

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-02-05

宏观策略

2025 年 02 月 05 日

宏观量化经济指数周报 20250126: 以旧换新政策逐步落地, 社零有望实现开门红

“择机降息降准”的基础是经济基本面走势: 2024 年四季度 GDP 同比增长 5.4%, 2024 年年内两次调降主要政策利率分别发生在 GDP 增速低于 5.0% 的二季度和三季度, 当前 2024 年三季度货币政策铺排的各项宽松政策仍在持续生效, 经济景气度仍在改善, 短期落地总量宽松还需要寻找更合适的时机。

晨会编辑 孙婷

执业证书: S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

固收金工

固收周报 20250126: 如何看待节后资金面?

展望节后, 我们预计资金面将随之回归中性, 紧张局面有望缓解。从 2024 年央行创设的各项新型货币政策工具, 包括临时正逆回购、买卖国债等, 均旨在增加其对于短端利率的掌控力度。而就目前的基本面情况以及财政与货币之间的配合角度来看, 我国仍处于降息周期中, 收益率曲线不具备大幅上行的基础。

固收点评 20250125: 二级资本债周度数据跟踪 (20250120-20250124)

本周 (20250120-20250124) 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 1440 亿元, 较上周减少 423 亿元。

固收点评 20250125: 绿色债券周度数据跟踪 (20250120-20250124)

本周 (20250120-20250124) 银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 11 只, 合计发行规模约 79.74 亿元, 较上周减少 4.68 亿元。绿色债券周成交额合计 486 亿元, 较上周增加 39 亿元。

行业

CVD 技术利刃破局, 2025 年放量起航——硅碳负极专题

投资建议: 25 年为 CVD 硅碳负极放量元年, 全球总出货有望达 0.15 万吨, 2030 年全球行业需求有望增长至 4 万吨, 实现 5 年 25 倍增长, 我们预计硅碳负极厂商、上游多孔碳及配套硅碳负极使用的辅材如单壁碳纳米管、PAA 等受益。看好各环节龙头, 推荐天奈科技、元力股份、璞泰来、贝特瑞, 关注中科电气、圣泉集团、日播时尚、德福科技等。风险提示: 价格竞争超市场预期、原材料价格不稳定、投资增速下滑。

房地产行业跟踪周报: 新房销售同环比正增, 多地房地产放松政策陆续出台

周观点: 1 月第 4 周新房成交环比上升、同比上升, 二手房成交环比下降, 同比上升。1 月 21 日, 北京市规自委制定印发《北京市关于城市更新项目国有建设用地使用权作价出资或者入股支持社会经济发展的指导意见 (试行) 》, 允许将国有建设用地使用权作价出资或者入股投入到市政府授权市国资委履行出资人职责的企业及其所属各级国有全资子公司。泉州优化公积金贷款制度, 提高多子女家庭公积金贷款最高额度。多城市出台购房补贴等房地产政策。投资建议: 1) 房地产开发: 推荐华润

置地、保利发展、滨江集团，建议关注绿城中国等；2）物业管理：推荐华润万象生活、绿城服务、保利物业、越秀服务；3）房地产经纪：推荐贝壳，建议关注我爱我家。风险提示：房地产调控政策放宽不及预期；行业下行持续，销售不及预期；行业信用风险持续蔓延，流动性恶化超预期。

公用事业行业跟踪周报：24M12 用电量增速提升，24M12 来水/风光资源好转，核电发电量提升

投资建议：国债收益率下降红利配置正当时。1）水电：量价齐升、低成本受益市场化。度电成本所有电源中最低，省内水电市场电价持续提升，外输可享当地电价。现金流优异分红能力强，折旧期满盈利持续释放。重点推荐【长江电力】。2）火电：优质区域火电电量电价有支撑，业绩稳定性提升红利属性彰显。建议关注【皖能电力】【申能股份】，建议关注【华电国际】【浙能电力】【华能国际】【国电电力】。3）核电：成长确定、远期盈利&分红提升。2022、2023 连续两年核准 10 台，2024 年再获 11 台核准，成长再提速。在建机组投运+资本开支逐步见顶。公司 ROE 看齐成熟项目有望翻倍，分红能力同步提升。重点推荐【中国核电】【中国广核】，建议关注【中广核电力 H】。4）绿电：化债推进财政发力，绿电国补欠款历史问题有望得到解决。资产质量见底回升，绿电成长性再次彰显。重点推荐【龙净环保】，建议关注【龙源电力 H】【中闽能源】【三峡能源】。5）消纳：关注特高压和电网智能化产业链。趋势一配电网智能化：关注【威胜信息】【东软载波】【安科瑞】；趋势二电网数字化：推荐虚拟电厂；趋势三国际化：推荐特高压和电网设备。风险提示：需求不及预期、电价煤价波动风险、流域来水不及预期等

电动车行业 2025 年 1 月策略：旺季在即供需反转，涨价落地盈利改善可期

投资建议：行业估值底部，具备业绩支撑，旺季在即供需反转，强烈看好锂电产业链！首推格局和盈利稳定龙头电池（宁德时代、比亚迪、亿纬锂能）、结构件（科达利）；并看好具备盈利弹性的材料龙头，首推（湖南裕能、尚太科技、天赐材料、天奈科技），其次看好（璞泰来、新宙邦、容百科技、华友钴业、中伟股份、恩捷股份、星源材质、德方纳米等），关注（富临精工、中科电气、龙蟠科技）等；同时碳酸锂价格已见底，看好具备优质资源龙头，推荐（中矿资源、永兴材料、赣锋锂业、雅化集团）等。风险提示：价格竞争超市场预期、原材料价格波动、投资增速下滑。

燃气 II 行业跟踪周报：美国采暖需求增加气价上升，欧洲库存消落较快气价上涨，国内出货受阻气价回落

投资建议：供给宽松，燃气公司成本优化；价格机制继续理顺、需求放量。1）城燃降本促量、顺价持续推进。重点推荐：【昆仑能源】【华润燃气】【中国燃气】【蓝天燃气】；建议关注：【新奥能源】2024 年不可测利润充分消化，估值合理回归【港华智慧能源】【深圳燃气】【佛燃能源】。2）海外气源释放，关注具备优质长协资源、灵活调度、成本优势长期凸显的企业。重点推荐：【九丰能源】【新奥股份】；建议关注：【深圳燃气】【佛燃能源】。3）十年期国债收益率下行，关注高股息标的。重点推荐：【昆仑能源】假设 2024 年分红比例 44%，对应股息率 4.6%；【九丰能源】清洁能源稳健，能服特气驱动成长，公司承诺 24-26 年绝对分红金额 7.5/8.5/10 亿元，24 年股息率 4.3%；【蓝天燃气】假设 2024 年维持分红金

额 5.9 亿元，对应股息率 7.6%；【中国燃气】假设 2024 年维持分红 0.5 港元/股，对应股息率 7.9%。建议关注：【新奥能源】假设 2024 年分红比例 44%，对应股息率 5.7%。（估值日期 2025/1/24）

环保行业跟踪周报：加快制造业低碳转型，聚焦绿色技术装备&循环利用，持续推荐水务固废现金流资产

政策跟踪：工信部加快制造业绿色低碳发展，聚焦绿色技术装备&循环利用等领域。1）存量改造：加快传统产业绿色化升级。加强先进绿色低碳技术装备推广应用，探索建设零碳工厂和零碳工业园区，再培育一批绿色制造标杆。2）增量做强：培育壮大绿色低碳产业。出台促进环保装备制造制造业高质量发展若干政策措施。聚焦冶金、石化化工等重点行业，积极拓展清洁低碳氢应用场景。做优做强绿色智算产业链，打造一批绿色智算中心。聚焦废旧动力电池、废旧光伏组件等新兴固体废物，加快健全法规政策，完善回收和综合利用体系，促进安全高效循环利用。

