

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-02-10

宏观策略

2025 年 02 月 10 日

宏观深度报告 20250205：技术帖：美国非农是如何进行“修正”的——#海外经济

核心观点：2023 年以来，美国非农就业数据出现频繁、大幅的“修正”，引发市场对于美国就业数据真实性的质疑。我们从非农数据修正的原理展开，发现数据的修正更多源自调查问卷反馈的滞后、不同调查统计的口径分歧、估算模型的失真等问题，而非刻意“粉饰太平”，但也同时反映了美国就业市场存在的小企业经营恶化、非法移民对就业的贡献等现象。2 月 7 日公布 1 月非农就业数据时，BLS 将就 2024 年全年数据进行修正，我们预计此次数据的下修幅度可能是很大的、同时失业率存在上修风险，届时需要关注数据修正给市场带来的负面冲击。

宏观深度报告 20250204：春节出行和消费数据显著提升

“以旧换新”政策的加力扩围已经开始带动商品消费增速回暖，社零有望录得开门红。

宏观点评 20250203：关税硝烟起，黄金创新高——春节期间海外市场四大热点

核心观点：1 月 27 日至 2 月 3 日，海外市场由 DeepSeek、特朗普关税新政两条主线引发的避险情绪主导，美股、大宗商品下跌，美债、美元指数上涨，黄金创下历史新高。向前看，DeepSeek 的问世或对过往“逢跌即买”的美股策略构成挑战，科技股给美股带来的不确定性与波动率提高。就特朗普关税新政而言，其节奏略超预期，短期关注中美针对关税的协调进展，而从全年维度看，特朗普关税政策上料仍然存在诸多拉扯，今年对华关税大概率是渐进式的；但在特朗普 2025 年完成移民、减税政策的推进后，关税政策很可能是 2026 年 11 月中期选举前特朗普最重要的政治筹码，我们认为特朗普很可能在 2026 年完全兑现 60%关税承诺。

宏观点评 20250127：市场震荡收关，deepseek 点燃 AI 产业链

事件 A 股成交额小幅缩量，大盘走势分化，午盘后市场弱势。银行、煤炭等高股息板块支撑市场，deepseek 大模型发布带动相关产业链大涨。沪指下跌 0.06%至 3250.60 点，较 24 年末下跌 3.02%；创业板指下跌 2.73%至 2063.82 点，较 24 年末下跌 3.63%；风格指数方面，代表大盘股的沪深 300 下跌 0.41%至 3817.08 点，较 24 年末下跌 2.99%；中证 500 下跌 1.07%至 5589.34 点，较 24 年末下跌 2.38%。行业层面，银行上涨 1.40%，公用事业上涨 1.38%，建筑材料上涨 1.33%，通信下跌 3.97%，电子下跌 2.92%，机械设备下跌 2.24%。市场成交额为 11275.94 亿元，较前一交易日缩量 1061.39 亿元，北向资金总成交 1663.21 亿元；南向资金净买入 90.77 亿元。板块方面，长线资金入市更青睐高股息板块，银行、煤炭、公用事业上涨。中国人工智能初创企业发布最新模型 DeepSeek-R1，引发全球 AI 行业关注，DeepSeek 合作商指数上行，AI 概念股上涨。中国宠物市场规模在 2024 年实现了 7.5%的稳健增长，总额跃升至 3002 亿元人民币的新高度，宠物经济指数上涨。观点 今日为春节前最后一个交易日，市场风格走向由科技点燃，最后回归至高股息走强。一月来看，整体涨幅居前的行业排序依次为有色、银行、汽车、传媒、机械，高

晨会编辑 袁理

执业证书：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

股息、消费、TMT 和 中游制造皆存在机会，可能对今年全年的风格有所指示。春节期间海外市场可能产生波动，春节后，经济数据、政策预期、业绩均将逐步兑现，资金有望在春节后继续活跃，方向仍呈现消费、科技、制造和红利大方向的轮动格局，主线有待明朗。长期来看，政策增量与转向已经有明确动向，落地的速度也在进一步加快，在预期证伪之前，市场情绪底部有支撑，整体仍有向上空间。 风险提示：市场风格变化，资金进场意愿不足，政策落地不及预期

固收金工

固收深度报告 20250205：上市公司资源能否以及如何助力城投平台转型？

总结与观点：1) 持股上市公司的城投平台凭借拥有上市公司业务资源和分红收益而具备相对可观的转型成功可能性，其中持股结构稳定、所属地方实力雄厚且转型意愿强烈、所持股上市公司所在行业护城河宽广的城投平台具有更高的关注价值，如浙江、广东、江苏、四川、重庆等区域的平台公司，其利润来源的相对稳定、经营风险的相对分散有助于降低该城投平台的偿债压力和违约风险、降低该平台存续债券估值受板块舆情的影响。2) 由于化债工作的持续推进，城投板块融资端趋紧的方向预计维持，平台公司“发展资本”来源将明显受限，而通过持有上市公司股份来实现业务多元化、业务“破圈”化的可行性及有效性或有所抬升。 风险提示：上市公司股价波动；城投持股上市公司相关政策变化；数据统计偏差。

固收深度报告 20250204：从城投债提前兑付看再投资压力

再投资压力预计几何：1) 从票面利率视角衡量当前城投板块的再投资压力：全国票面利率在 5% 以上的高票息城投债存量规模较 2023 年末共计缩减 19,472.73 亿元，较 2022 年末共计缩减 23,045.8 亿元，缩减幅度分别达到 44.94% 和 49.14%，意味着城投债二级市场的再投资压力翻倍。2) 从估值收益率视角衡量当前城投板块的再投资压力，全国到期收益率在 5% 以上的高收益城投债存量规模已大幅收缩至 237.66 亿元，相较于 2023 年末的 11,954.18 亿元，其下降幅度高达 98%，同样佐证城投债二级市场的再投资压力已成倍增加。3) 城投债板块内高票息、高收益资产规模的大幅削减为机构投资者的资产配置带来一定的扰动，一方面由于同等信用资质下难以寻得与往期匹配的收益率水平，另一方面市面债券结构的变化使得资产的多样化分配难度增大，逐利行为的一致性和资产规模的下降的共同作用不断挤压套利空间，导致有配置需求的投资者需被动忍受收益风险性价比的下降或通过采取久期策略来牺牲流动性以谋求更高的收益回报，再投资压力的累增或导致板块投资情绪分歧。4) 结合全国各区域的高票息和高收益城投债存量规模的变化情况来看，江苏、浙江、天津、四川、湖南、江西、贵州、重庆等地区的城投债再投资承压程度较高，表明若该类再投资压力较大的区域的城投债提前兑付额增长较快，则提示相应区域内的“资产荒”加剧的速度或进一步加快，关注该类区域配置机会的投资者或需加快配置节奏。 风险提示：城投债政策变化；数据统计偏差；基准利率波动。

