28.8%/22.1%，对应收盘价 PE 估值 19.1/14.9/12.2x。AI 产品研发支出虽短期扰动利润表现，但中长期看或将提升 B/C 端用户体验与潜在收入贡献；此外国内提振经济政策密集出台，2025 年初企业招聘意愿也已呈现边际改善态势，公司迎来新的发展机遇，看好公司作为人服行业平台型龙头的 α 属性上的 β 弹性，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 曾光（S0980511040003）、张鲁（S0980521120002）、张伦可（S0980521120004）、陈淑媛（S0980524030003）

◆ 山金国际(000975.SZ) 财报点评:黄金成本优势突出，未来成长性值得期待

公司发布 2024 年年报：全年实现营收 135.85 亿元，同比+67.60%；实现归母净利润 21.73 亿元，同比+52.57%；实现扣非净利润 22.12 亿元，同比+56.85%；实现经营活动净现金流 38.71 亿元，同比+77.59%。公司业绩落在此前预告指引的范围之内，总体符合预期。

核心产品产销量数据：2024 年，公司矿产金全年产量 8.04 吨，同比+14.69%，全年销量 8.05 吨，同比+9.67%；其中，24Q1/Q2/Q3/Q4 产量分别为 1.98/2.18/2.12/1.76 吨，销量分别为 2.28/2.13/2.10/1.54 吨。同时公司给出 2025 年经营计划：黄金产量不低于 8 吨，其他金属不低于 2024 年。

黄金成本优势突出：2024 年，公司矿产金合并摊销后成本为 145.40 元/克，同比-17.58%，成本管控效果显著，毛利率达到 73.54%。

分红方案：2024 年，公司拟向全体股东每 10 股派发现金股利 3.65 元(含税)，不送红股，不以资本公积金转增股本，共计现金分红总额约为 10.14 亿元，占本年度归属于公司股东净利润的比例为 46.64%。

资源为先，成长性值得期待：1) 华盛金矿是 2021 年公司收购的停产金矿，属于国内稀有的类卡林型大型金矿，找矿潜力巨大，目前正在推进扩证复产工作，项目采用露天开采，生产工艺简单，开采成本也比较低，预计未来年产能 2-3 吨；2) Osino 是 2024 年公司收购的矿山企业，实现海外并购项目零的突破，其主要资产为位于纳米比亚的 Twin Hills 金矿项目，金资源量 127.20 吨，金储量 66.86 吨，项目已启动建设，预计投产后将带来每年 5 吨的黄金产能。

风险提示：项目建设进度不及预期；黄金价格大幅回调；安全和环保风险；远期扩张摊薄回报的风险。

投资建议：维持“优于大市”评级。

受益于金价上涨，上调公司盈利预测。预测公司 2025-2027 年实现营收 152.52/159.00/178.44(原预测 149.22/154.89/-) 亿元，同比增速 12.3%/4.2%/12.2%；归母净利润 30.28/32.54/39.87(原预测 27.90/29.79/-) 亿元，同比增速 39.3%/7.5%/22.5%；当前股价对应 PE 为 16/15/12X。考虑到公司资源禀赋突出，成本优势明显，且未来随着资源挖潜以及新项目的并购，黄金产量存在较大提升空间，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 刘孟峦（S0980520040001）、杨耀洪（S0980520040005）

◆ BOSS 直聘(BZ.O) 海外公司财报点评:招聘需求企稳回升，关注 AI 产品进展

收入同比增长 15%，经调整利润率达 40%。24Q4，公司营业收入 18.2 亿元，同比+15%，环比-5%，略高于公司 24Q3 业绩会的同比指引。2024Q4，现金账单收入为 18.4 亿元，同比+3%，环比+2%。本季度毛利率为 83%，同比+0pct，环比-1pct。24Q4，公司销售费用 4.3 亿元，销售费率 23%，同比-4pct，环比-4pct。24Q4 公司经调整净利润 7.2 亿元，经调整净利润率 40%，同比+0pct，环比+1pct。业绩会上，公司预计 25 年的 Non-GAAP 营业利润为 30 亿，同比增长约 30%。1) 仍处于用户快速增长阶段但不会有大规模的营销活动。用户增长目标设定为超过 3500 万（24 年新增完善用户近 4950 万人）。2) 股权激励费用将逐季下降。公司预计 25Q1 总收入介于 19.0 至 19.2 亿元之间，同比增加 11.5%至 12.7%。