原油周报：美国原油库存减少，原油价格维持高位

n【相关上市公司】推荐：中国海油/中国海洋石油（600938.SH/0883.HK）、中国石油/中国石油股份（601857.SH/0857.HK）、中国石化/中国石油化工股份（600028.SH/0386.HK）、中海油服（601808.SH）、海油工程（600583.SH）、海油发展（600968.SH）；建议关注：石化油服/中石化油服（600871.SH/1033.HK）、中油工程（600339.SH）、石化机械（000852.SZ）。n n【风险提示】1）地缘政治因素对油价出现大幅度的干扰。2）宏观经济增速严重下滑，导致需求端严重不振。3）新能源加大替代传统石油需求的风险。4）OPEC+联盟修改石油供应计划的风险。5）美国解除对伊朗制裁，伊朗原油快速回归市场的风险。6）美国对页岩油生产环保、融资等政策调整的风险。7）全球 2050 净零排放政策调整的风险。

非银金融行业跟踪周报：中长期资金入市可期；新能源车险指导意见出台

行业排序及重点公司推荐：非银金融目前平均估值仍然较低，具有安全边际，攻守兼备。1）保险行业受益于经济复苏、利率上行。储蓄类产品销售占比大幅提升，负债端预计显著改善，长期仍看好健康险和养老险发展空间。2）证券行业转型有望带来新的业务增长点。受益于市场回暖、政策环境友好，券商经纪业务、投行业务、资本中介业务等均受益。行业推荐排序为保险>证券>其他多元金融，重点推荐中国太保、中国人寿、中信证券、华泰证券、同花顺等。风险提示：1）宏观经济不及预期；2）政策趋紧抑制行业创新；3）市场竞争加剧风险。

电力设备行业跟踪周报：人形机器人量产落地超预期、锂电龙头盈利修复可期

投资策略：储能：美国大储需求持续旺盛，因 26 年储能电池关税增加，当前已进入加单抢装期；欧洲、中东、拉美等新兴市场大储需求大爆发，大储龙头订单充足，有望连续翻倍以上增长，国内光储平价时代，24 年储能招标 118Gwh，同增 72%；亚非拉、南亚及乌克兰等新兴市场光储平价拉动户储和工商储增长；欧美降息，有望带动户储和光商储好转；我们预计全球储能装机 23-25 年的 CAGR 为 50%左右，看好储能逆变器/PCS 龙头、美国大储集成和储能电池龙头。电动车：国内 24 电动车销 1287 万辆，同比增 36%，由于 25 年以旧换新政策延续+购置税退坡抢装，销量预期上修至 25%增长，同时欧洲正考虑出台电动车消费刺激政策，叠加 25H2 新车型上市，增速有望恢复。同时大储需求超预期，24 年储能电池

上修 10%至 330gwh+, 25 年继续维持 50%增长, 全球 25 年锂电需求增速上修至 30%。短期看, 1 月排产受春节影响, 环比下降 10-15%, 淡季不淡, 预计春节后排产将迅速回升, 且供需关系持续好转, 年底价格谈判即落地, 盈利看铁锂和 6f 盈利将改善。当前锂电核心标的已跌至 15x 的低估位置, 强烈看好, 首推宁德时代、比亚迪、湖南裕能、亿纬锂能、科达利、尚太科技、天赐材料、天奈科技、璞泰来等锂电龙头公司。机器人&工控: 工控 25 年需求弱复苏, 3C 需求向好, 新能源影响减少, 传统行业需求好, 同时布局机器人第二增长曲线, 看好工控龙头; 人形机器人, Musk 明确表示 25 年量产元年, 26 年 10 倍增长至 5-10 万台, 27 年再翻倍至 50-100 万台, 大超预期, 同时国内华为等入局、国产人形和相关配套企业进展也如火如荼, 我们全面看好 T 链确定性供应商和壁垒较高的丝杠及传感器环节, 也看好国内人形配套企业。

液冷行业深度报告: 冷板式液冷放量在即, 浸没式液冷可期

Ø 投资建议: 全球 AI 芯片功率不断提升, 机柜功率密度不断提升, 液冷已经成为未来的必选项。随着海外 GB200、GB300 的出货量提升, 国内 910C 即将大规模出货, 冷板式液冷即将迎来放量。同时, 英伟达下一代芯片 Rubin 有望采用浸没式液冷, 国内大厂也开始试验浸没式液冷, 浸没式液冷市场即将开启。Ø 相关标的: •冷板式液冷: 英维克、申菱环境、高澜股份、海鹈股份、淳中科技、强瑞技术等。•浸没式液冷: 八亿时空、润和材料、巨化股份、新宙邦、曙光数创等。Ø 风险提示: 技术发展不及预期; AI 发展不及预期; 市场竞争加剧。

大炼化周报: 国际油价下跌成本端支撑走弱, 长丝市场平稳运行

n【国内外重点炼化项目价差跟踪】国内重点大炼化项目本周价差为 2429.33 元/吨, 环比+63.48 元/吨(环比+2.68%); 国外重点大炼化项目本周价差为 929.30 元/吨, 环比+8.05 元/吨(环比+0.87%)。n【聚酯板块】本周 POY/FDY/DTY 行业均价分别为 7300/7700/8450 元/吨, 环比分别+43/+57/+29 元/吨, POY/FDY/DTY 行业周均利润为 116/116/17 元/吨, 环比分别+62/+72/+53 元/吨, POY/FDY/DTY 行业库存为 7.5/14.1/19.1 天, 环比分别+1.7/+1.5/+1.8 天, 长丝开工率为 83.92%, 环比-1.75pct。下游方面, 本周织机开工率为 9.23%, 环比-33.23pct, 织造企业原料库存为 10.58 天, 环比-0.86 天, 织造企业成品库存为 22.18 天, 环比-1.64 天。n【炼油板块】国内成品油:本周汽油/柴油/航煤价格下跌。国外成品油:本周美国汽油/柴油价格下跌。n【化工板块】本周 PX 均价为 879.57 美元/吨, 环比-8.00 美元/吨, 较原油价差为 300.23 美元/吨, 环比+4.02 美元/吨, PX 开工率为 90.24%, 环比+2.23pct。nn【相关上市公司】民营大炼化&涤纶长丝: 恒力石化、荣盛石化、东方盛虹、恒逸石化、桐昆股份、新凤鸣。n【风险提示】1) 项目实施进度不及预期; 2) 宏观经济增速下滑, 导致需求复苏弱于预期; 3) 地缘风险演化导致原材料价格波动; 4) 行业产能发生重大变化; 5) 统计口径及计算误差。

重卡行业 12 月跟踪月报: 年底表现亮眼, 看好开门红行情

投资建议: 国三政策效果显现, 年底反弹如期到来。25Q1 重卡板块投资优选低估值+内需弹性标的【中国重汽 A+潍柴动力+一汽解放+福田汽车】, 低估值+出口强 α 标的【中国重汽 H】。风险提示: 国内重卡行业复苏不及预期, 天然气价格上涨超出预期。

基础化工周报: 聚氨酯价格持续上升

【聚氨酯板块】本周纯 MDI/聚合 MDI/TDI 行业均价为 18660/18270/13899

元/吨，环比分别+140/+90/+70 元/吨，纯 MDI/聚合 MDI/TDI 行业毛利分别为 5397/6004/1666 元/吨，环比分别+108/+44/+675 元/吨。【油煤气烯烃板块】①本周乙烷/丙烷/动力煤/石脑油均价分别为 1421/4570/600/4837 元/吨，环比分别-27/-82/-9/-74 元/吨。②本周聚乙烯均价为 8155 元/吨，环比-70 元/吨，乙烷裂解/CTO/石脑油裂解制聚乙烯理论利润分别为 1240/1887/-466 元/吨，环比分别-4/-31/+58 元/吨。③本周聚丙烯均价为 7350 元/吨，环比+0 元/吨，PDH/CTO/石脑油裂解制聚丙烯理论利润分别为-288/1551/-610 元/吨，环比分别+94/+16/+100 元/吨。【煤化工板块】本周合成氨/尿素/DMF/醋酸行业均价为 2315/1657/4171/2774 元/吨，环比分别-65/+8/+80/-6 元/吨，合成氨/尿素/DMF/醋酸行业毛利分别为 247/-55/-170/81 元/吨，环比分别-39/+7/+61/-6 元/吨。【相关上市公司】化工白马：万华化学、宝丰能源、卫星化学、华鲁恒升。【风险提示】1) 项目实施进度不及预期；2) 宏观经济增速下滑，导致需求复苏弱于预期；3) 地缘风险演化导致原材料价格波动；4) 行业产能发生重大变化；5) 统计口径及计算误差。