行业

证券Ⅱ行业点评报告：做好金融五篇大文章，强化资本市场功能

做好金融五篇大文章，有助于更好的服务实体经济，强化资本市场功能，促进共同富裕。①服务实体经济：引导资本市场资源流向重点领域（科技创新、先进制造、绿色低碳、普惠民生等），推动经济高质量发展。②推动资本市场改革创新，是资本市场“1+N”政策体系的重要组成部分，通过增强制度包容性、适应性，能提升资本市场服务实体经济的质效，促进资本市场自身高质量发展。③防范金融风险：通过加强政策协调和工作协同，完善相关制度和监管体系，加强重点领域风险防控，维护市场稳定。④促进共同富裕：通过普惠金融和养老金融，提升金融服务覆盖面，助力共同富裕。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。

保险Ⅱ行业点评报告：开展保险资金投资黄金业务试点，投资端选择空间进一步打开

负债端资产端均有改善，低估值+低持仓，攻守兼备。1）我们认为当前市场储蓄需求依然旺盛，在监管持续引导险企降低负债成本趋势下，保险公司利差压力预计逐渐得到缓解。2）近期十年期国债收益率下行至1.60%左右，我们预计，未来伴随国内经济复苏，长端利率若企稳或修复上行，则保险公司新增固收类投资收益率压力将有所缓解。3）2024Q4公募基金对保险股持仓环比减少0.4pct至0.6%，持仓与估值均处于历史低位，负面因素反映充分。2025年2月7日保险板块估值0.50-0.80倍2025E P/EV，处于历史低位，行业维持“增持”评级。风险提示：长端利率趋势性下行；股市持续低迷；新单增长不及预期。

推荐个股及其他点评

影视内容能力为基，游戏业务爆发式增长

盈利预测与投资评级：我们预计中国儒意2024-2026年总收入分别为57/70/82亿元，收入增长源于新影视剧、游戏上线及线上流媒体业务发展。我们预计2024-2026年公司经调整净利润分别为13/21/25亿元人民币，当前股价对应2024-2026年PE分别为25/15/13倍。在可比公司方面，公司在内容制作业务方面和光线传媒、博纳影业、中国电影、华策影视有一定相似性，四家可比公司2024~2026年PE均值为58/29/24倍。而中国儒意的游戏代理发行业务，尚无可比公司，该业务增长较快和后续储备作品较多。因此，我们给予2025年20倍PE（经调整口径），对应合理市值为464亿港元（按照2025/2/5港币兑人民币汇率0.9208换算）。我们看好公司的优质内容出品能力以及后续的影视剧和游戏内容，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：政策变化风险，市场竞争加剧风险，消费者需求变化风险，技术变革风险。

爱博医疗（688050）：2024年业绩快报点评：业绩符合预期，期待25年新品放量

投资要点 事件：2025年2月6日晚，公司发布2024年业绩快报，公司2024年收入14.10亿元（+48.22%），归母净利润3.87亿元（+27.36%），扣非归母净利润3.89亿元（+34.58%）；24Q4收入3.35亿元（+18.07%），归母净利润6957万元（+32.6%），扣非归母净利润8430万元（+75.08%），业绩符合我们预期。2024年主营收入保持稳健增长，隐形眼镜业务快速增长。公司“普诺明”等系列人工晶状体在全国推行集采背景下仍同比

保持增长，公司“普诺瞳”角膜塑形镜收入亦同比保持增长，显示出公司产品抵抗经济环境疲软的韧性，具备一定刚需属性。公司视力保健产品（隐形眼镜及隐形眼镜护理产品等）保持快速增长，收入占比约 30%，2024 年隐形眼镜业务扭亏为盈，我们认为随着 2025 年扩产，公司切入更多隐形眼镜大客户，该项业务收入及净利率有望进一步提升。2025 年重磅新品 PR 晶体有望带来第二成长曲线：公司龙晶®PR 型有晶体眼人工晶状体采用专利 Balacrylic™平衡型丙烯酸酯材料，综合性能表现优异，于 2024 年底国内获批上市。龙晶®PR 增加光学部直径的同时做到体积纤薄，结合非球面双凹面型设计，后表面更加平坦，周边拱高更开阔。此外，龙晶®PR 6.0mm 大光学区结合高次非球面零球差光学设计，不引入额外像差，实现高品质视觉表现，临床试验结果证实其极显著降低了术后眩光发生概率。产品共有 10 种型号以 0.3mm 为间隔，为临床提供了更个性化、精细化的选择。临床试验结果显示术后中央拱高和周边拱高变化量更小，残余屈光度亦更稳定。我们认为该产品有较大替代飞秒激光和外资 ICL 晶体的空间，参考外资现在产品定价，我们预计 2025 年该产品将为公司贡献千万级收入。盈利预测与投资评级：考虑到美瞳业务收入占比提升叠加新品 PR 晶体前期推广，我们将 2024-2026 年归母净利润由 4.13/5.33/7.33 亿元调整为 3.87/5.09/6.89 亿元，当前市值对应 PE=46/35/26x，考虑到公司重磅新品前景广阔，维持“买入”评级。风险提示：市场竞争激烈；新品推广不及预期；经营规模扩大带来的战略与管理风险。

光大环境（00257.HK）：减值拖累业绩，自由现金流增厚趋势不改

盈利预测与投资评级：考虑潜在资产减值、人民币贬值、建设收入持续下降等因素的影响，我们将 2024-2026 年归母净利润预测从 41.80/43.01/44.76 亿港元下调至 32.70/38.67/41.05 亿港元，对应 6/5/5 倍 PE，固废龙头盈利结构优化，减值影响账面利润，自由现金流转正趋势不改，内生分红能力提升，有望迎估值修复，维持“买入”评级。风险提示：应收账款延长，资本开支超预期上行，资产减值风险等。

宏观策略

宏观深度报告 20250205：技术帖：美国非农是如何进行“修正”的——#海外经济

核心观点：2023 年以来，美国非农就业数据出现频繁、大幅的“修正”，引发市场对于美国就业数据真实性的质疑。我们从非农数据修正的原理展开，发现数据的修正更多源自调查问卷反馈的滞后、不同调查统计的口径分歧、估算模型的失真等问题，而非刻意“粉饰太平”，但也同时反映了美国就业市场存在的小企业经营恶化、非法移民对就业的贡献等现象。2 月 7 日公布 1 月非农就业数据时，BLS 将就 2024 年全年数据进行修正，我们预计此次数据的下修幅度可能是很大的、同时失业率存在上修风险，届时需要关注数据修正给市场带来的负面冲击。

月度修正：每月 BLS 公布美国非农就业数据时，会同时修正前两个月的数据，这一频繁的数据修正与其编制方法密切相关，即企业存在延迟反馈问卷的现象。疫情危机后，CES 企业调查的初次反馈率持续下降，同时非农的下修变得愈发频繁，这一现象背后的真相可能是：小型企业的经营状况开始变差，反馈问卷也更加怠慢，而延迟反馈的更糟糕的问卷造成了数据的下修。因此，近期非农频繁的下修虽说是一个“技术问题”，但也侧面反映了在美国经济下行周期的背景下，小型企业经营环境恶化的现实。