付费企业数同比增长 17%，招聘需求企稳回升。2024Q4，平台 MAU 5270 万，同比+28%，环比-9%。B 端

来看，累计 12 个月付费企业数 610 万，同比+17%，环比+2%。ARRPU 值（累计 12 个月）为 1192 元，同比增长 5%。根据业绩会，24Q4 白领跟大企业招聘的需求企稳，1 万人以上的超大型企业在四季度收入环比是增速最快的。25 年春节后招聘市场整体延续 2024 年底以来筑底稳步回升的趋势。AI Agent 领域积极拓展，未来有望带动 ARRPU 提升。1) C 端：求职者职位搜索的交互上增加了向 AI 提问题的搜索方式，并且帮助求职者进行面试训练。2) 招聘者可以与 Agent 进行交流：理解招聘者的诉求，去人才库里面找到，并给出推荐的理由，最后按照招聘者时间窗口，就结果与他进行交流。公司有面向招聘者的 AI 产品灰度了 1 年左右，对双边达成效应提高达 60%，对招聘者时间节约 40%。灰测来看，对需要大量开聊的领域会比较好。未来会推出 AI 账户，拥有代开聊等功能，对 ARPPU 提升会明显。

投资建议：2025 年 AI 应用端侧落地元年，考虑公司 AI 产品研发费用有所增加，我们略下调 2025 年经调整归母净利润为 33.5 亿（下调幅度为-4.9%），但暂维持 2026 年经调整净利润预测为 43.1 亿元，并新增 2027 年预测 50.7 亿元，对应增速为 23.6%/28.8%/22.1%，对应收盘价 PE 估值 19.1/14.9/12.2x。AI 产品研发支出虽短期扰动利润表现，但中长期看或将提升 B/C 端用户体验与潜在收入贡献；此外国内提振经济政策密集出台，2025 年初企业招聘意愿也已呈现边际改善态势，公司迎来新的发展机遇，看好公司作为人服行业平台型龙头的 α 属性上的 β 弹性，维持“优于大市”评级。

风险提示：政策风险，竞争格局风险，市场拓展不及预期风险等。

证券分析师： 张伦可（S0980521120004）、曾光（S0980511040003）、陈淑媛（S0980524030003）、张鲁（S0980521120002）

◆ 宝胜国际(03813.HK) 海外公司财报点评:2024 年收入承压盈利维稳，线上全渠道占比持续提升

2024 全年收入承压但盈利维稳，经营韧性凸显。宝胜国际作为国内领先的运动品牌零售商，2024 年实现收入 184.54 亿元，同比-8.0%，主要受线下客流量疲软及渠道结构调整影响；净利润同比微增 0.2% 至 4.91 亿元，展现盈利韧性。毛利率同比提升 0.5 个百分点至 34.2%，主要得益于严格的折扣管控及库存结构优化。在租金协商、人效提升及费用精简策略推动下，经营利润率同比+0.1%至 3.8%；净利率同比提升 0.3 个百分点至 2.7%，维持疫情后修复态势。库存周转效率改善，年底库存较三季度末环比下降 10.1%，营运资金天数同比减少 7 天至 130 天。全年派发股息每股 0.06 港元，派息率达 60%。

单四季度收入同比-3.2%至 44.7 亿元，归母净利润同比-17.3%至 1.5 亿元，主要由于线下客流量疲软及渠道结构调整。毛利率、经营利润率、净利率分别同比下滑 1.0/0.4/0.6 个百分点至 34.7%/4.4%/3.3%。