乘用车&智能化 1 月报：12 月产批零符合预期，智能化展开“车位到车位”竞赛

投资建议：智能化是 2025 年汽车最核心主线！我们认为拐点正在来临，2025 年智能化（FSD 入华）或=2020 年电动化（model 3 国产化）。根据我们测算，2024 年国内新能源汽车的 L3 智能化渗透率突破 10%，2025 年有望突破 20%，2027 年有望突破 70%，上升斜率或远超市场预期！尤其是 2026 年车企深度入局 Robotaxi 业务预计加速催化消费者对智能化买单意愿。2025 年智能化时间催化：1) 特斯拉：2025Q1 FSD 入华+RoboCab 美国获取牌照上路测试+美国 FSD V13 版本上市+基于 MY 平台的小车上市+新增产能建设计划落实。小鹏汽车：纯视觉城市无图 NOA 从 P7+全面推广旗下所有新车（15 万+车型）。豪华车市场（25 万+车型）：华为/理想以激光雷达方案继续优化迭代城市无图 NOA。其他车企：比亚迪/长城/吉利等加快将高速 NOA 功能下放至 20 万元以下车型。中美车企之间的智能化军备竞赛进入白热化阶段。本轮智能化标的：2020-2022 年智能化只是电动化配角，而 2025-2027 年智能化将是主角且或与机器人共振形成新一轮 AI 产业大浪潮！配置思路：先整车后零部件。国内整车格局和估值均有望迎来新一轮重塑，车企选股排序：1) 国内智能化领先且全栈自研【小鹏汽车+理想汽车】；2) 华为重要车企合作伙伴【赛力斯+长安汽车等】；3) 国有车企国企改革先锋【上汽集团+广汽集团等】；4) 其他车企：【比亚迪+吉利汽车+长城汽车+零跑汽车等】。国内零部件有望迎来新一轮成长：1) 特斯拉产业链【新泉股份+拓普集团+旭升集团+华域汽车等】；2) 智能化增量部件【德赛西威+伯特利+地平线机器人+华阳集团+均胜电子等】；3) 其他【福耀玻璃+星宇股份等】。风险提示：智能驾驶相关技术迭代/产业政策出台低于预期；华为/小鹏等车企新车销量低于预期

机械设备行业跟踪周报：推荐受益于北美制造业回流的燃气轮机&光伏设备；看好工程机械内需复苏

风险提示：下游固定资产投资不及市场预期；行业周期性波动风险；地缘政治及汇率风险。

保险 II 行业点评报告：四部委发文推进新能源车险高质量发展，预计未来渗透率提升+盈利改善

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缓解。2) 近期十年期国债收益率略回升至 1.66% 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。同时，稳楼市等相关政策的持续落地，也有利于险企投资资产质量担忧情绪的缓解。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 1 月 24 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。

保险 II 行业点评报告：受投资收益提升带动，上市险企 2024 年净利润普遍大幅增长

逐渐缓解。2) 近期十年期国债收益率略回升至 1.66% 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。同时，稳楼市等相关政策的持续落地，也有利于险企投资资产质量担忧情绪的缓解。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 1 月 24 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

富临精工 (300432)：高压密铁锂领军者，机器人业务开启新征程

盈利预测与投资评级：考虑公司高压密铁锂产品供不应求，盈利稳中有升，增量零部件业务维持稳定增长，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润 4.1/10.8/15.0 亿元，同增 176%/162%/39%，对应 PE 为 48/18/13 倍。给予公司 25 年 25xPE，目标价 22 元，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：项目投产进度不及预期，行业竞争加剧，客户集中度较高。

中国船舶 (600150)：2024 年业绩预告点评：归母净利润同比增长 12%-35%，周期上行订单兑现

盈利预测与投资评级：出于谨慎性考虑，我们调整公司 2024-2026 年归母净利润预测为 37 (原值 39) /79 (维持) /108 (维持) 亿元，当前市值对应 PE 为 41/19/14 倍，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济波动、地缘政治风险、原油价格波动等。

优必选 (09880.HK)：国内人形机器人领军企业，率先实现人形机器人商业化落地

盈利预测与投资评级：受益于人形机器人产业化进程加速，服务机器人渗透率提升，我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 16.8/23.6/32.1 亿元，当前市值对应 PS 为 19/14/10 倍，首次覆盖给予“增持”评级。风险提示：人形机器人商业化不及预期；行业竞争格局恶化；大客户验证进度不及预期。

亚盛医药-B (06855.HK)：细胞凋亡赛道领军者，加速迈向全球化

盈利预测与投资评级：随着奥雷巴替尼销售放量和武田选择权付款到账，我们预计公司收入将快速增长，维持 24 年 10.02 亿元收入预测，将 25-26 年营业收入从 4.74/9.19 亿元上调至 5.19/32.15 亿元。考虑公司收入增长较快，海外市场潜力较大，维持“买入”评级。

海力风电（301155）：2024 年业绩预告点评：24 年出货承压，静待需求反转

公司发布业绩预告，预计 24 年实现归母净利润 6327~7733 万元，同比扭亏；扣非后归母净利润 5618~6866 万元，同比扭亏。对应单 24Q4 归母净利润-2353~-947 万元，同比减亏 1.3~1.4 亿，环比-270~+1136 万元；扣非后归母净利润-2368~-1120 万元，同比减亏 1.4~1.5 亿，环比-197~+1052 万元。

鱼跃医疗（002223）：拟认购 Inogen 9.9% 普通股，加码出海布局

投资要点 事件：2025 年 1 月 26 日，公司发布公告，全资子公司鱼跃香港与 Inogen 共同签署了《证券购买协议》，鱼跃香港拟按照 10.36 美元/股的价格，以自有资金 2720.98 万美元认购 Inogen 定向增发的 262.64 万股普通股，约占本次投资完成后 Inogen 已发行普通股的 9.9%。同日，鱼跃医疗与 Inogen 共同签署了《战略合作协议》，基于双方在各自细分行业及细分市场的品牌力和产品力，约定在国际分销业务、商标许可及分销业务、联合研发、供应链优化四个方面，以业务协同为基础，开展深度战略合作。Inogen 在呼吸领域有专业产品和丰富欧美市场渠道。Inogen（纳斯达克股票代码：INGN）是一家提供创新呼吸产品的医疗技术公司，在呼吸领域拥有优秀的国际品牌声誉、前沿技术及专业人才、广泛的欧美市场销售渠道和市场份额。为进一步推进全球化战略布局，加速业务切入、版图扩张和产品创新，公司与 Inogen 将共同构建长期战略合作关系。双方将开展销售与产品研发相关合作：（1）国际分销业务：双方在美国和欧洲部分区域，针对公司的台式制氧机、便携式制氧机、无创呼吸机及面罩产品开展分销合作。后续经协商一致可扩展至更多产品类型及合作区域。