基于失业保险的校准。BLS 在每年 2 月会对上一年全年数据做出全面的“年度校准”，其内容包括基于失业保险数据、企业生死模型、人口普查数据进行的校准。其中，为了弥补 CES 调查样本的有限性问题，BLS 根据基于企业失业保险记录的就业和工资季度普查数据（QCEW），在次年 2 月对非农就业进行年度校准。23H2 以来，QCEW 就业与 CES 非农就业之间的分歧不断加大，这或与不同问卷对非法移民的统计有关：QCEW 基于失业保险数据，难以捕捉到非法移民，且不存在 CES 调查对兼职就业的重复统计问题，而这正是疫情后美国新增就业的重要贡献之一。因此，2024 年 8 月 BLS 基于 QCEW 对 2024 年 3 月数据初步校准的大幅下修可能是“矫枉过正”的，即忽略了非法移民的就业。

基于生死模型的校准。企业成立与倒闭对就业净增长存在影响，但其在就业统计中存在滞后性，对此，BLS 引入企业净出生-死亡模型（NBD），对这一效应进行估算。每年 2 月，BLS 同样会对上年 NBD 的预测数据进行校准。2024 年 2 月 BLS 的校准显示，截至 2023 年 3 月，NBD 模型累计高估了 330 万的总就业。这一现象这与模型假设有很大关系：NBD 模型假定因企业成立与倒闭带来的净就业增长趋势相对稳定，而疫情危机以来，美国新注册企业数目增速大幅加快。随着近期新注册企业数目的降低，NBD 模型给非农带来的高估也面临着更大的下修风险。

基于人口普查的校准。除去 CES 企业调查，BLS 也会在每年 2 月对家庭调查（CPS）数据进行校准。CPS 的年度校准主要来自人口控制方法，该方法基于最新的人口普查、净移民等数据进行校准，并对失业率等数据产生影响。2024 年 12 月 19 日，人口普查局更新的统计数据上修了美国移民人口，这将体现在最新年度调整中对 CPS 数据进行的调整中。

2024 年度大校准前瞻。2 月 7 日，美国劳工部将公布 1 月非农数据，并对 2024 年数据做年度校准。我们认为此次数据需要尤其关注以下两点：①2024 年的新增非农就业是否大幅下修，幅度是多少？②2024 年的失业率是否上调？对于非农就业，我们通过对比不同非农问卷口径下 2024 年的美国劳务市场新增就业，预计截至 2024 年 12 月，美国非农总就业人数或存在 93-154 万的下修，这较 2024 年 3

月 81.8 万的初步校准有所增加。对于失业率，由于本次人口普查局的更新统计主要将南部边境的移民数据纳入统计，而这一群体的失业率远高于均值，因此纳入新的非法移民数据意味着 2024 年美国失业率可能将迎来上调。风险提示：模型风险；统计风险；样本风险。

(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)

宏观深度报告 20250204：春节出行和消费数据显著提升

春运：节前返程时间前移，节间出行人数显著提升：(1) 截至正月初六（2025/2/3），春运已过 20 天，全社会跨区域人员流动量累计达到 48.1 亿，较去年同期增长 7.69%，再次创下历史新高。而根据历年春运前 20 天人员流动量累计占比测算，预计今年春运全社会跨区域人员流动量将累计达到 90.5 亿人次，基本符合交通运输部的预期数据 90 亿人次，成为人员流动量最大的春运假期。(2) 与去年相比，今年春运节前返程时间有所前移，节间出行人数显著提升。以 2023 年和 2019 年为例，节前一周左右开始进入返程高峰，跨区域人员流动量明显提升，而今年节前两周左右跨区域人员流动量便开始回升，节前一周则进一步提速。而从节间来看，初二至初五跨区域人员流动量录得 12.3 亿人次，同比去年同期回升 5.8%，一定程度上反映出今年春节假期出游热度明显提升。(3) 分结构来看，各种出行方式同比均有提升，自驾游占比趋于稳定。截至正月初六（2025/2/3），铁路、公路、水路和民航跨区域人员累计流动量较去年同期相比分别回升 6.6%、7.8%、10.6%和 7.1%。而公路运输中自驾游比重基本趋于稳定，从占比来看今年春运前 20 天自驾出行人员占比达到了 81.5%，较去年同期的 82.1%下降 0.6%。春节消费：境外游热度回暖，“以旧换新”效果有所显现：(1) 出境游热度延续回暖，但仍略低于 2019 年同期。根据航班管家的国际航班数据，从节前一周至正月初五，国际航班日均执飞量录得 2327 架，较去年同期回升 26.1%，表征出境游热度继续回暖，但仍未恢复至疫情前的水平，录得 2019 年同期的 85.8%。此外，根据携程发布的数据，春节首日跨境游订单较去年春节同期增长超三成，其中门票、租车预定订单大涨超七成，机票、酒店、火车票、民宿等均呈两位数增长，进一步佐证出境游热度的回暖。(2) 电影票房方面，截至初六春节档观影人数及总票房均已创历史新高，日均票房较去年同期回升 22.2%。根据灯塔专业版的预测数据，预计初七当日票房将录得 10.88 亿，春节档总票房录得 93.37 亿，而截至初六春节档观影人数和总票房已经录得 1.62 亿和 82.49 亿，均已超过 2024 年的历史最高值，从日均观影人数和票房来看，也有望超过 2021 年，成为最强春节档。(3) 春节消费回暖或指向社零迎来“开门红”。多条线索指向春节消费热度回暖：(1) 据网联清算有限公司相关数据，2025 年除夕当天（2025 年 1 月 28 日），银联、网联共处理支付交易 40.54 亿笔，较去年除夕（2024 年 2 月 9 日）增长 25.74%；(2) 据天猫数据显示，截至 1 月 30 日 24 点，春节前三天（除夕、初一、初二）手机品类成交同比增长超 50%；(3) 根据商务部相关数据，春节假期前 4 天（1 月 28 日至 31 日），全国重点零售和餐饮企业销售额比去年同期增长 5.4%，重点监测零售企业家电、通讯器材销售额同比增长 10%以上。从上述数据可以看出，“以旧换新”政策的加力扩围已经开始带动商品消费增速回暖，社零有望录得开门红。国内宏观数据：工业利润年底回升、制造业 PMI 年初下降：(1) 2024 年，全国规模以上工业企业实现利润总额 74310.5 亿元，比上年下降 3.3%。按月来看，12 月当月利润同比+11%，四季度工业企业利润降幅较三季度大幅收窄 12.7 个百分点。往后看，PPI 何时转正是影响 2025 年企业利