全渠道增长亮眼、占比提升。1) 线下门店坪效店效受客流影响下滑：公司持续精简升级实体门店网络，直营门店净减 75 家至 3448 家，平均面积同比增加低单位数，受客流不佳影响，平均门店月坪效、店效同比下滑高单位数到低双位数；同店销售同比下滑 16.4%。2) 全渠道增长亮眼：全渠道收入占比提升至 28%，同比+16%，其中抖音销售额翻倍，本地化直播与全国库存打通成为核心驱动力；B2C 公域渠道增长 23%，私域泛微店同比+8%，即时零售（美团、京东等到家服务）深化线上线下融合。

管理层展望：2025 年营收与盈利维稳。1) 盈利保持稳定：2025 年营收目标同比持平，毛利率及经营利润率维持稳定，库存周转天数保持稳定，直营店数根据市场趋势灵活调整、短期维持在 3300 间左右。2) 全渠道深化：预计全渠道收入占比提升至 30%，加码抖音店群与种草营销，强化即时零售与区域库存协同。3) 新品牌贡献提升：新品牌经过前一到两年孵化，开店数增加，2025 年计划开店 100 家，营收贡献有望提升。

风险提示：消费复苏不及预期；供应链物流受阻；渠道优化改革不及预期。

投资建议：看好全渠道带动增长及股息回报价值。基于短期零售环境压力仍然较大，我们下调 2025-2026 年盈利预测，预计 2025-2027 年净利润为 4.9/5.4/6.0 亿元（2025-2026 年前值为 6.2/7.6 亿元），同比+0%/11%/10%；维持 0.59~0.69 港元目标价，对应 2025 年 6-7x PE，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 丁诗洁（S0980520040004）、刘佳琪（S0980523070003）

【市场数据】

商品期货

商品	收盘价	涨跌幅	商品	收盘价	涨跌幅
黄金	697.50	0.35	ICE 布伦特原油	71.07	0.69
白银	8312.00	0.06	铜	80270.00	0.23
铝	20795.00	-0.19	铅	17590.00	-0.19
豆一	3965.00	-1.02	锌	23930.00	-0.66
豆粕	2903.00	-0.20	镍	130410.00	-1.68
玉米	2291.00	-0.52	锡	280690.00	-0.24
螺纹钢	3170.00	-0.90	SR505	6088.00	1.09

本月国内重要信息披露

公布日期	项目	本期数据	上期数据	上年同期数据	发布主体
2024/11/30	11月PPI(%)	-2.9	-3.3	-3.4	PPI
2024/11/30	11月CPI(%)	99.4	100.7	100.2	国家统计局
2024/11/30	11月狭义货币(M1)同比(%)	-0.0	-0.02	0.01	中国人民银行
2024/11/30	11月狭义货币(M2)同比(%)	0.07	0.07	0.1	中国人民银行
2024/11/30	11月新增人民币贷款(亿元)	5216.0	2965.0	11120.0	中国人民银行
2024/11/30	11月贸易顺差总额(亿美元)	97443.13	95715.17	69334.24	国家商务部
2024/11/30	11月固定资产投资累计同比(%)	0.03	0.01	0.02	国家统计局
2024/11/30	11月工业增加值(%)	0.05	0.05	0.06	国家信息中心
2024/11/30	11月社会消费品零售总额_同比(%)	0.03	0.03	0.02	国家统计局