（2）亚洲商标许可及分销业务：双方就 Inogen 商标的使用和带有 Inogen 标志的现有产品（包括但不限于便携式和台式制氧机及相关配件耗材）在中国及部分东南亚国家开展分销合作。后续经协商一致可扩展至更多产品、旗下品牌及合作区域。（3）联合研发业务：每一方应成立专门的研发团队，充分发挥各自优势，开发新产品（预计初始产品包括面向全球市场的创新呼吸类产品），具体事项由双方讨论后决定。（4）供应链优化：双方可发挥各自优势，在制造、采购、分销网络等方面进行资源共享，以实现降本增效、加强供应链安全和提升供应链韧性等目标。盈利预测与投资评级：考虑到此次战略合作对公司短期业绩影响较小，我们维持预计 2024-2026 年归母净利润为 20.13/23.05/26.09 亿元，当前市值对应 PE=17/15/13x，考虑到公司出海前景广阔，维持“买入”评级。风险提示：国际化战略布局进程不及预期；市场竞争激烈；经营规模扩大带来的战略与管理风险。

上汽集团（600104）：2024 年业绩预告点评：通用减值事项落地，利空出尽

盈利预测与投资评级：2024 年 7-8 月完成集团到主要子公司&合联营公司管理层更换，公司将进一步积极降本增效，后续期待内部整合&外部合作多线并举，困境反转。合资板块资产改造&减值同步推进，同时合资车企转变原先“决策、研发在外，生产、销售在华”的传统合资模式，反向取经，与中方共同开发新能源车型，探讨合资合作新路径。由于上汽通用于 2024 年进行了大额减值，我们下调公司 2024 年业绩预期至 16 亿元（原为 84 亿元），由于公司积极进行降本增效，发力自主品牌向上，我们上调对公司 2025/2026 年业绩预期至 109/145 亿元（原为 101/134 亿

元)，对应 PE 为 122/18/14 倍。维持公司“买入”评级。 风险提示：终端价格战超预期；出口相关贸易风险等

中集集团（000039）：2024 年业绩预告点评：归母净利润 25~35 亿超预期，继续受益集装箱+海工高景气

盈利预测与投资评级：公司业绩超预期，我们上调公司 2024-2026 年归母净利润预测为 30（原值 25）/38（原值 33）/48（维持）亿元，当前市值对应 PE 为 14/11/9 倍，维持“买入”评级。 风险提示：宏观经济波动、地缘政治风险、原油价格波动等。

水井坊（600779）：2024 年经营数据点评：全年正增顺利收官，中高价产品表现稳健

2024 年在消费不振、竞争加剧的不利环境下，公司营收同比增长 5.7%，主系 300 元及以下价位产品实现销售增长，渠道库存较年初略有上浮。①估算 300 元价位主力单品臻酿八号销售实现近双位数增长。作为次高端入门价位单品，臻酿八号品牌格调在商务招待、居民宴席场景具有较好普适性，全年动销表现基本符合 300 元价位行业趋势。②预计中档酒天号陈产品收入同比实现高双位数增长。公司在核心市场补充 100~300 元价位天号陈产品以迎合当下消费趋势，低基数下自然动销兑现较快增长，中档酒收入占比估算相应由 4.1%增长至约 6%+。③预计 400 元以上价位的井台、典藏产品全年收入同比下滑较多。公司价格优先战略明确，旨在着眼长期保障品牌拉力。利润端，全年归母净利同比增长 5.7%，净利率同比基本保持稳定，预计主系销售费率优化（糖酒会等广告投入同比减少），而毛利率、管理费率同比略有恶化。 盈利预测与投资评级：公司产品矩阵定位清晰，在 100~800 元区间各主力消费价位均有核心产品长期布局。在需求承压阶段，次高端价位向下波动相对更为突出，公司中高端价位产品收入承托能力有所体现，产品动销基础好于其他全国化二线酒企。参考 2024 年预告数据以及渠道库存周期和消费环境变化，我们调整 2024~26 年归母净利润至 13.4、11.8、13.5 亿元（前值 13.2、13.6、15.1 亿元），同比+5.7%、-12.1%、+14.3%，当前市值对应 2024~26 年 PE 为 17/19/17X，维持“增持”评级。 风险提示：宏观表现不及预期、次高端主力价位竞争加剧、品牌建设及消费者培育费用投放超预期。

纽威股份（603699）：2024 年业绩预告点评：归母净利润同比增长 41%~84%大超预期，产品多元+出海成长性凸显

盈利预测与投资评级：公司业绩超预期，我们上调公司 2024-2026 年盈利预测为 11.8（原值 10.1）/14.5（原值 12.4）/17.7（原值 15.1）亿元，当前市值对应 PE 分别为 17/13/11X，维持“买入”评级。 风险提示：原材料价格波动、汇率波动、地缘政治风险

上海家化（600315）：2024 年业绩预告点评：计提减值+战略重塑影响利润，2025 年轻装上阵开启转型新篇章

盈利预测与投资评级：公司是国内多品牌的日化龙头，24 年 5 月换帅后，公司深化组织改革，加强品牌建设，对品牌进行梯队管理，集中资源优先支持核心品牌，坚持聚焦核心品牌、聚焦品牌建设、聚焦线上、聚焦效率，未来战略转型，品牌焕新后，公司经营效率有望提升。考虑到短期战略调整影响，我们将公司 2024-26 年归母净利润 4.58/5.24/6.02 亿元下调至-8.6/2.6/3.4 亿元，分别同比-272%/+131%/+30%，对应 2025-2026 年 PE 分别为 41/32 X，2024 年主业调整、海外亏损等不利因素出清，回购彰显发展决心，期待 2025 年拐点显现，维持“买入”评级。 风险提示：行业

竞争加剧、战略改革不及预期、新品推广不及预期等。

途虎-W (09690.HK): 24H2 业绩前瞻: 行业底部抢占更多份额, 盈利节奏有所放缓

考虑到公司短期增加投入抢占更多市场份额的策略, 我们将公司 24-26 年经调整净利润预测由 7.53/12.28/17.77 亿元调整至 6.03/8.06/10.21 亿元, 对应 2025 年 15 倍 PE, 中长期随着需求逐步恢复, 公司盈利潜力将释放, 维持“买入”评级。

东方甄选 (01797.HK): FY2025H1 业绩点评: 运营逐渐企稳, 建议关注微信渠道增量贡献

受到出售与辉同行的财务影响, 我们将公司 FY2025-2026 持续经营业务 Non-IFRS 净利润预测由 10.65/11.37 亿元调整至 2.25/5.02 亿元, 新增 FY2027 预测 6.95 亿元, 对应 FY2025-2027 PE 分别为 66/29/21 倍, 公司主业运营逐渐企稳, 微信小店等新渠道有望贡献增量, 维持“买入”评级。

迪哲医药-U (688192): 迪行小分子赛道, 折桂全球创新之巅

盈利预测与投资评级: 四个产品国内销售峰值预计达到近 50 亿人民币。舒沃替尼和戈利昔替尼海外销售峰值预计分别达到 9 亿美金和 6 亿美金, 暂不考虑 DZD8586 和 DZD6008 的海外销售。采用 FCFE 估值法: 公司的四款产品的绝对估值总数为 343 亿人民币, 对应目标股价为 82.26 元/股。公司国内商业化推进顺利, 产品出海确定性高, 在研品种潜力大, 首次覆盖给予“买入”评级。风险提示: 新药研发及审批进展不及预期; 药品的销售不及预期; 政策影响对产品价格的不确定性; 海外授权不及预期。

万辰集团 (300972): 2024 年业绩预告点评: 量贩零食保持高增, 布局硬折扣新业态

我们上调此前盈利预测, 预计 2024-2026 年公司营收为 320/480/576 亿元 (前次预测为 308/480/576 亿元), 同比增长 244%/50%/20%; 归母净利为 2.8/6.6/9.7 亿元 (前次预测为 2.1/4.6/6.7 亿元), 同比+440%/135%/+47%; 对应 PE 为 46/20/13X。维持“买入”评级。