润的关键因素。2024 年受到强出口和国内“两新”政策的拉动，工业需求并不算弱，但 2025 年出口和“两新”带来的需求利好都在减弱。以激发内需为主的稳增长政策力度和效果将成为决定工业需求的主要因素，一旦工业需求好转，PPI 同比增速由负转正，企业盈利会有更好表现。(2) 1 月制造业 PMI 为 49.1%，环比下降 1 个点；服务业 PMI 为 50.3%，环比下降 1.7 个点；建筑业 PMI 为 49.3%，环比下降 3.9 个点。对于制造业 PMI 的下跌，春节因素可以解释约 6 成。回顾过去半年，制造业 PMI 所代表的经济景气度在 8 月触底后开始回升，10-12 月连续 3 个月位于 50% 的荣枯线上，1 月再次跌至荣枯线下。1 月景气度的下行，固然有动能减弱的影响，但春节带来的返乡、停工等因素影响更大。此前 2005-2024 年有 7 年春节落在 1 月，剔除掉 2023 年 1 月和 2009 年 1 月两次特殊情况后（分别对应疫后复苏和金融危机后的反弹，制造业 PMI 环比分别高达 3.1% 和 4.1%），剩余 5 个年份 1 月制造业 PMI 环比有 4 个年份为负，均值为 -0.56%，最大降幅是 2006 年 1 月的 -2.2%。因此，今年 1 月制造业 PMI 环比下跌 1 个点，有约 6 成是春节的季节性因素可以解释的。风险提示：（1）海外政策波动较大，海外需求不确定性较高；（2）国内市场短期跟随环境波动，政策推进节奏不及预期；（3）测算基于较多假定，可能存在一定误差。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：李昌萌 证券分析师：占烁）

宏观点评 20250203：关税硝烟起，黄金创新高——春节期间海外市场四大热点

核心观点：1 月 27 日至 2 月 3 日，海外市场由 DeepSeek、特朗普关税新政两条主线引发的避险情绪主导，美股、大宗商品下跌，美债、美元指数上涨，黄金创下历史新高。向前看，DeepSeek 的问世或对过往“逢跌即买”的美股策略构成挑战，科技股给美股带来的不确定性与波动率提高。就特朗普关税新政而言，其节奏略超预期，短期关注中美针对关税的协调进展，而从全年维度看，特朗普关税政策上料仍然存在诸多拉扯，今年对华关税大概率是渐进式的；但在特朗普 2025 年完成移民、减税政策的推进后，关税政策很可能是 2026 年 11 月中期选举前特朗普最重要的政治筹码，我们认为特朗普很可能在 2026 年完全兑现 60% 关税承诺。一、DeepSeek 冲击美国科技股基本面，同时也对集中度过高的美国科技股估值造成冲击。向前看，DeepSeek 的问世对过往“逢跌即买”的美股策略构成挑战，在 AI 应用端迟迟未出现新品、估值与集中度过高的背景下，科技股给美股带来的不确定性与波动率将显著增加。二、特朗普关税新政开场，避险情绪升温。2 月 1 日，特朗普宣布加拿大、墨西哥和对华关税方案落地，2 月 3 日称“肯定会”对欧盟征税。上任第三周，特朗普 2.0 贸易战已全面开启。对我国国内出口而言，短期落地 10% 关税、预期最终会落地更高乃至 60% 关税的预期料继续强化国内企业抢出口行为，对于美国通胀与美联储政策的短期影响则相对有限。向前看，尽管关税新政落地节奏略超我们预期，但从其政策风格来看，2025 年特朗普关税政策上料仍然存在诸多拉扯，今年对华关税大概率是渐进式的，难出现对华全面加征 60% 关税的情形。但在特朗普 2025 年完成移民、减税政策的推进后，关税政策很可能是 2026 年 11 月中期选举前特朗普最重要的政治筹码，我们认为特朗普很可能在 2026 年完全兑现 60% 关税承诺。三、偏鸽的 FOMC 与偏弱的美国 GDP。春节期间密集发布的美国增长数据延续韧性、通胀数据则符合预期；美联储 1 月 FOMC 会议如期维持政策利率在 4.25-4.5% 不变，发布会表态偏鸽，令前期市场的紧货

币情绪边际缓解。向前看，我们预计特朗普的关税、移民、减税政策很难给 1-4 月的通胀带来显著上行影响，而基数效应、油价与居住通胀在这一时期给通胀带来的短期下行推动更大，加之驱赶非法移民对新增就业的冲击，预期通胀和就业市场短期的加速回落仍可能促成美联储 3 月的降息。在关税冲击未有持续、大幅超预期升级的情形下，强美元行情料出现一个季度的阶段性走弱。四、鸽派 FOMC、黄金进口关税与去美元化叠加带动黄金价格再创新高。春节期间，黄金价格先跌后涨，现货黄金于 1 月 31 日创下 2812.45 美元/盎司的历史新高。黄金新高一方面来自 1 月 FOMC 发布会上 Powell 偏鸽的表态，另一方面来自市场担心特朗普对黄金加征进口关税的担忧，导致芝加哥交易所加速黄金进口。此外，DeepSeek 对美国科技股的冲击也一定程度强化了黄金去美元化的中长期逻辑。短期看，出于关税担忧引发的黄金进口或放大黄金的短期波动，LME 市场黄金现货的短缺容易引发逼空，让黄金短期快涨快跌。中期看，我们预计降息交易仍有望最早于 3 月再度重现，弱美元有望驱动黄金继续上涨。长期看，DeepSeek 对美元科技霸权的冲击或仅仅只是一个开始，去美元化对黄金的支持料构成黄金上涨长期且稳定的支撑因素。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）

宏观点评 20250127：市场震荡收关，deepseek 点燃 AI 产业链

事件 A 股成交额小幅缩量，大盘走势分化，午盘后市场弱势。银行、煤炭等高股息板块支撑市场，deepseek 大模型发布带动相关产业链大涨。沪指下跌 0.06% 至 3250.60 点，较 24 年末下跌 3.02%；创业板指下跌 2.73% 至 2063.82 点，较 24 年末下跌 3.63%；风格指数方面，代表大盘股的沪深 300 下跌 0.41% 至 3817.08 点，较 24 年末下跌 2.99%；中证 500 下跌 1.07% 至 5589.34 点，较 24 年末下跌 2.38%。行业层面，银行上涨 1.40%，公用事业上涨 1.38%，建筑材料上涨 1.33%，通信下跌 3.97%，电子下跌 2.92%，机械设备下跌 2.24%。市场成交额为 11275.94 亿元，较前一交易日缩量 1061.39 亿元，北向资金总成交 1663.21 亿元；南向资金净买入 90.77 亿元。板块方面，长线资金入市更青睐高股息板块，银行、煤炭、公用事业上涨。中国人工智能初创企业发布最新模型 DeepSeek-R1，引发全球 AI 行业关注，DeepSeek 合作商指数上行，AI 概念股上涨。中国宠物市场规模在 2024 年实现了 7.5% 的稳健增长，总额跃升至 3002 亿元人民币的新高度，宠物经济指数上涨。观点 今日为春节前最后一个交易日，市场风格走向由科技点燃，最后回归至高股息走强。一月来看，整体涨幅居前的行业排序依次为有色、银行、汽车、传媒、机械，高股息、消费、TMT 和中游制造皆存在机会，可能对今年全年的风格有所指示。春节期间海外市场可能产生波动，春节后，经济数据、政策预期、业绩均将逐步兑现，资金有望在春节后继续活跃，方向仍呈现消费、科技、制造和红利大方向的轮动格局，主线有待明朗。长期来看，政策增量与转向已经有明确动向，落地的速度也在进一步加快，在预期证伪之前，市场情绪底部有支撑，整体仍有向上空间。风险提示：市场风格变化，资金进场意愿不足，政策落地不及预期

（证券分析师：芦哲 证券分析师：潘京 证

券分析师：李昌萌）

固收金工

固收深度报告 20250205:上市公司资源能否以及如何助力城投平台转型?

