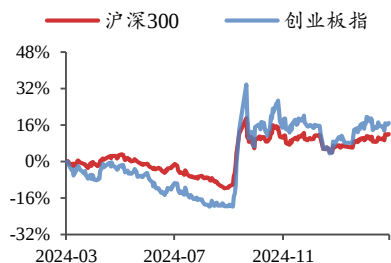


2025 年 03 月 19 日

开源晨会 0319

——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(%)
家用电器	1.850
有色金属	1.436
通信	0.916
医药生物	0.855
纺织服饰	0.743

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
食品饮料	-0.737
美容护理	-0.697
农林牧渔	-0.662
煤炭	-0.625
综合	-0.608

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

【宏观经济】生育补贴的经济账：从促生育到稳增长——兼评 2 月经济数据-20250318

【固定收益】论超长国债的上行空间——固收专题-20250318

【金融工程】3月转债配置：看好偏股低估风格转债——转债配置月报-20250318

行业公司

【商贸零售】2025 年 1-2 月社零同比+4.0%，社会消费温和复苏——行业点评报告-20250318

【地产建筑】销售降幅持续收窄，宅地成交收缩压制新开工动力——行业点评报告-20250317

【食品饮料】2月电商数据分析：白酒线上消费回暖，重视零食板块成长性——行业点评报告-20250317

【地产建筑：招商蛇口(001979.SZ)】拿地聚焦核心城市，计提减值拖累业绩——
公司信息更新报告-20250318

【海外：丘钛科技(01478.HK)】手机光学及指纹升级趋势确定，驱动利润上修潜力——港股公司信息更新报告-20250318

【中小盘：德赛西威(002920.SZ)】智能驾驶业务快速增长，海外布局提速打开成长空间——中小盘信息更新-20250318

研报摘要

总量研究

【宏观经济】生育补贴的经济账：从促生育到稳增长——兼评2月经济数据-20250318

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 陈策（分析师）证书编号：S0790524020002

消费：重视生育补贴“CAPEX指引”

1、呼和浩特生育补贴力度略超预期，需重视“长期执行前景”。按一、二、三孩占比测算各地的加权平均补贴力度，天门、武汉东湖新区、呼和浩特力度居前三，平均每个新生儿补贴6.0、4.0、3.8万元。

2、若呼市方案推广至全国：悲观情形下假设生育补贴不额外拉动出生人口，乐观情形参考天门次年出生人数提升17%，则2025-2029年总补贴9789-11453亿元、年均1958-2291亿元，提振消费支出有望年均拉动社零0.22%-0.25%、拉动GDP0.08%-0.09%。若考虑促生育带来的抚养支出以及住房消费则效果更佳。

3、呼市方案如何提振生育？预计2025首年拉动新生儿32-76万人，即约50万左右，往后年份随生育补贴支出增加而效果走强。OECD数据显示，各国家庭福利支出占GDP比重与生育率正相关， $Y=0.63 \times X$ 。2025首年1000亿生育津贴约占我国GDP0.07%，则有望增加生育32万人口（6.89亿女性 $\times 0.07\% \times 0.63 = 32$ 万）。其次可参考天水效果，天水执行次年（2024年）新生儿人口增长17%，呼和浩特平均补贴力度约为其半，则推算全国新生儿增加 $954 \times 17\% / 2 = 76$ 万人。

生产：工业强于服务业，供需结构有待改善

(1)工业生产：小幅回落但仍保持中高增速。分行业来看，贡献项来自于汽车、电气机械、通用设备；供需结构有待改善，1-2月工业企业产销率为95.5%，在历年同期处于次低水平。

(2)服务业生产：较前值下行了0.9个百分点。受益于DeepSeek等国产AI突破，信息软件服务贡献增量，但租赁商务服务和金融增速放缓。

固投：地产降幅收窄，设备更新和基建增速走高，有色比价或将上行

1、地产：销售降幅收窄，领先指标库销比未能延续改善态势。二手房成交仍处于历史高位，新房成交略低于2024年同期；作为二手房价领先指标的库销比在完成一轮修复后趋于平稳，后续观察地方加快收储步伐对供需结构的修复力度。

2、制造业：科创再贷款扩容提振设备更新，有色金属比价有望上行。分行业来看，汽车、通用设备投资增速较前值改善了19.5、6.1个百分点，有色冶炼、金属制品受高基数掣肘而走弱。“设备更新-建安投资”剪刀差走扩对应有色价格跑赢黑色价格，2月剪刀差走扩至16.9%，除了关税扰动推涨黄金，新质生产力扩张有望从需求端提振其他有色金属价格。