青木科技 (301110): 电商代运营龙头, 潮玩代运营+品牌孵化打开成长曲线

盈利预测与投资评级: 青木科技布局多元电商服务业态, 代运营纵向守住大服饰品牌头部地位、加深优质品牌合作, 横向布局潮玩行业, 挖掘代运营品类盈利新增量。同时品牌孵化业务卡位大健康及宠物食品小而美赛道, 高增可期。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 0.9/1.2/1.7 亿元, 对应 2025/1/23 收盘价 PE 约 68/49/36X, 首次覆盖, 给予公司“增持”评级。风险提示: 品牌商合作风险、宏观经济环境波动风险、行业竞争加剧等。

赣锋锂业 (002460): 2024 年业绩预告点评: Q4 受存货减值影响扣非亏损, 矿端自供率稳步提升

盈利预测与投资评级: 由于 24 年公司业绩受到 PLS 股价下跌、存货减值等影响, 我们下调 2024 年盈利预测, 考虑 25-26 年锂价中枢有望上移, 我们上调 2025-2026 年盈利预测, 我们预计 2024-2026 年公司归母净利润 -17.5/13.2/18.5 亿元 (原预期 24-26 年为 -6.2/12.3/18.0 亿元), 同比 -135%/+176%/+40%, 对应 25-26 年 51x/37xPE, 由于公司全球布局众多优质锂资源, 矿端自供率持续提升, 维持“买入”评级。风险提示: 产能释放不及预期, 需求不及预期。

海博思创 (688411): 国内储能标杆, 海外拓展可期

盈利预测与投资评级: 考虑全球光储市场高景气, 同时公司储能系统国内增速确定, 海外持续布局, 已实现 0-1 突破, 预计明后年出货持续高增, 盈利能力随海外市场拓展有望继续提升, 我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 82.36/110.23/137.67 亿元, 归母净利润分别为 6.06/8.41/11.06 亿元, 对应发行市值的 PE 估值分别为 5.68/4.09/3.12 倍。可比公司的 2025 年 PE 平均值为 20 倍, 建议投资者积极关注。风险提示: 竞争加剧; 国际贸易及行业政策变动; 全球化拓展不及预期

天齐锂业 (002466): 2024 年业绩预告点评: 终止投资建设奎纳纳二期, 资产减值导致 Q4 亏损扩大

盈利预测与投资评级: 由于 24 年受资产减值影响, 我们下调 2024 年盈利预测, 但考虑 25-26 年锂价中枢有望上移, 我们上调 2025-2026 年盈利预测, 预计 2024-2026 年公司归母净利润-76.5/22.2/29.9 亿元 (原预期为 -58.5/15.6/22.7 亿元), 同比-205%/+129%/+35%, 对应 25-26 年 23x/17xPE, 考虑公司资源禀赋优异, 且高价库存逐步消化完, 成本优势将凸显, 维持“买入”评级。风险提示: 产能释放不及预期, 需求不及预期。

指南针 (300803): 2024 年年报点评: A 股市场整体向好, 公司各项业务稳健发展

盈利预测与投资评级: 公司金融信息服务业务与资本场景气度高度关联, 证券业务处于业务协同的加速发展阶段, 我们维持对公司的盈利预测, 预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 1.53/2.11/2.82 亿元 (2025-2026 前值为 1.53/2.11 亿元), 对应 PE 分别为 246/178/133 倍, 维持公司评级“增持”, 期待麦高证券的发展, 看好公司长期成长性。风险提示: 证券市场系统性, 行业竞争加剧, 证券业务恢复不及预期。

华友钴业 (603799): 2024 年股权激励计划落地, 彰显管理层信心

盈利预测与投资评级: 我们维持 2024 -2026 年盈利预测, 预计归母净利润为 44/48/52 亿元, 同增 30%/10%/8%, 对应 PE 为 11x/10x/9x, 考虑公司一体化优势显著, 给予 25 年 15x PE, 目标价 42 元, 维持“买入”评级。风险提示: 上游原材料价格大幅波动, 电动车销量不及预期。

百度集团-SW (09888.HK): 2024Q4 业绩前瞻: AI 进展亮眼, 2025 年云业务增速有望维持

公司业务短期仍将受到宏观环境和内部业务 AI 改造的影响, 同时考虑极越一次性业务调整影响, 我们将公司 2024-2026 年 Non-GAAP 净利润预测由 271/286/310 亿元下调至 242/260/283 亿元, 对应 2025 年 Non-GAAP PE 为 8.2 倍, 公司持续回购体现注重股东回报, 维持“买入”评级。

宏观策略

宏观量化经济指数周报 20250126: 以旧换新政策逐步落地, 社零有望实现开门红

观点 周度 ECI 指数: 从周度数据来看, 截至 2025 年 1 月 26 日, 本周 ECI 供给指数为 50.41%, 较上周回落 0.05 个百分点; ECI 需求指数为 49.88%, 较上周持平。从分项来看, ECI 投资指数为 49.98%, 较上周回落 0.03 个百分点; ECI 消费指数为 49.50%, 较上周回升 0.05 个百分点; ECI 出口指数为 50.38%, 较上周持平。 月度 ECI 指数: 从 1 月前三个周的高频数据来看, ECI 供给指数为 50.45%, 较 12 月回落 0.09 个百分点; ECI 需求指数为 49.89%, 较 12 月回落 0.03 个百分点。从分项来看, ECI 投资指数为 50.01%, 较 12 月回落 0.01 个百分点; ECI 消费指数为 49.47%, 较 12 月回落 0.03 个百分点; ECI 出口指数为 50.40%, 较 12 月回落 0.06 个百分点。从 ECI 指数来看, 春节假期前供给端和需求端均延续季节性回落的特征, 但在前期增量政策的支撑下, 供需两端回落的幅度均小于去年同期, 预计随着新一轮以旧换新政策在内的消费刺激政策逐步落地, 经济增长有望在一季度实现开门红。消费方面, 1 月 17 日商务部等八部门下发了汽车以旧换新的细则通知, 节前乘用车零售需求有所释放, 而节前全社会跨区域人流量等出行数据的同比增长也表征服务消费景气度或有所回暖; 地产方面, 自月初以来主要城市商品房成交面积处于边际回落的态势, 但与去年节前同期相比增长明显, 可关注节后地产销售是否会初现“小阳春”的迹象; 出口方面, 受节前运输需求回落影响, 海运价格指数延续下行, 而韩国前 20 日出口增速转负则表征全球贸易需求在近期也有所走弱。此外, 特朗普声称讨论于 2 月 1 日起对从中国进口的产品加征 10% 的关税, 短期内我国出口或面临一定不确定性。 ELI 指数: 截至 2025 年 1 月 26 日, 本周 ELI 指数为 -0.88%, 较上周回落 0.21 个百分点。货币政策“择机降息降准”的“机”在于经济基本面。1 月 20 日 LPR 报价维持不变和 1 月 24 日续作 MLF 的中标利率持平于前期, 且在本周资金面偏紧的时期准备金率亦维持不变, 表明短期“降息”和“降准”的迫切性不高, 1 月份市场曾经将资金利率上行和总量宽松静默归咎于着意稳汇率, 但是在 1 月 20 日人民币汇率开始向中间价收敛之后, 资金面也未显宽松, 尽管资金利率回升, 1 月份地方政府债券招标发行情况较好, 长期利率也保持窄幅波动, 利率债供需仍处于紧平衡状态, 针对资金面偏紧, 货币政策也加大了 14 天期逆回购的投放力度, 预计在加大公开市场操作力度的呵护下, 资金面或保持稳定均衡的状态。表明“择机降息降准”的基础是经济基本面走势: 2024 年四季度 GDP 同比增长 5.4%, 2024 年年内两次调降主要政策利率分别发生在 GDP 增速低于 5.0% 的二季度和三季度, 当前 2024 年三季度货币政策铺排的各项宽松政策仍在持续生效, 经济景气度仍在改善, 短期落地总量宽松还需要寻找更合适的时机。 风险提示: 短期出现“抢出口”现象; 政策出台力度低于市场预期; 房地产改善的持续性待观察。

(证券分析师: 芦哲 证券分析师: 李昌萌 证券分析师: 王洋)

固收金工

固收周报 20250126: 如何看待节后资金面?