近期非流通股解禁明细

代码	简称	本次解禁数量(万股)	流通股股本(万股)	流通股增加%	上市日期
301061.SZ	匠心家居	6000.00	8000.00	100.00	2025-03-13
000625.SZ	长安汽车	2590.64	632214.29	45.92	2025-03-05
300844.SZ	山水比德	2525.00	4040.00	100.00	2025-02-13
301024.SZ	霍普股份	2880.00	4239.00	100.00	2025-01-28
601921.SH	浙版传媒	180000.02	222222.22	100.00	2025-01-23
001209.SZ	洪兴股份	6497.49	9394.48	100.00	2025-01-22
002059.SZ	云南旅游	6857.37	101243.48	100.00	2025-01-16
002187.SZ	广百股份	18692.79	61761.91	100.00	2025-01-06
605287.SH	德才股份	2865.13	10000.00	100.00	2025-01-06
600679.SH	上海凤凰	550.77	34369.42	100.00	2024-12-23
000546.SZ	金圆股份	6613.75	78048.26	99.54	2024-12-20
301096.SZ	不适用	3960.00	10816.66	100.00	2024-12-20
688032.SH	不适用	1985.72	4000.00	100.00	2024-12-20
600859.SH	王府井	4147.65	113273.80	99.75	2024-12-17
301100.SZ	不适用	15000.00	20000.00	100.00	2024-12-17
603071.SH	不适用	32026.96	55795.44	100.00	2024-12-16
688246.SH	不适用	3663.35	13787.75	100.00	2024-12-16

000737. SZ	南风化工	104599. 31	169128. 73	100. 00	2024-12-16
301138. SZ	不适用	9000. 00	12000. 00	100. 00	2024-12-16
603216. SH	梦天家居	16600. 00	22136. 00	100. 00	2024-12-16
301101. SZ	不适用	8456. 60	13434. 14	100. 00	2024-12-16
002074. SZ	国轩高科	38416. 33	156267. 38	79. 01	2024-12-16
301177. SZ	不适用	36000. 00	40001. 00	100. 00	2024-12-16
000401. SZ	冀东水泥	106598. 80	247935. 72	99. 97	2024-12-16
300678. SZ	中科信息	381. 96	12858. 48	5. 95	2024-12-10
688110. SH	东芯股份	16571. 30	44224. 97	100. 00	2024-12-10
301168. SZ	通灵股份	7034. 70	12000. 00	100. 00	2024-12-10
688192. SH	迪哲医药	21784. 60	40000. 01	100. 00	2024-12-10
600886. SH	国投电力	48830. 64	745417. 97	100. 00	2024-12-10
301111. SZ	粤万年青	8986. 15	16000. 00	100. 00	2024-12-09
301193. SZ	家联科技	5985. 00	12000. 00	100. 00	2024-12-09
301199. SZ	迈赫股份	7650. 00	13334. 00	100. 00	2024-12-09
301179. SZ	泽宇智能	9900. 00	13200. 00	100. 00	2024-12-09
301126. SZ	达嘉维康	8187. 02	20650. 57	100. 00	2024-12-09
301213. SZ	观想科技	4804. 56	7999. 99	100. 00	2024-12-06
688151. SH	华强科技	24234. 68	34450. 00	100. 00	2024-12-06
301167. SZ	建研设计	2400. 00	8000. 00	100. 00	2024-12-06
301108. SZ	洁雅股份	4571. 77	8120. 98	100. 00	2024-12-03
000155. SZ	川能动力	17899. 55	144899. 55	100. 00	2024-12-03
301198. SZ	喜悦智行	5394. 00	10000. 00	100. 00	2024-12-02

全球证券市场统计

股票市场指数

简称	最新收盘价	1日 涨跌幅(%)	1周 涨跌幅(%)	1个月 涨跌幅(%)	3个月 涨跌幅(%)	12个月 涨跌幅(%)	30天 波动率(%)
道琼斯工业平均指数	41581. 31	-0. 622157	46. 88	46. 88	46. 88	46. 88	44. 52
德国 DAX 指数	23380. 70	0. 976611	83. 56	2. 34	15. 50	30. 38	47. 28
法 CAC40 指数	8114. 57	0. 502726	2. 17	-1. 12	9. 88	-0. 41	45. 23
恒生指数	24740. 57	2. 464220	4. 03	7. 67	24. 54	47. 81	66. 27
沪深 300 指数	4007. 72	0. 273600	1. 68	2. 42	1. 67	11. 21	66. 08
美国 SP500 指数	5614. 66	-1. 065352	0. 76	-8. 40	-4. 38	9. 03	50. 73
纳斯达克综合指数	17504. 12	-1. 710067	0. 39	-12. 65	-9. 73	8. 69	56. 90
日经 225 指数	37845. 42	1. 200379	2. 86	-3. 62	-3. 16	-4. 76	不适用