3、基建：专项债前置发力，广义和狭义基建均高增。截至3月16日，专项债发行进度为15.8%、已持平2024年3月末水平，发行和支出使用节奏从2024年的前低后高转为2025年的均衡或更加前置。

逆周期政策择机发力，Q2或是关键时点

1-2月经济数据相对平稳、有喜有忧，工业生产较强而供需结构弱，制造业基建强而房建弱，以旧换新支持品类的家电、汽车略有走颓。往后看，特朗普加征关税对出口的影响将逐步显现，仍需扩大内需予以对冲。因此我们维持此前观点，逆周期调节基调不会变，预计宽货币、宽财政等有关政策将择机推出，Q2或是关键时点。且近期央地研究出台生育补贴方案、国务院印发《提振消费专项行动方案》，指向政策发力窗口趋近。

风险提示：政策变化超预期；美国经济超预期衰退。

【固定收益】论超长国债的上行空间——固收专题-20250318

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 刘伟（分析师）证书编号：S0790524070008

债券收益率曲线：下行陡峭、上行平坦

我们发现，货币宽松时期，短端国债收益率往往比长端国债收益率下行幅度更为明显，导致债券收益率曲线呈现为“收益率下行、曲线陡峭”。

以10年国债和30年国债为例，比如，2018年-2020年债券收益率下行时期，10年国债收益率从3.98%下行至2.48%，而30-10年国债利差从39BP上行至83BP。

货币收紧时期，短端国债收益率往往比长端国债收益率上行幅度更为明显，导致债券收益率曲线呈现为“收益率上行、曲线平坦”。

比如，2020-2021年债券收益率上行时期，10年国债收益率从2.48%上行至3.35%，而30-10年国债利差从83BP下行至48BP。

我们认为，债券收益率曲线呈现“下行陡峭、上行平坦”特征的逻辑在于：（1）越长端的国债收益率，越反映的是稳定的潜在经济增速，因此波动更为平稳；（2）越短端的国债收益率，越反映的是短期的经济周期波动，甚至是资金面和货币政策的波动，因此波动更为明显。

对比美国债券市场，同样呈现为“下行陡峭、上行平坦”。2018年美联储转向宽松，10年美债下行259BP、30-10年美债利差上行70BP，曲线陡峭化；2020年下半年美联储开始边际收紧，10年美债上行446BP、30-10年美债利差下行96BP，曲线平坦化。

当前中国30-10年国债利差偏离合理水平

历史上看，中国30-10年国债利差中枢基本在50BP左右。

我们看到，2022年之前，每一轮债市下行周期，往往会出现30-10年国债利差的阶段性高点，利差高点普遍在70-90BP左右，比如，2020年二季度。

每一轮债市上行周期，往往会出现30-10年国债利差的阶段性低点，利差高点普遍在30-50BP左右，比如，2021年初。

2021年之后，债券市场出现了一轮明显的下行周期，按照历史债券收益率曲线的规律“下行陡峭、上行平坦”，对应30-10年国债利差处于上行周期，即30-10年国债利差应当处于中枢之上。

但是，2021年之后的债券市场，受房地产销售下降、银行缺乏优质资产和债市下行等诸多因素的影响，债市出现了明显的“资产荒”行情，最终导致30-10年国债利差“不下反上”，最低下行至10BP的历史低点，当前30-10年国债利差21BP仍然明显偏离合理水平。

2025年30年国债收益率估值回归3.0%

考虑到当前债市定价逻辑：政策对经济的拉动或仍存在不确定性，年内降息概率较大，10年国债收益率1.8%隐含25BP左右降息预期。只有认为2025年降息幅度超过25BP，才会判断未来债券收益率进一步下行。反之，2025年债券预期需要修正、债券估值回归合理水平。

我们维持观点，对于债券市场，2025年国债收益率上行“三步走”。当前处于“第一步资金或偏紧”、“第二步降息预期或完全退潮”的阶段。

第一步，资金或收紧，10 年国债目标 1.7%-1.8%；

第二步，降息预期或完全退潮，10 年国债目标 1.9%-2.2%；

第三步，地产、经济和通胀或确认回升，10 年国债目标 2.5%以上。

对于 10 年国债收益率目标，我们认为，10 年国债债券估值均值回归 2.5%或年内完成。

对于 30 年国债收益率目标，我们认为，此前受债市资产荒逻辑导致的低曲线利差水平，同样需要回归均值水平，即 30-10 年利差或回升至 50BP 左右。考虑到 10 年国债收益率目标 2.5%，对应 30 年国债收益率的上行目标 3.0%。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