观点 春节假期渐进，资金利率仍然高企，如何看待节后的资金面？在 2025 年 1 月 19 日发布的报告《资金紧张何时休？》中，我们曾指出从 1 月 13 日起，银行和非银机构在货币市场上的融资成本均有所抬升。截至 1 月 23 日，DR007 和 R007 分别收于 2.1213% 和 2.7354%，较 1 月 16 日 2.3391% 和 4.1892% 的高位相比已有所回落。央行在公开市场通过 14D 逆回购投放流动性，虽“价”比 7D 逆回购高，但“量”的支持仍然能够部分缓解流动性紧张情况。回顾过去四周央行在公开市场的操作情况，分别为净回笼 3442 亿元，净回笼 2600 亿元，净投放 4589 亿元和净投放 10157 亿元，经历了逐步放量的过程。从 1 月 21 日起，央行开始投放 14D 逆回购，操作利率为 1.65%，虽然成本相较于 7D 逆回购更高，但充分支持跨年期间的流动性。展望节后，我们预计资金面将随之回归中性，紧张局面有望缓解。从 2024 年央行创设的各项新型货币政策工具，包括临时正逆回购、买卖国债等，均旨在增加其对于短端利率的掌控力度。而就目前的基本面情况以及财政与货币之间的配合角度来看，我国仍处于降息周期中，收益率曲线不具备大幅上行的基础。

美国 2024 年 12 月成屋销售、2025 年 1 月密歇根大学消费者信心指数、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: 本周 (0120-0124)，1 月 20 日特朗普宣誓就任美国第四十七届美国总统，长期美债收益率反弹，短期收益率延续下跌趋势，股市则整体延续上行。在地缘政治方面，24 日特朗普称已和中国国家领导人进行了沟通，称“中美关系非常好”，中美关系缓和迹象明显。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 2024 年 12 月成屋销售超预期走高。2025 年 1 月 24 日公布的美国 12 月成屋销售数据显示，12 月成屋销售总数年化达 424 万户，环比上升 2.2%，高于前值的 415 万户和预期值的 420 万户。虽然成屋销售延续上升趋势，但美国成屋销售已连续三年下滑，2024 年成屋销售创 1995 年以来最差。

(2) 美国 2025 年 1 月密歇根大学消费者信心指数超预期走低。1 月 24 日公布的数据显示，美国 2025 年 1 月密歇根大学消费者信心指数降低至 71.1，低于预期值和前值的 73.2。由于担心失业和潜在关税对通胀的影响，美国 1 月消费者信心指数出现六个月来的首次下降。

(3) 本周美联储 2025 年 1 月降息概率较上周下降。1 月 9 日，堪萨斯城联储主席、票委施密德 (Jeff Schmid) 在一场演讲中表示，随着通胀接近目标，经济增长展现出可持续性，他相信经济已经接近既不需要限制也不需要支持的点，政策应是中性的。施密德表示，“我们目前非常接近实现物价稳定和充分就业的双重目标”，而且“随着通胀接近目标，经济增长显示出持续的势头，我相信我们已经接近经济既不需要限制也不需要支持的临界点，政策应该是中性的。”他赞成逐步调整政策，并只在数据基点持续变化的情况下才作出反应。施密德通常被视为鹰派官员。截至 1 月 25 日，Fedwatch 预期 2025 年 1 月降息 25bp 的概率下降至 0.5%，上周为 2.1%；2025 年 3 月份在 2025 年 1 月份降息的基础上再次降息的可能性降低至 0.1%，上周为 0.6%。

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)

固收点评 20250125：二级资本债周度数据跟踪 (20250120-20250124)

观点 一级市场发行与存量情况： 本周 (20250120-20250124) 银行间市场及交易所市场无新发行二级资本债。截至 2025 年 1 月 24 日，二级资本债存量余额达 43,617.75 亿元，较上周末 (20250120) 减少 4 亿元。 二级市场成交情况： 本周 (20250120-20250124) 二级资本债周成交量合计约 1440 亿元，较上周减少 423 亿元，成交量前三个

券分别为 24 建行二级资本债 03BC (119.15 亿元)、22 农行二级资本债 02A (76.40 亿元) 和 22 中行二级资本债 02A (48.40 亿元)。分发行主体地域来看, 成交量前三为北京市、上海市和广东省, 分别约为 1003 亿元、219 亿元和 46 亿元。从到期收益率角度来看, 截至 1 月 24 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: -23.15BP、-8.67BP、-25.31BP; 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: 23.94BP、-3.40BP、-26.37BP; 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: 23.64BP、-5.50BP、-28.89BP。估值偏离%前三十位个券情况: 本周 (20250120-20250124) 二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大, 折价成交的比例和幅度均小于溢价成交。折价个券方面, 折价率前二的个券为 22 威海商行二级资本债 01 (-0.4794%)、22 华融湘江二级资本债 01 (-0.4784%), 其余折价率均在 -0.45% 以内。中债隐含评级以 AAA- 评级为主, 地域分布以北京市、上海市、四川省和浙江省居多。溢价个券方面, 溢价率前四的个券为 24 兰州银行二级资本债 01 (0.5584%)、21 九台农商二级 (0.5485%)、23 稠州商行二级资本债 01 (0.4058%)、24 海峡银行二级资本债 01 (0.4039%), 其余溢价率均在 0.40% 以内。中债隐含评级以 AA-、AA+ 评级为主, 地域分布以北京市、上海市和浙江省居多。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)

固收点评 20250125: 绿色债券周度数据跟踪 (20250120-20250124)

观点 一级市场发行情况: 本周 (20250120-20250124) 银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 11 只, 合计发行规模约 79.74 亿元, 较上周减少 4.68 亿元。发行年限多为 5 年; 发行人性质为国有企业、外资企业; 主体评级多为 AAA 级; 发行人地域为天津市、江苏省、湖北省、广东省等; 发行债券种类为中期票据、交易商协会 ABN、企业 ABS。二级市场成交情况: 本周 (20250120-20250124) 绿色债券周成交额合计 486 亿元, 较上周增加 39 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 255 亿元、127 亿元和 91 亿元; 分发行期限来看, 3Y 以下绿色债券成交量最高, 占比约 73.09%, 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、有色金属, 分别为 176 亿元、101 亿元和 21 亿元; 分发行主体地域来看, 成交量前三为北京市、湖北省和广东省, 分别为 166 亿元、49 亿元和 40 亿元。估值偏离度前三十位个券情况: 本周 (20250120-20250124) 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, 折价成交的比例小于溢价成交。折价个券方面, 折价率前三的个券为 22 万科 GN003 (-22.2869%)、22 万科 GN001 (-7.3800%)、24 广能 G1 (-0.7325%), 其余折价率均在 -0.70% 以内。主体行业以房地产和公用事业为主, 中债隐含评级以 AA 评级为主, 地域分布以广东省和北京市居多。溢价个券方面, 溢价率前二的个券为 24 武进绿建 PPN001 (0.8925%)、25 苏国信 GN001 (0.7896%), 其余溢价率均在 0.75% 以内。主体行业以公用事业和建筑为主, 中债隐含评级以 AAA+ 评级为主, 地域分布以江苏省和广东省居多。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)