沪深港通资金流入流出 Top10

A 股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流入资金 (RMB, 万元)	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流出资金 (RMB, 万元)
1	300750. SZ	宁德时代	257. 0000	0. 3906	无数据	300750. SZ	宁德时代	257. 0000	0. 3906	无数据
2	603259. SH	药明康德	69. 6800	8. 8240	无数据	603259. SH	药明康德	69. 6800	8. 8240	无数据
3	601899. SH	紫金矿业	17. 7600	3. 1958	无数据	601899. SH	紫金矿业	17. 7600	3. 1958	无数据
4	300760. SZ	迈瑞医疗	250. 5200	0. 1479	无数据	300760. SZ	迈瑞医疗	250. 5200	0. 1479	无数据
5	002384. SZ	东山精密	37. 0800	7. 5406	无数据	002384. SZ	东山精密	37. 0800	7. 5406	无数据
6	688256. SH	寒武纪-U	750. 0000	-0. 2262	无数据	600036. SH	招商银行	45. 1400	0. 2220	无数据
7	600036. SH	招商银行	45. 1400	0. 2220	无数据	600519. SH	贵州茅台	1624. 0000	-0. 8462	无数据

8	600519.SH	贵州茅台	1624.0000	-0.8462	无数据	600900.SH	长江电力	27.2000	-0.6211	无数据
9	600900.SH	长江电力	27.2000	-0.6211	无数据	002594.SZ	比亚迪	384.5700	1.1361	无数据
10	002475.SZ	立讯精密	40.8600	0.4672	无数据	002475.SZ	立讯精密	40.8600	0.4672	无数据

港股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流入资金 (HKD, 万元)	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流出资金 (HKD, 万元)
1	2269.HK	药明生物	27.9500	0.05075188	48005.57	9988.HK	阿里巴巴-W	143.4000	0.05830258	523528.23
2	0941.HK	中国移动	85.0000	0.01553166	97070.61	1810.HK	小米集团-W	57.6500	0.03315412	445989.56
3	2432.HK	建行比联八零三B	68.3500	0.27876520	130505.04	0700.HK	腾讯控股	541.0000	0.03145853	430238.66
4	2432.HK	越疆	68.3500	0.27876520	130505.04	0981.HK	中芯国际	51.7000	0.04339051	233566.81
5	1024.HK	快手-W	66.3000	0.04409449	135201.83	2800.HK	盈富基金	无数据	无数据	213029.37
6	2015.HK	理想汽车-W	112.2000	0.06755471	159011.24	3690.HK	美团-W	177.3000	0.01256425	196604.73
7	3690.HK	美团-W	177.3000	0.01256425	161504.99	2015.HK	理想汽车-W	112.2000	0.06755471	166467.87
8	0981.HK	中芯国际	51.7000	0.04339051	247280.15	2432.HK	建行比联八零三B	68.3500	0.27876520	122854.36
9	9988.HK	阿里巴巴-W	143.4000	0.05830258	398249.92	2432.HK	越疆	68.3500	0.27876520	122854.36
10	0700.HK	腾讯控股	541.0000	0.03145853	412848.13	1024.HK	快手-W	66.3000	0.04409449	90094.55
11	1810.HK	小米集团-W	57.6500	0.03315412	537515.42	0941.HK	中国移动	85.0000	0.01553166	50753.07

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032