【金融工程】3 月转债配置：看好偏股低估风格转债——转债配置月报-20250318

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 张翔（分析师）证书编号：S0790520110001 | 陈威（联系人）证书编号：S0790123070027

截至 2025 年 3 月 14 日，近 1 月可转债等权指数（889033.WI）上涨 2.90%，可转债高价指数（889041.WI）上涨 2.89%，中价指数（889042.WI）上涨 0.86%，低价指数（889043.WI）上涨 2.15%，可转债正股等权指数（889035.WI）上涨 7.68%。

转债和正股估值比较：转债估值适中

针对可转债与正股的估值比较，我们构建出时序上可比的估值指标“百元转股溢价率”，并计算滚动历史分位数衡量转债和正股当前的相对配置价值。

截至 2025 年 3 月 14 日，“百元转股溢价率”滚动三年分位数处于 42.20%，滚动五年分位数处于 52.90%。

偏债转债和信用债估值比较：偏债转债配置性价比不如信用债

针对偏债型转债和信用债的估值比较，我们重点考量转股条款对转债 YTM 产生的影响进行剥离，取“修正 YTM-信用债 YTM”中位数衡量偏债型转债和信用债之间的相对配置价值。

截至 2025 年 3 月 14 日，当前“修正 YTM-信用债 YTM”中位数为-0.86%，偏债型转债的整体配置性价比不如信用债。

近 1 月估值因子在偏股、平衡、偏债转债中超额为 3.13%、0.25%、0.17%

从长期来看，高估值的转债会系统性的带来负收益。我们构建出转股溢价率偏离度因子和理论价值偏离度因子（蒙特卡洛模型），并将两个因子融合构建出转债综合估值因子。我们选择转债综合估值因子排名前 1/3 的转债构建平衡转债低估指数、偏债转债低估指数；选择理论价值偏离度（蒙特卡洛模型）因子排名前 1/3 的转债构建偏股转债低估指数。

截至 2025 年 3 月 9 日，近 4 周低估因子在偏股、平衡、偏债三类转债中增强超额分别为 3.13%、0.25%、0.17%。

转债风格轮动：看好偏股低估风格

我们选择转债 20 日动量+转债波动率偏离度作为市场情绪捕捉指标构建转债风格轮动组合，双周频调仓。

根据 2025 年 3 月 9 日的最新信号，未来两周风格轮动将全仓配置偏股转债低估指数。截至 2025 年 3 月 14 日，近 4 周转债风格轮动收益为 10.78%；2025 年以来转债风格轮动收益为 23.31%。

偏股转债低估指数成分债：银邦转债、朗科转债、道氏转 02 等；

平衡转债低估指数成分债：美锦转债、和邦转债、希望转 2 等；

偏债转债低估指数成分债：东南转债、顺博转债、紫银转债等。

风险提示：本报告模型及结果通过历史数据统计、建模和测算完成，在市场波动不确定性下可能存在失效风险；历史数据不代表未来业绩。

行业公司

【商贸零售】2025 年 1-2 月社零同比+4.0%，社会消费温和复苏——行业点评报告-20250318

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

1-2 月社零同比+4.0%，政策持续加码内需，期待消费温和复苏

国家统计局发布 2025 年 1-2 月社会消费品零售总额（下简称“社零”）数据：2025 年 1-2 月社零总额为 83731 亿元（同比+4.0%，低于 Wind 一致预期+4.5%）。分地域看，1-2 月城镇/乡村社零同比分别+3.8%/+4.6%。2025 年开年以来政策端持续加码，3 月 16 日中办国办发布《提振消费专项行动方案》，旨在全方位扩大国内需求，提升居民消费信心，建议持续关注 2025 年消费复苏进程。