行业

CVD 技术利刃破局，2025 年放量起航——硅碳负极专题

u 硅基负极高能量密度优势显著，CVD 路线硅碳负极技术突破，打开市场空间。硅基负极可提升电池能量密度，成为未来负极材料升级的方向。此前硅基负极以球磨法硅碳负极与硅氧负极为主，球磨法硅碳负极仍有膨胀问题，循环性能较差，硅氧负极首效较低，预锂化会大幅增加成本，整体性价比不高。CVD 法硅碳负极通过多孔碳骨架来储硅，并通过多孔碳内部的空隙来缓冲硅嵌锂过程中的体积膨胀，因此膨胀率低，循环优异，并且碳骨架本身密度小质量轻，使得材料能量密度更高，打开市场空间。 u 消费市场确定性起量，25 年动力放量，我们预计 25 年全球销量达 0.15 万吨，2030 年全球需求达 4 万吨。此前消费领域以硅氧负极为主，主要应用于海外电动工具市场；24 年起 CVD 硅碳负极在高端手机机型上大规模应用，25 年渗透率预计提升至 25%+，目前硅基负极掺杂比例为 5%左右，未来有望提升至 10%+；动力领域硅碳负极初期应用于圆柱电池，特斯拉 21700 电池采用球磨型硅碳负极方案，添加比例较低，但球磨法难以满足动力电池性能要求，4680 电池及海外三元方向电池后续有望采用 CVD 法方案，25 年国内电池厂率先应用，CVD 法硅碳负极市场需求规模快速提升。考虑消费及动力市场放量，预计 2025 年 CVD 硅碳负极需求达 0.15 万吨，2030 年随着 CVD 硅碳负极渗透率提升及成本端下降打开市场空间，渗透率提升至 15%，对应总需求可达 4 万吨左右。 u 主流厂商加速 CVD 路线布局，远期成本有望降至 20 万元/吨以内，带动产业需求放量。当前硅基负极产能以硅氧及球磨法为主，CVD 产能规划中，海外 Group14 已量产，天目先导、兰溪致德等初创公司具备百吨级产能，贝特瑞、璞泰来等传统负极公司陆续跟进；当前硅碳负极售价 40 万元/吨+，主要系多孔碳占成本比例较高，且生产设备仍为 20 公斤级，远期看，随着 100kg 设备大规模应用，且多孔碳实现原材料降本，硅碳负极售价有望降至 20 万/内，按 10%添加比例计算，对应单吨负极成本提升不足 2 万，电池成本提升 0.015 元/wh 以内，整体成本可控，性价比进一步提升。 u 硅碳负极放量，多孔碳、单壁碳管及 PAA 等原材料受益。硅碳负极核心原材料为多孔碳，多孔碳的造孔技术及产品设计直接决定硅碳负极性能，行业壁垒较高，此外单壁碳管及 PAA 需要配硅碳负极使用，贡献需求增量。我们预计 2030 年硅碳负极需求达 4 万吨，对应市场空间 70 亿元，多孔碳对应 2 万吨需求，按照价格降至 13 万元/吨左右计算，对应 25.5 亿元市场空间，硅烷预计对应 2 万吨需求，对应 8 亿元市场空间。单壁碳管粉体添加比例预计达 0.2%左右，2030 年对应 600 吨+需求，对应 17 万吨浆料。 u 投资建议：25 年为 CVD 硅碳负极放量元年，全球总出货有望达 0.15 万吨，2030 年全球行业需求有望增长至 4 万吨，实现 5 年 25 倍增长，我们预计硅碳负极厂商、上游多孔碳及配套硅碳负极使用的辅材如单壁碳纳米管、PAA 等受益。看好各环节龙头，推荐天奈科技、元力股份、璞泰来、贝特瑞，关注中科电气、圣泉集团、日播时尚、德福科技等。 u 风险提示：价格竞争超市场预期、原材料价格不稳定、投资增速下滑。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕
证券分析师：岳斯瑶 研究助理：孙瀚博)

房地产行业跟踪周报：新房销售同环比正增，多地房地产放松政策陆续出台

投资要点 上周（2025.1.20-2025.1.24）：上周房地产板块（中信）涨跌幅-1.2%，同期沪深 300、万得全 A 指数涨跌幅分别为 0.5%、0.9%，超额收益分别为-1.8%、-2.1%。29 个中信行业板块中房地产位列第 23。

(1) 新房市场：上周 37 城新房成交面积 218.1 万方，环比+6.7%，同

比+8.6%。2025年1月1日至1月24日累计成交724.8万方，同比+12.1%。今年截至1月24日累计成交724.8万方，同比+12.1%。（2）二手房市场：上周16城二手房成交面积153.6万方，环比-18.0%，同比+9.2%。2025年1月1日至1月24日累计成交603万方，同比+26.7%。今年截至1月24日累计成交603万方，同比+26.7%。（3）库存及去化：13城新房累计库存7999.8万方，环比-0.7%，同比-9.4%；13城新房去化周期为16.4个月，环比变动-0.3个月，同比变动-2.8个月。一线、新一线、二线、三四线城市去化周期为11.0个月、8.7个月、14.2个月、58.0个月，环比分别变动-0.2个月、-0.1个月、-0.4个月、-2.6个月。（4）土地市场：2025年1月20日-2025年1月26日百城土地成交建筑面积2195.2万方，环比-2.9%，同比9.1%；成交楼面价1500元/平，环比5.6%、同比2.7%；土地溢价率3.9%，环比-6.0%，同比-0.9%。截至1月26日，2025年累计成交土地建筑面积为9507万方，同比15.6%。周观点：1月第4周新房成交环比上升、同比上升，二手房成交环比下降，同比上升。1月21日，北京市规自委制定印发《北京市关于城市更新项目国有建设用地使用权作价出资或者入股支持社会经济发展的指导意见（试行）》，允许将国有建设用地使用权作价出资或者入股投入到市政府授权市国资委履行出资人职责的企业及其所属各级国有全资子企业。泉州优化公积金贷款制度，提高多子女家庭公积金贷款最高额度。多城市出台购房补贴等房地产政策。投资建议：1）房地产开发：推荐华润置地、保利发展、滨江集团，建议关注绿城中国等；2）物业管理：推荐华润万象生活、绿城服务、保利物业、越秀服务；3）房地产经纪：推荐贝壳，建议关注我爱我家。风险提示：房地产调控政策放宽不及预期；行业下行持续，销售不及预期；行业信用风险持续蔓延，流动性恶化超预期。

（证券分析师：房诚琦）

公用事业行业跟踪周报：24M12用电量增速提升，24M12来水/风光资源好转，核电发电量提升

投资要点 本周核心观点：1）2024年全社会用电量同增+6.8%。2024年全社会用电量达9.85亿千瓦时，同比增长6.8%，其中二产、三产、城乡居民同比+5.1%、+9.9%、+10.6%。12月单月来看，全社会用电同比+3.2%（11月为同比+2.8%），二产用电同比+3.3%（11月为同比+2.2%），三产用电同比+4.7%（11月为同比+4.8%），居民用电同比+0.2%（11月为同比+2.9%）。12月单月用电增速有提升，二产有加速，气温影响居民用电需求增长。2）2024年规模以上发电量同增+4.6%。2024年规模以上累计发电量9.42亿千瓦时（+4.6%），其中，火电、水电、核电、风电、光伏分别+1.5%、+10.7%、+2.7%、+11.1%、+28.2%。12月单月来看，火电同比-2.6%（11月为同比+1.4%），水电同比+5.5%（11月为同比-1.9%），风电同比+6.6%（11月为同比-3.3%），光伏同比+28.5%（11月为同比+10.3%），核电同比+11.4%（11月为同比+3.1%）。12月水电与风光出力提升火电单月承压，核电机组投运+恢复发电量提升。行业核心数据跟踪：电价：2025年1月电网代购电价同环比下降。煤价：截至2025/1/24，动力煤秦皇岛5500卡平仓价753元/吨，周环比下降5元/吨。水情：截至2025/1/24，三峡水库站水位168.07米，2021、2022、2023、2024年同期水位分别为170米、170米、158米、167米，蓄水水位相对较高。2025/1/24，三峡水库站入库流量6300立方米/秒，同比-18.18%，三峡水库站出库流量8140立方米/秒，同比+20.24%。用电量：2024年全社会用电量9.85亿千瓦时（同比+6.8%），其中，第一产业、第二产业、第三产业、居民城乡用电分别同比+6.3%、+5.1%、+9.9%、+10.6%。发电量：2024年累计