观点 城投平台持股上市公司的地域分布情况: 1) 截至 2025 年 1 月中旬, 全国共有 217 家城投平台持有 307 家上市公司股份, 平均持股比例约 32.35%, 其中绝对控股比例约 14.33%。2) 其中, 四川、浙江、广东、江苏、上海、山东地区城投平台入股上市公司的市值位居前列, 江苏、山东、浙江、广东、四川地区持股上市公司的城投平台数量位居前列, 广东、浙江、四川、江苏、山东地区的城投平台持股的上市公司数量位居前列, 表明区域内上市公司数量与区域内持股上市公司的城投平台数量之间具有一定正相关关系, 可见区域本身的上市公司资源是否充沛较大程度上决定当地城投平台持股上市公司的可行性与积极性, 进而对城投平台借助所持股上市公司的利润分配和业务布局来优化造血能力、尝试产业化转型提供一定支撑。3) 地方经济实力在持股上市公司的城投平台的地域分布中发挥重要作用, 即地方经济实力越强的区域其城投平台持有的上市公司股份总市值越多, 二者呈现显著正相关性, 主要原因或在于经济实力较强的地区的产业资源更为丰富、业务质地更为优良, 且通常具有成熟的核心产业集群和配套政策, 因此可以通过资源倾斜和政策优惠带动本地上市公司自身发展, 故一方面城投平台通过入股上市公司实现多行业布局以及利润补充, 另一方面上市公司取得稳定的资金流入和信用背书亦有助于其市值增长, 进而吸引更多的优质项目落地, 从而实现地方政府、城投平台、产业经济三方均可受益的良性循环。

城投平台持股上市公司的行业分布情况: 1) 全国范围内城投平台持股的上市公司行业分布呈现较高集中度, 且各地区城投平台持股的上市公司所属行业数量与该地区的经济发达程度和产业结构密切相关。2) 制造业: 上市公司数量占城投持股上市公司中的“半壁江山”, 主要或源于: a) 业务板块对基础设施建设的依赖性较强, 与多数城投平台的主营业务关联度较高, 故吸引地方城投平台的投资; b) 通常拥有稳定的现金流和较高的市场份额, 或可为入股的城投平台带来稳定的股息回报; c) 地方政府对于制造业产业链的支持力度较高, 故城投平台注资符合地方政策导向, 同时未来城投平台向制造业转型的难度或可降低。3) 电力、热力、燃气及水生产和供应业: 属于“公用事业类”企业, 其业务经营在地方往往具有垄断性, 致使此类上市公司具有天然的“护城河”, 因此城投平台持股该行业上市公司一方面源于对该护城河的青睐, 另一方面则出于政策引导, 即通过平台的股权控制可帮助地方政府对行业内上市公司实施宏观调控。4) 房地产业和建筑业: 同样属于城投平台主营业务领域, 通过入股该行业上市公司, 城投平台可借助上市公司成熟的市场化运作经验完成从传统基建向更加市场化、前沿化的经营模式转型, 同时提升城投平台对下游市场的敏感度, 但持股该行业上市公司可能将平台暴露于行业下行和政策不确定性的风险, 故预计未来持股该行业的平台数量或有减少, 通过该途径进行转型的优先度或有降低。

城投平台交叉持股上市公司情况: 1) 截至 2025 年 1 月中旬, 持股区域外上市公司数量较多的区域包括山东、四川、广东等, 持股区域外上市公司数量占本地城投平台持股上市公司总数比例较高的区域包括山东、重庆、云南、四川、陕西等, 城投平台持股的目标区域主要集中于广东、江苏、上海、浙江等。2) 数据表明交叉持股现象是否多发与本区域内上市公司资源以及本区域内城投平台持股上市

公司的意愿具有强相关性。a) 从持股外省市上市公司的区域角度而言, 本区域内上市公司资源相对匮乏的区域的城投平台更倾向于向外持股, 不仅系可选范围受限, 也系择优投资的合理选择; b) 从被持股上市公司的外省市区域角度而言, 本区域内上市公司资源相对丰富意味着该区域具备更完备的产业链和更稳定的盈利能力, 因此更易接收到来自于其他地区的交叉持股偏好, 目的在于借力经济强省补足自身产业链缺陷、提高自身抗风险能力。 总结与观点: 1) 持股上市公司的城投平台凭借拥有上市公司业务资源和分红收益而具备相对可观的转型成功可能性, 其中持股结构稳定、所属地方实力雄厚且转型意愿强烈、所持股上市公司所在行业护城河宽广的城投平台具有更高的关注价值, 如浙江、广东、江苏、四川、重庆等区域的平台公司, 其利润来源的相对稳定、经营风险的相对分散有助于降低该城投平台的偿债压力和违约风险、降低该平台存续债券估值受板块舆情的影响。 2) 由于化债工作的持续推进, 城投板块融资端趋紧的方向预计维持, 平台公司“发展资本”来源将明显受限, 而通过持有上市公司股份来实现业务多元化、业务“破圈”化的可行性及有效性或有所抬升。 风险提示: 上市公司股价波动; 城投持股上市公司相关政策变化; 数据统计偏差。

(证券分析师: 李勇 证券分析师: 徐津晶)

固收深度报告 20250204: 从城投债提前兑付看再投资压力

观点 存量规模视角: 1) 从城投债的提前兑付到二级市场再投资压力的抬升, 核心逻辑主要包括两方面: a) 化债引起的城投债存量规模下降, 可投资标的减少但市场上资金充裕, 供需失衡情形下, 大量买盘会持续推高债券价格, 估值收益率相应降低; b) 化债过程中, 高票面利率或高到期收益率的中低评级城投债往往优先被偿付或置换, 而之后再新发的城投债票面利率伴随基准利率不断下破低位而持续下行, 致使城投板块票息收益及持有到期收益均随之下行。 2) 城投债提前兑付总量: a) 历年来城投债提前兑付额会在大规模化债期间显著上涨, 而城投债余额规模与债券数量的增速在期间则呈现同向降低态势, 考虑到城投债提前兑付与化债进度之间存在时滞, 因此本轮化债后续提前兑付额大概率将进一步增长, 故预计城投债余额规模与债券数量的增速均可能在当前基础上进一步下降。 b) 结合化债期间城投板块新增融资受限这一情况而言, 表明一方面城投债加速兑付导致资产总量收缩, 另一方面城投板块的供给没有得到及时有效的补充, 致使整体城投债存量规模进入下降通道, 而资金面的总体宽松、宏观经济环境的不确定性叠加化债方针对中短期内城投信仰的巩固, 引起机构投资者配置需求不降反升, 供需不对等的情况进一步加剧市场上可供投资的城投债资产紧缺, 推动“资产荒”加剧。 c) 不同区域之间的省际差异或提示“资产荒”可能会先波及提前兑付额和兑付比例较高的区域, 尤其是债务压力较大或退平台、退名单积极的区域, 相对其余区域其“资产荒”程度或更为严峻。因此, 挖掘此类区域内潜在高收益城投债机会难度增加的速度或快于提前兑付额尚可但存量规模亦不小的区域, 即尽管化债进度较快将提升区域内存续个券的整体安全性, 但化债进度较慢区域内存续个券提供可观收益空间的可能性或相对更高。 3) 城投债提前兑付结构: a) 票面利率: 城投平台加速偿还票面利率较高的存量债券的行为符合化债工作推进的重要目的之一, 即通过置换和压降两种方式降低地方存量债务利息负担, 释放被高息债务所捆绑的资金量, 但这一行为也同步对债券市场造成高票息、高回报资产体量的消退。因此, 在当前利率持续下行、优质资产缩量的形势下, 城投债的提前兑付势必将造成市场上高收益资源的进一步稀缺,