商品零售环比持平，可选消费品表现均有所回暖

价格因素方面，2 月整体/食品类 CPI 同比分别-0.7%/-3.3%，环比-1.2pct/-3.7pct，受春节错期影响同期基数较高，导致 CPI 同比由涨转跌。分消费类型，2025 年 1-2 月商品零售、服务零售、餐饮收入同比分别+3.9%/+4.9%/+4.3%，增速环比分别+0.7pct/-1.3pct/-1.0pct。具体分品类看：必选消费方面，粮油食品、饮料、烟酒 1-2 月同比分别+11.5%/-2.6%/+5.5%，其中食品、烟酒表现相对较好；可选消费方面，化妆品、金银珠宝、服装鞋帽、家电音像分别同比+4.4%/+5.4%/+3.3%/+10.9%，增速环比分别+3.6pct/+6.4pct/+3.6pct/-28.4pct，可选消费品同比均有所回暖，其中家用电器市场销售表现依旧突出。

线上渠道稳健增长，线下业态表现分化

线上渠道方面，2025 年 1-2 月全国网上零售额 22763 亿元（同比+7.3%），其中实物商品网上零售额 18633 亿元（同比+5.0%），占社零总额比重为 22.3%（同比-0.1pct，环比-4.5pct），其中吃、穿、用类商品网上零售额同比分别+10.8%/-0.6%/+5.4%。线下渠道方面，2025 年 1-2 月超市、便利店、百货店、专业店和品牌专卖店零售额同比分别+4.0%/+9.8%/+0.4%/+5.4%/-0.8%，增速环比分别+1.3pct/+5.1pct/+2.8pct/+1.2pct/-0.4pct，其中便利店销售表现较强，百货店、品牌专卖店表现相对疲软。根据中华全国商业信息中心的监测数据，2025 年 1-2 月，以百货渠道为主的全国 50 家重点大型零售企业零售额累计同比下降 4.6%，但线下家电类商品在以旧换新政策支持下实现较好增长（同比+7.2%）。

投资建议：关注国内消费复苏主线下的高景气赛道优质品牌公司

政策基调转向积极背景下，关注兼具短期修复弹性和长期成长景气度的优质细分赛道，重点关注四条投资主线。（1）传统零售：关注顺应消费趋势积极变革探索，把握流量回归机会的线下零售龙头，重点推荐爱婴室、永辉超市等。（2）黄金珠宝：关注积极修炼内功、具备基本面和估值修复弹性的黄金珠宝龙头品牌，重点推荐老铺黄金、潮宏基、周大生等。（3）化妆品：关注深耕高景气细分赛道、综合能力不断迭代的国货美妆品牌，重点推荐毛戈平、润本股份、上美股份、丸美生物等。（4）医美：关注受益医美消费恢复、盈利能力具备更强确定性的上游差异化医美产品厂商，重点推荐爱美客等，受益标的锦波生物等。

风险提示：消费复苏不及预期；企业经营成本费用提升。

【地产建筑】销售降幅持续收窄，宅地成交收缩压制新开工动力——行业点评报告-20250317

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

销售数据降幅收窄，高能级城市成交热度较高

国家统计局发布 2025 年 1-2 月商品房投资和销售数据。1-2 月，全国商品房销售面积 1.07 亿平，同比-5.1%（2024 全年-12.9%），其中商品住宅销售面积同比-3.4%；1-2 月商品房销售额 1.03 万亿元，同比-2.6%（2024 全年-17.1%），其中商品住宅销售额同比下降 0.4%。1-2 月商品房销售均价同比+2.6%，环比-3.9%。分区域看，1-2 月东部、中部、西部、东北区域商品房销售面积同比增速分别为-7.3%、-0.7%、-5.9%、-3.0%，降幅均有所收窄。根据我们跟踪重点城市成交数据，2025 年前 11 周一线、二线和三四线城市新房成交面积增速分别为+26.6%、+9.8%、-1.4%，高能级城市较高成交热度有望带动全国范围销售企稳。

宅地成交面积影响开工信心，竣工面积同比仍下降

2025 年 1-2 月，全国房屋新开工面积 0.66 亿平，同比-29.6%（2024 全年-23.0%），其中住宅新开工同比-28.9%。我们跟踪的 Wind322 城 2024 年宅地成交面积同比-12.9%，2025 年前两月同比-8.7%，预计拿地层面的收缩或将持续影响上半年开工数据。1-2 月，房屋竣工面积 0.88 亿平，同比-15.6%（2024 全年-27.7%），其中住宅竣工面积同比-17.7%，参考 2022-2023 年新开工面积超 20% 的降幅，预计 2025 年竣工面积将依旧承压下降。

房企开发投资额下滑，居民加杠杆意愿不足

2025 年 1-2 月，房地产开发投资额 1.07 万亿元，同比-9.8%（2024 全年-10.6%），其中住宅开发投资额同比-9.2%，销售回款表现和新开工预期不足仍压住房企投资动力。2025 年 1-2 月，房地产开发企业到位资金 1.56 万亿元，同比-3.6%（2024 全年-17.0%），其中国内贷款、自筹资金、定金及预收款、个人按揭贷款累计同比分别-6.1%、-2.1%、-0.9%、-11.7%（2024 全年-6.1%、-11.6%、-23.0%、-27.9%），各项资金来源降幅均有所收窄。资金来源中个人按揭贷款降幅仍较大，或预示居民购房首付比例有所提升，当前市场环境下加杠杆动力不足。

投资建议

2025 年前两月销售数据降幅有所收窄，房地产市场整体仍处于企稳修复过程中，部分核心城市的成交热度或将带动低能级城市销售回暖。3-4 月为传统地产成交旺季，房企推货规模和质量提升后，有望推动成交放量，加快止跌企稳进程。推荐标的：（1）布局城市基本面较好、能够把握改善型客户需求的强信用房企：绿城中国、招商蛇口、中国海外发展、建发股份、滨江集团、建发国际集团、中国金茂；（2）住宅与商业地产双轮驱动，同时受益于地产复苏和消费促进政策：新城控股、龙湖集团；（3）二手房交易规模和渗透率持续提升，房地产后服务市场前景广阔：贝壳-W、我爱我家。

风险提示：（1）行业销售恢复不及预期，融资改善不及预期，房企资金风险进一步加大。（2）政策放松不及预期。

【食品饮料】2 月电商数据分析：白酒线上消费回暖，重视零食板块成长性——行业点评报告-20250317

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 张思敏（联系人）证书编号：S0790123070080

酒类：线上销售额上升，白酒集中度环比上升

2025 年 2 月阿里系酒类行业线上销售额达 16.2 亿元，同比增 32.2%，其中销售量同比降 27.7%，销售均价同比增 83.0%。分子行业来看，2025 年 2 月清酒烧酒销售额表现相对较好，同比增 56.3%。白酒行业头部品牌集中度环比+21.6pct 至 64.9%。啤酒行业头部品牌集中度环比-3.3pct 至 24.7%。

食品：休闲食品线上销售额下降，行业集中度环比下降

(1) 休闲食品：2025 年 2 月阿里系休闲食品行业线上销售额达 20.4 亿元，同比降 17.3%，其中销售量同比降 27.2%，销售均价同比增 13.7%。分子行业来看，2 月子行业中奶酪零食表现较好，同比增 51.3%。饼干膨化类线上销售额占比最高，达 16.9%。

(2) 粮油速食：2025 年 2 月阿里系粮油速食行业线上销售额达 20.2 亿元，同比增 11.4%，其中销售量同比增 5.5%，销售均价同比增 5.6%。分子行业来看，2 月烘焙原料表现较好，同比增 40.0%。方便速食类线上销售额占比较高，达 35.1%。

饮料冲调：线上销售额增长，行业集中度下降

(1) 乳制品：2025 年 2 月阿里系乳制品行业线上销售额达 7.7 亿元，同比增 10.8%，其中销售量同比增 5.7%，销售均价同比增 4.8%。分子行业来看，2025 年 2 月低温调制乳类表现较好，同比增 282.8%，常温牛奶线上销售额占比较高，达 36.7%。乳制品行业头部品牌集中度环比-5.9pct 至 38.1%。

(2) 冲饮麦片：2025 年 2 月阿里系冲饮麦片行业线上销售额达 0.8 亿元，同比增 4.6%。拆分量价来看，销售量同比降 9.3%，销售均价同比增 15.4%。冲饮麦片行业头部品牌集中度环比-18.8pct 至 30.9%。

(3) 包装饮料：2025 年 2 月阿里系包装饮料行业线上销售额达 3.7 亿元，同比增 8.6%。拆分量价来看，销售量同比增 6.2%，销售均价同比增 2.3%。分子行业来看，2025 年 2 月植物蛋白饮料表现较好，同比增 13%；果蔬汁类线上销售额占比较高，达 20.3%。