而市场对收益水平和回撤波动的要求仍偏刚性，故机构投资者面临快速抬升的再投资压力，被动在久期选择和资质选择上采取更为激进的策略，不仅操作空间变窄、操作难度增加，流动性和灵活性亦有所下降，收益风险性价比明显降低。b) 主体行政等级、主体评级、剩余期限、债券余额：评级一般、即将到期以及存量规模尚可的城投债相对更易被发行人选择提前兑付，而此类债券通常可为投资人提供短期内较良好的收益风险性价比，因此同样佐证城投债的提前兑付对于相对较高估值收益率的资产体量的负面影响，或造成机构投资者的再投资压力抬升。 收益率及票面利率视角：1) 到期收益率：当前较低水平收益率的城投债占据主导，即高收益城投债稀缺，并且城投板块内收益率下行幅度更大的品种为弱资质城投平台发行的低评级个券，而该类个券系过去机构投资者票息收益及持有到期价差收益的主要来源，城投债的提前兑付将导致其被提前偿付，而机构投资者将因此损失相关的利息收益并难以寻得同样收益水平的稳健资产。换言之，到期收益率的下行走势凸显提前兑付对高收益资产体量以及投资者再投资压力的冲击。2) 票面利率：a) 利率在过去十年期间的波动下行不仅带来城投债收益率的下行走势，亦引起新发城投债票面利率的不断走低，因而原本的高票息城投债个券在提前兑付潮中被优先偿付或置换后，无论募资用途是“以旧换新”抑或项目专属，同一发行人主体新发行的城投债票面利率也在不断突破此前低点。b) 城投债一级市场的票面利率下行态势或在降息预期护航下延续，票面利率预计难以维持以往的较高水平，这一变化不仅将间接导致城投板块持有到期价差收益的变薄，还将直接导致城投板块票息收益的下滑。换言之，城投债票面利率的快速压降会逐步构成过去与现在的收益率水平之间的“真空”状态并进而引发高收益资产的稀缺加剧，造成显著的再投资压力。考虑到存量城投债规模较高的地区倾向于提前兑付城投债，意味着可能更易遭受“资产荒”的波及，因此存量城投债规模处于中等水平的地区的存续高票息城投债或在当下适宜积极关注。 再投资压力预计几何：1) 从票面利率视角衡量当前城投板块的再投资压力：全国票面利率在 5% 以上的高票息城投债存量规模较 2023 年末共计缩减 19,472.73 亿元，较 2022 年末共计缩减 23,045.8 亿元，缩减幅度分别达到 44.94% 和 49.14%，意味着城投债二级市场的再投资压力翻倍。2) 从估值收益率视角衡量当前城投板块的再投资压力，全国到期收益率在 5% 以上的高收益城投债存量规模已大幅收缩至 237.66 亿元，相较于 2023 年末的 11,954.18 亿元，其下降幅度高达 98%，同样佐证城投债二级市场的再投资压力已成倍增加。3) 城投债板块内高票息、高收益资产规模的大幅削减为机构投资者的资产配置带来一定的扰动，一方面由于同等信用资质下难以寻得与往期匹配的收益率水平，另一方面市面债券结构的变化使得资产的多样化分配难度增大，逐利行为的一致性和资产规模的下降的共同作用不断挤压套利空间，导致有配置需求的投资者需被动忍受收益风险性价比的下降或通过采取久期策略来牺牲流动性以谋求更高的收益回报，再投资压力的累增或导致板块投资情绪分歧。4) 结合全国各区域的高票息和高收益城投债存量规模的变化情况来看，江苏、浙江、天津、四川、湖南、江西、贵州、重庆等地区的城投债再投资承压程度较高，表明若该类再投资压力较大的区域的城投债提前兑付额增长较快，则提示相应区域内的“资产荒”加剧的速度或进一步加快，关注该类区域配置机会的投资者或需加快配置节奏。 风险提示：城投债政策变化；数据统计偏差；基准利率波动。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

行业

证券Ⅱ行业点评报告：做好金融五篇大文章，强化资本市场功能

投资要点 事件：2025年2月7日，证监会发布《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》，围绕科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章，提出了资本市场服务实体经济的重点任务，包括：1) 加强对科技型企业全链条全生命周期的金融服务：①支持优质科技型企业发行上市：提升对新产业新业态新技术的包容性，支持未盈利企业上市，引导企业用好境内外上市资源。②优化科技型企业上市公司并购重组、股权激励等制度。③引导私募股权创投基金投早、投小、投长期、投硬科技，支持S基金和金融资产投资公司试点。④加大多层次债券市场对科技创新的支持力度。2) 丰富资本市场推动绿色低碳转型的产品制度体系：①优化绿色债券标准，完善资本市场绿色金融标准体系。②丰富资本市场绿色金融产品：支持绿色产业企业股债融资，提升绿色债券申报便利度，推出绿色主题公募基金，鼓励绿色私募股权创投基金发展，推进碳期货市场建设和相关产品研发。3) 提升资本市场服务普惠金融效能：①落实普惠金融政策部署，完善服务中小微企业制度。②丰富资本市场服务涉农主体方式。③满足居民多元化投资需求，推动证券基金经营机构加快财富管理转型。4) 推动资本市场更好满足多元化养老金融需求：①打通中长期资金入市卡点堵点，支持养老目标基金、养老理财产品等发展。②提供优质养老金融产品服务。支持符合条件的健康、养老等银发经济企业股债融资。5) 加快推进数字化、智能化赋能资本市场：①提升证券期货行业数字化水平，稳步推进技术自立自强，开展“数据要素×资本市场”专项试点，探索人工智能等新技术应用②加强数字金融监管，防范风险。总体要求：以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，贯彻新发展理念，聚焦构建支持全面创新体制机制和服务新质生产力发展，强化资本市场功能。坚持政治引领、服务大局，问题导向、精准施策，守正创新、稳中求进，系统集成、协同配合四个原则。做好金融五篇大文章，有助于更好的服务实体经济，强化资本市场功能，促进共同富裕。①服务实体经济：引导资本市场资源流向重点领域（科技创新、先进制造、绿色低碳、普惠民生等），推动经济高质量发展。②推动资本市场改革创新，是资本市场“1+N”政策体系的重要组成部分，通过增强制度包容性、适应性，能提升资本市场服务实体经济的质效，促进资本市场自身高质量发展。③防范金融风险：通过加强政策协调和工作协同，完善相关制度和监管体系，加强重点领域风险防控，维护市场稳定。④促进共同富裕：通过普惠金融和养老金融，提升金融服务覆盖面，助力共同富裕。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）

保险Ⅱ行业点评报告：开展保险资金投资黄金业务试点，投资端选择空间进一步打开

投资要点 【事件】2月7日金监总局官网发布《关于开展保险资金投资黄金业务试点的通知》，提出自发布之日起，试点保险公司可以中长期资产配置为目的，开展投资黄金业务试点。明确试点投资黄金范围。包括：在上海黄金交易所主板上市或交易的黄金现货实盘合约、

黄金现货延期交收合约、上海金集中定价合约、黄金询价即期合约、黄金询价掉期合约和黄金租借业务。试点主体为 10 家大型险企。包括：人保财险、中国人寿、太平人寿、中国信保、平安财险、平安人寿、太保财险、太保寿险、泰康人寿、新华人寿。投资比例要求：账面余额合计不超过本公司上季末总资产的 1%。其中：①黄金现货延期交收合约以该业务黄金现货合约市值为统计口径；②黄金询价掉期合约以该业务黄金持仓净敞口为统计口径，且单边的存续规模不超过本公司上季末总资产的 1%；③借出黄金规模应纳入投资比例管理，交易对手应当限于金融机构，单一交易对手租借规模不得超过持有黄金现货合约的 20%。此前监管已多次发声探索保险资金试点投资黄金资产。1) 2020 年 2 月，央行、原银保监会等多部门联合发布《关于进一步加快推进上海国际金融中心建设和金融支持长三角一体化发展的意见》，明确提出探索保险资金依托上海相关交易所试点投资黄金、石油等大宗商品。2) 2024 年 2 月 6 日，上海市人民政府印发《上海市落实〈全面对接国际高标准经贸规则推进中国(上海)自由贸易试验区高水平制度型开放总体方案〉的实施方案》，提出，支持上海自贸试验区内有关经营主体开展保险资金投资黄金等大宗商品试点。3) 2024 年 6 月，金监总局党委书记、局长李云泽在第十五届陆家嘴论坛上表示，将积极探索保险资金试点投资上海黄金交易所黄金合约及相关产品。我们认为，在当前利率下行背景下，保险资金通过配置黄金资产，具有分散风险、保值增值等积极作用，进一步放宽投资品种限制也有助于缓解资产荒压力。据世界黄金协会不完全统计，至 2020 年美国超过 30 家保险及养老机构投资黄金相关金融产品；日本超过一半以上的保险机构参与了黄金相关金融产品的投资。按试点公司最新总资产数据计算，可配置黄金资产的理论上限将近 2000 亿元。负债端资产端均有改善，低估值+低持仓，攻守兼备。1) 我们认为当前市场储蓄需求依然旺盛，在监管持续引导险企降低负债成本趋势下，保险公司利差压力预计逐渐得到缓解。2) 近期十年期国债收益率下行至 1.60% 左右，我们预计，未来伴随国内经济复苏，长端利率若企稳或修复上行，则保险公司新增固收类投资收益率压力将有所缓解。3) 2024Q4 公募基金对保险股持仓环比减少 0.4pct 至 0.6%，持仓与估值均处于历史低位，负面因素反映充分。2025 年 2 月 7 日保险板块估值 0.50-0.80 倍 2025E P/EV，处于历史低位，行业维持“增持”评级。风险提示：长端利率趋势性下行；股市持续低迷；新单增长不及预期。

(证券分析师：孙婷 证券分析师：曹锟)

推荐个股及其他点评

影视内容能力为基，游戏业务爆发式增长

投资要点 • 顺应时代趋势，业务边界不断拓展，从图书到影视再到游戏：中国儒意自 2009 年以来走过了三个发展阶段。第一阶段是 2009 年至 2013 年，作为影视行业新入局者，以购买畅销书 IP 作为切入点，为影视剧制作打下了基础。在这一阶段，公司积累了评估和筛选 IP 的能力，以及用于评估导演能力的数据库。第二阶段为 2013~2020 年，公司基于电视剧制作能力，向电影领域拓展，成功推出了多部高票房电影。第三阶段为 2021 年至今：公司进一步拓展业务，一方面从影视制作向下游渠道拓展，推出了线上流媒体平台南瓜电影，并收购了万达电影的线下影院资产。另一方面，公司从影视向游戏业务拓展，借

助腾讯的力量从游戏发行环节开始，逐步构建游戏研发能力。总体来看，儒意公司顺应时代趋势，不断拓展业务边界，从图书到影视再到游戏，实现了多元化发展。

- 影视业务：善于制造爆款、发现爆款。我们认为公司在制作和投资影视内容方面具有较强的业务壁垒，这一壁垒来自公司在过去十多年里的积累。从图书 IP 到电视剧制作再到电影出品，公司一步一个脚印，既延续了对于 IP 和影视爆款潜力的眼光，也将打造精品内容的能力逐步拓宽。这一能力得到了历年来的电视剧热度数据和电影票房数据验证。
- 游戏业务：24 年业绩爆发，看好后续产品 pipeline。在游戏业务方面，与腾讯的合作为公司提供了坚实的基础，同时公司也在不断探索新的业务模式和市场机会，在游戏业务上展现出了强劲的增长势头和丰富的产品 pipeline。2023 年起游戏业务快速增长。公司的游戏业务收入在 2023 年达到 4.46 亿元人民币，同比增幅超过 7 倍。2024H1 线上游戏业务收入同比增长 1891.5%。2024 年 5 月和 7 月，公司分别发行了《仙境传说：爱如初见》和《世界启元》两款游戏，均取得了不错的市场表现，有望推动公司游戏收入继续快速增长。除了游戏发行，公司也在积极布局自研游戏。一方面，2024 年 5 月，公司宣布以 2.59 亿元人民币的价格收购有爱互娱 100% 的股权，取得了《红警》游戏及相关开发团队。另一方面，新游戏储备丰富，涵盖体育、二次元和历史文化等多个题材。
- 盈利预测与投资评级：我们预计中国儒意 2024 - 2026 年总收入分别为 57/70/82 亿元，收入增长源于新影视剧、游戏上线及线上流媒体业务发展。我们预计 2024-2026 年公司经调整净利润分别为 13/21/25 亿元人民币，当前股价对应 2024-2026 年 PE 分别为 25/15/13 倍。在可比公司方面，公司在内容制作业务方面和光线传媒、博纳影业、中国电影、华策影视有一定相似性，四家可比公司 2024-2026 年 PE 均值为 58/29/24 倍。而中国儒意的游戏代理发行业务，尚无可比公司，该业务增长较快和后续储备作品较多。因此，我们给予 2025 年 20 倍 PE（经调整口径），对应合理市值为 464 亿港元（按照 2025/2/5 港币兑人民币汇率 0.9208 换算）。我们看好公司的优质内容出品能力以及后续的影视剧和游戏内容，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：政策变化风险，市场竞争加剧风险，消费者需求变化风险，技术变革风险。讯的技术服务和渠道推广支持。此外，2022 年 1 月，腾讯通过 Water Lily 以 6 亿港元的价格认购中国儒意 6400 万股。2022 年 7 月，腾讯通过 Water Lily 以 2.4 港元每股认购中国儒意 1.63 亿增发股份。2023 年 7 月，中国儒意宣布拟募资 40 亿港元，其中 90% 拟用作发展及扩张电影及游戏业务，腾讯参与认购其中的 20%。2024 年 1 月，中国儒意宣布与各认购方（阳光人寿及 TFI Investment）订立认购协议，认购方以认购价每股认购股份 2.4 港元配发及发行总计约 11.4 亿股认购股份；股份认购事项的所得款项总额约为 27.1 亿港元，其中约 90% 的募集资金拟用作集团业务的增长及扩张，包括内容制作、购买剧本及版权及购买影视节目版权，以及整合集团业务的上下游资源。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖
研究助理：张文雨）