投资建议：白酒线上消费回暖，重视零食板块成长性

2 月白酒线上消费表现回暖，当前白酒已处于底部区间，我们建议可以逢低加大配置。具体标的以基本面良好，市占率仍可提升的名优酒企为主，推荐贵州茅台、山西汾酒、古井贡酒，受益标的今世缘等。大众品表现基本稳健，零食板块 2 月线上销售略有下滑，我们仍建议全年维度重视零食板块成长性，渠道改革以及海外市场扩张红利逻辑不变，一季度大概率为全年业绩低点，底部区间仍可加大零食配置，推荐甘源食品。此外我们预计啤酒销量从 3 月开始应有明显变化。

风险提示：宏观经济表现低于预期、食品安全风险、行业竞争力加剧。

【地产建筑：招商蛇口(001979.SZ)】拿地聚焦核心城市，计提减值拖累业绩——公司信息更新报告-20250318

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

销售拿地稳健积极，结转毛利率下滑拖累利润，维持“买入”评级

招商蛇口发布 2024 年年报。公司收入同比增长，归母净利润有所下滑，行业排名保持稳定，拿地聚焦核心城市。受 2020-2021 年存量高价土地存货减值影响，我们维持 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 59.7、64.7、70.1 亿元，EPS 为 0.66、0.71、0.77 元，当前股价对应 PE14.7、13.6、12.5 倍。公司投资聚焦核心城市，可售货源较充足，维持“买入”评级。

营业收入同比增长，结转毛利率下滑拖累利润

2024 年，公司实现总营业收入 1789.48 亿元，同比增长 2.25%；实现归母净利润 40.39 亿元，同比减少 36.09%；实现扣非归母净利润 24.49 亿元，同比下降 57.27%；公司 2024 年实现毛利率、净利率分别为 14.61%、2.34%，同比分别下降 1.28pct、2.86pct；经营活动产生的现金流量净额为 319.64 亿元，同比增长 1.69%，期末货币资金余额达 1003.51 亿元。截至 2024 年末，公司资产负债率 66.67%，剔除预收账款的资产负债率 62.37%、净负债率 55.85%、现金短债比为 1.59，“三道红线”始终处于绿档。公司利润下降主要系公司开发业务项目结转毛利率同比下降，以及计提房地产项目减值准备同比增加（存货减值 35.7 亿+信用减值 15.5 亿）。

销售排名保持稳定，拿地聚焦核心城市

2024 年公司实现签约销售金额 2193.02 亿元，同比下降 25.31%，签约销售面积 935.90 万平方米，同比下降 23.50%。2024 年，公司在西安、长沙、合肥、南通、徐州等五城销售金额排名位居第一，公司全口径销售金额稳居克而瑞销售榜单第五。2024 年，公司累计获取 26 宗地块，总计容建面约 225 万平方米，总地价约 486 亿元，投资强度 22%。公司在“核心 10 城”的投资金额占比分别达 90%，其中在一线城市投资占公司全部投资额的 59%。

资产运营业绩稳中有升，坚决落实“AI+”战略

2024 年，公司主要持有物业全口径收入 74.64 亿元，同比上涨 12%，EBITDA 实现 36.67 亿元，同比上涨 11%。公司积极探索多智能体交互、多模态交互等前沿技术，依托 DeepSeek 等先进大模型的技术赋能，实现 AI 应用在智慧服务、智慧空间、智慧运营等更多细分场景的落地。

风险提示：市场恢复不及预期、房价调控超预期、多元化业务运营不及预期。

【海外：丘钛科技(01478.HK)】手机光学及指纹升级趋势确定，驱动利润上修潜力——港股公司信息更新报告-20250318

吴柳燕（分析师）证书编号：S0790521110001

手机光学及超声波升级趋势确定，全年利润存在上修潜力

考虑到公司手机摄像模组及指纹模组毛利率有望提升、经营费用率有望降低，我们将 2025 年归母净利润预测由 6.4 亿上调至 6.7 亿元，维持 2026 年预测 7.8 亿元，新增 2027 年预测 9.0 亿元，同比增长 139%/17%/16%，EPS 分别为 0.6/0.7/0.8 元。当前股价 7.63 港币对应 2025-2027 年 12.5/10.7/9.3 倍 PE，后续手机光学及超声波指纹趋势有望强化、跟踪车载模组亏损能否收敛驱动利润上修潜力。