爱博医疗（688050）：2024 年业绩快报点评：业绩符合预期，期待 25 年新品放量

投资要点 事件：2025 年 2 月 6 日晚，公司发布 2024 年业绩快报，公司 2024 年收入 14.10 亿元（+48.22%），归母净利润 3.87 亿元（+27.36%），扣非归母净利润 3.89 亿元（+34.58%）；24Q4 收入 3.35 亿元（+18.07%），归母净利润 6957 万元（+32.6%），扣非归母净利润

8430 万元 (+75.08%)，业绩符合我们预期。2024 年主营收入保持稳健增长，隐形眼镜业务快速增长。公司“普诺明”等系列人工晶状体在全国推行集采背景下仍同比保持增长，公司“普诺瞳”角膜塑形镜收入亦同比保持增长，显示出公司产品抵抗经济环境疲软的韧性，具备一定刚需属性。公司视力保健产品（隐形眼镜及隐形眼镜护理产品等）保持快速增长，收入占比约 30%，2024 年隐形眼镜业务扭亏为盈，我们认为随着 2025 年扩产，公司切入更多隐形眼镜大客户，该项业务收入及净利率有望进一步提升。2025 年重磅新品 PR 晶体有望带来第二成长曲线：公司龙晶®PR 型有晶体眼人工晶状体采用专利 Balacrylic™平衡型丙烯酸酯材料，综合性能表现优异，于 2024 年底国内获批上市。龙晶®PR 增加光学部直径的同时做到体积纤薄，结合非球面双凹面型设计，后表面更加平坦，周边拱高更开阔。此外，龙晶®PR 6.0mm 大光学区结合高次非球面零球差光学设计，不引入额外像差，实现高品质视觉表现，临床试验结果证实其极显著降低了术后眩光发生概率。产品共有 10 种型号以 0.3mm 为间隔，为临床提供了更个性化、精细化的选择。临床试验结果显示术后中央拱高和周边拱高变化量更小，残余屈光度亦更稳定。我们认为该产品有较大替代飞秒激光和外资 ICL 晶体的空间，参考外资现在产品定价，我们预计 2025 年该产品将为公司贡献千万级收入。盈利预测与投资评级：考虑到美瞳业务收入占比提升叠加新品 PR 晶体前期推广，我们将 2024-2026 年归母净利润由 4.13/5.33/7.33 亿元调整为 3.87/5.09/6.89 亿元，当前市值对应 PE=46/35/26x，考虑到公司重磅新品前景广阔，维持“买入”评级。风险提示：市场竞争激烈；新品推广不及预期；经营规模扩大带来的战略与管理风险。

（证券分析师：朱国广）

光大环境（00257.HK）：减值拖累业绩，自由现金流增厚趋势不改

投资要点 事件：2025 年 1 月 28 日，中国光大绿色环保发布公告，预计 2024 年净亏损约 5.0 亿港元~5.1 亿港元，较 2023 年亏损增加约 66%~69%。危废业务承压，资产减值拖累业绩。截至 2024 年 6 月 30 日，光大环境对光大绿色环保持股 69.7%。光大绿色环保公告预计 2024 年净亏损约 5.0~5.1 亿港元，2023 年光大绿色环保净亏损 3.0 亿港元，2024 年亏损同比增加 2.0~2.1 亿港元，亏损增加主要是因为危废处置产能过剩，工业产废量不佳，行业竞争激烈，危废及固废处置业务收取的处理单价持续下跌，公司部分项目经营亏损状况仍在延续，从而导致无形资产、物业、厂房及设备、使用权资产及商誉耗损亏损。2024 年垃圾焚烧行业新开标产能同降 74%，光大环境新签项目合计 1000 吨/日。根据北极星固废网统计，2024 年开标的项目数量仅 20 个，开标项目产能合计 0.88 万吨/日，同比下降 74%，累计投资额约 52.6 亿元，同比下降 82%。其中光大环境中标海南东方二期项目（400 吨/日，投资额 1.34 亿元）和广东怀集项目（600 吨/日，投资额 4.51 亿元）。随着新增项目收缩，预计资本开支将进一步降至低位。减值仅影响账面利润，自由现金流转正逻辑兑现中。根据公开业绩会，2024H1 还原后真实的经营性现金流净额 37.50 亿港元，资本开支 27.79 亿港元，自由现金流 9.71 亿港元，实现首次转正。经营性现金流方面，1) 处理费：公司持续加强应收管控，垃圾处理费和污水处理费回款率持续改善。2) 国补：2024 年 3 月，绿色环保板块的 16 个项目取得了 15.34 亿元生物质国补回款，2024 年 7 月，垃圾焚烧和绿色环保生物质板块取得 2.4 亿元的国补回款，已超 2023 年全年国补回收额。资本支出方面，根据公司项目建设节奏，预计 2024 年下半年资本开支较上半年持续下降。固废龙头运营项目积累夯实业绩基础，自由现金流

转正并增厚，分红能力提升。固废龙头规模领先，截至 2024H1 公司环保能源和绿色环保板块在手垃圾焚烧规模 15.89 万吨/日居全球首位，其中环保能源板块垃圾焚烧项目已投运 13.80 万吨/日，在建 0.57 万吨/日。经营效率同业领先，2024H1 垃圾发电项目入炉吨发 446 度/吨，综合厂用电率 15%（同比持平）；供热供汽量同比增长超 60%，提供增量收益。2024H1 自由现金流首次转正，全年预计持续增厚，内生分红能力提升。2017 年以来公司分红比例维持 30%+，2024H1 每股中期股息 14 港仙，同比持平，分红比例同比提升 4pct 至 35%。当前股息率(TTM) 6.4%，PB 0.42。（估值日期：2025/2/6） 盈利预测与投资评级：考虑潜在资产减值、人民币贬值、建设收入持续下降等因素的影响，我们将 2024-2026 年归母净利润预测从 41.80/43.01/44.76 亿港元下调至 32.70/38.67/41.05 亿港元，对应 6/5/5 倍 PE，固废龙头盈利结构优化，减值影响账面利润，自由现金流转正趋势不改，内生分红能力提升，有望迎估值修复，维持“买入”评级。 风险提示：应收账款延长，资本开支超预期上行，资产减值风险等。

（证券分析师：袁理 证券分析师：陈孜文）

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>