2024 年公司业绩符合指引，指纹模组毛利率超出我们预期

2024 年公司实现归母净利润 2.8 亿，同比增长 241%，处在此前盈利预告指引区间 200%-280%，分拆来看公司经营利润 2.8 亿元略超我们预期、非经营性收益受益大额汇兑同比稳定、但为公司 1.5 亿印度政府相关所得税计提所抵消。（1）我们测算 2024 年手机业务毛利率 7%，对应 2024H28%左右；（2）汽车及 IoT 业务出货量同比增长 59%符合我们预期、但车载模组行业竞争激烈、且仍在投入期，我们测算毛利润或略有亏损。（3）指纹模组业务收入及毛利率均超出我们预期，收入同比增长 51%，毛利率 5%相比 2023 年-7%大幅改善，主要受益于行业集中度提升，公司指纹模组出货量同比增长 46%带来稼动率提升、且议价环境改善。

公司有望受益于安卓光学升级、超声波指纹放量、汽车及 IoT 业务高成长

（1）我们预期 2025 年公司手机模组 ASP 及毛利率有望继续改善，考虑到公司指引 32M 以上占比提升至 55%以上、潜望式模组出货量翻倍。（2）公司指引指纹识别模组出货量同比增长 20%以上，我们预期毛利率有望继续改善。（3）公司指引车载和 IoT 摄像模组出货量同比增长 40%以上，但考虑到公司车载模组、激光雷达、XR、机器人等项目仍在持续投入阶段，我们预期亏损或放大。后期公司车载及 IoT 业务有望孕育二次增长曲线：公司积极拓展海外头部 tier-1 客户，待规模爬升后有望盈利改善；与全球最大 XR 公司建立合作，全面布局 XR 领域，包括成像模组、pancake、光机组装、整机组装等。

风险提示：产品推出不如预期、产能及供应链风险、需求复苏不及预期。

【中小盘：德赛西威(002920.SZ)】智能驾驶业务快速增长，海外布局提速打开成长空间——中小盘信息更新-20250318

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001 | 赵旭杨（分析师）证书编号：S0790523090002

2024 年业绩稳健增长，营收三年复合增长率达到 42.38%彰显龙头实力

2024 年，公司实现营业收入 276.18 亿元，同比+26.06%，实现归母净利润 20.05 亿元，同比+29.62%；2024 年四季度，公司实现营业收入 86.43 亿元，同比+16.21%，实现归母净利润 5.98 亿元，同比+1.99%。公司是智能汽车零部件龙头公司，2021-2024 年营收复合增长率达到 42.38%，彰显龙头实力。鉴于下游汽车市场竞争加剧，我们小幅下调 2025-2026 年盈利预测，并新增 2027 年业绩预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润 27.17（-2.89）/34.74（-2.60）/44.95 亿元，对应 EPS 分别为 4.90（-0.52）/6.26（-0.47）/8.10 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 24.5/19.2/14.8 倍，而公司在手订单充沛，卡位优势明显，仍维持“买入”评级。

汽车智能化布局深化，智能驾驶业务成长亮眼，充沛在手订单提供充足动力

报告期内，公司智能座舱/智能驾驶业务分别实现营收 182.30/73.14 亿元，同比+15.37%/63.08%，随汽车智能化产品渗透率提升、单车价值量增长，公司核心板块业绩实现强劲增长，其中智能座舱新项目订单年化销售额超 160 亿元，而智能驾驶约 100 亿元，提供充足增长动力。新会计准则下，公司约 1.36 亿元保证类质保费用由销售费用计入营业成本，相当于全年营收的 0.49%，导致公司毛利率与费用等受到一定影响，公司毛利率/净利率分别为 19.88%/7.31%，同比-0.57/+0.27pct。费用端，公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.86%/1.93%/8.17%/0.57%，同比变动-0.50pct/-0.35pct/-0.88pct/+0.35pct，其中除财务费用率因汇兑损失增加外，其余费用率稳步下降，整体期间费用率同比-1.38pct，凸显卓越管理。

海外市场扩展成效显著，智驾平权加速演进公司有望深度受益

报告期内，公司海外订单规模超过 50 亿元，同比增长超 120%，在国际已进入欧洲、东南亚、日本和北美市场，成功斩获 HONDA 等多家知名企业的新项目订单、西班牙智能工厂项目启动建设，为海外市场拓展注入强劲动能。公司在国内不断突破高端品牌与合资品牌，中央计算平台加速落地，同时随国内智驾平权趋势演进，公司智能驾驶业务有望进一步打开成长空间。

风险提示：市场竞争激烈、行业需求不及预期、技术迭代不及预期。

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