发电量 9.42 亿千瓦时 (+4.6%)，其中，火电、水电、核电、风电、光伏分别+1.5%、+10.7%、+2.7%、+11.1%、+28.2%。装机容量：2024 年新增装机容量，火电新增 4744 万千瓦 (同比+1.9%)，水电新增 998 万千瓦 (同比+6.3%)，核电新增 119 万千瓦 (同比持平)，风电新增 5175 万千瓦 (同比+25.0%)，光伏新增 20630 万千瓦 (同比+25.9%)。投资建议：国债收益率下降红利配置正当时。1) 水电：量价齐升、低成本受益市场化。度电成本所有电源中最低，省内水电市场电价持续提升，外输可享当地电价。现金流优异分红能力强，折旧期满盈利持续释放。重点推荐【长江电力】。2) 火电：优质区域火电电量电价有支撑，业绩稳定性提升红利属性彰显。建议关注【皖能电力】【申能股份】，建议关注【华电国际】【浙能电力】【华能国际】【国电电力】。3) 核电：成长确定、远期盈利&分红提升。2022、2023 连续两年核准 10 台，2024 年再获 11 台核准，成长再提速。在建机组投运+资本开支逐步见顶。公司 ROE 看齐成熟项目有望翻倍，分红能力同步提升。重点推荐【中国核电】【中国广核】，建议关注【中广核电力 H】。4) 绿电：化债推进财政发力，绿电国补欠款历史问题有望得到解决。资产质量见底回升，绿电成长性再次彰显。重点推荐【龙净环保】，建议关注【龙源电力 H】【中闽能源】【三峡能源】。5) 消纳：关注特高压和电网智能化产业链。趋势一配电网智能化：关注【威胜信息】【东软载波】【安科瑞】；趋势二电网数字化：推荐虚拟电厂；趋势三国际化：推荐特高压和电网设备。风险提示：需求不及预期、电价煤价波动风险、流域来水不及预期等

(证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩)

电动车行业 2025 年 1 月策略：旺季在即供需反转，涨价落地盈利改善可期

国内 24 年销量 1287 万辆，同增 36%，超市场预期，25 年预期 25% 增长。国内 24 年销量 1287 万辆，同增 36%，渗透率 40.9%，出口 129 万辆，同增 24%，其中 12 月销量 160 万辆，同环比+34%/+6%，渗透率 49.0%，同环比+11.3/+3.4pct，创历史新高，出口 12 万辆，同环比+22%/+53%，符合市场预期。25 年“已旧换新”政策落地，补贴支持范围扩大，叠加高阶智驾下沉，电动化进一步提速，25 年销量预期 1600 万辆，同增 25%。欧美 24 年销量符合预期，25H2 新车周期在即，全球未来两年 20% 左右增长。欧洲主流 9 国 24 年销量 221 万辆，同降 4%，渗透率 22%，其中 12 月销量 23 万辆，同环比-2%/+14%，渗透率 26.9%，同环比-0.7/+1.7pct。美国 24 年销量 162 万辆，同增 10%，渗透率 10.1%，其中 12 月销量 16.0 万辆，同环比+10%/+10%，渗透率 10.7%，同环比+0.8/0.0pct。欧美 25 年销量预期平稳增长 15%，但 25H2 新车周期开启，26 年接力国内增长。全球看，25 年销量超 2000 万辆，同增 22%，26 年预计 2500 万辆，同增 18%，26-30 年复合增速维持 10-15%。Q1 表现淡季不淡，3 月排产预期新高，25 年需求预期 30% 增长。25 年纯电占比趋稳，单车带电量提升，动力需求超 1300gwh，同增 25%，而海外大储持续爆发，预计增长 45% 至 500gwh，同增 50%，合计全球动储需求超 1800gwh，同比增 30%。季度看，Q1 销量有政策托底，产业链淡季不淡，补库需求明显，Q1 排产环降 10-15%，同增 50-70%，远好于往年，3 月排产预期新高，Q2 预计环增 20%，后续全年需求有望进一步上修。涨价预计近期落地，叠加高压密&快充迭代，后续盈利改善可期。产业链看，涨价预计近期落地，叠加高压密&快充持续放量，一线厂商 Q1 盈利改善可期，而二三线厂商盈利依然较弱，预计加速出清，随着需求的持续回升，25H2 预期供需拐点确定，价格持续向上可期，龙头厂商预计恢复合理盈利。价格

弹性看铁锂正极>六氟>铜箔>负极>碳酸锂>隔膜。同时龙头新品增多、海外布局逐步见效，25-26 年开始量利双升，成长空间打开。投资建议：行业估值底部，具备业绩支撑，旺季在即供需反转，强烈看好锂电产业链！首推格局和盈利稳定龙头电池（宁德时代、比亚迪、亿纬锂能）、结构件（科达利）；并看好具备盈利弹性的材料龙头，首推（湖南裕能、尚太科技、天赐材料、天奈科技），其次看好（璞泰来、新宙邦、容百科技、华友钴业、中伟股份、恩捷股份、星源材质、德方纳米等），关注（富临精工、中科电气、龙蟠科技）等；同时碳酸锂价格已见底，看好具备优质资源龙头，推荐（中矿资源、永兴材料、赣锋锂业、雅化集团）等。风险提示：价格竞争超市场预期、原材料价格波动、投资增速下滑。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕

证券分析师：岳斯瑶 证券分析师：朱家佟）

燃气 II 行业跟踪周报：美国采暖需求增加气价上升，欧洲库存消落较快气价上涨，国内出货受阻气价回落

投资要点 价格跟踪：美国采暖需求增加气价上升，欧洲库存消落较快气价上涨，国内出货受阻气价回落；国内外价格倒挂局面持续。截至 2025/1/24，美国 HH/欧洲 TTF/东亚 JKM/中国 LNG 出厂/中国 LNG 到岸价周环比变动+2.1%/+5.7%/+2.4%/-3.7%/+2.2%至 1/3.9/3.6/2.9/3.6 元/方；国内外价格仍倒挂，LNG 到岸比国内出厂价高 0.7 元/方。供需分析：1）美国采暖需求增加，气价周环比+2.1%。截至 2025/1/22，天然气的平均总供应量周环比-0.3%至 1102 亿立方英尺/日，同比+6.8%；总需求周环比+5.9%至 1571 亿立方英尺/日，同比+4.6%。低气温席卷美国大部分地区，发电部门消费量周环比+8.5%，住宅和商业部门的消费量+10.3%，工业部门的消费量+1.9%。截至 2025/1/17，储气量周环比-2230 至 28920 亿立方英尺，同比+1.3%。2）欧洲库存消落较快，引发供给担忧，气价周环比+5.7%。2024M1-10，欧洲天然气消费量为 3332 亿方，同比-2.5%，俄乌冲突后通过寻找替代能源等方式持续削减消费量。2025/1/16~2025/1/22，欧洲天然气供给周环比+5.9%至 118552GWh；其中，来自库存消耗 64955GWh，周环比+15.8%；来自 LNG 接收站 23604GWh，周环比-7.7%；来自挪威北海管道气 16408GWh，周环比-3.2%。2025/1/18~2025/1/24，欧洲水电、气电出力上升，光伏、风电出力下降，欧洲日平均燃气发电量周环比+13.9%、同比+32.9%至 1574 吉瓦时。截至 2025/1/23 欧洲天然气库存 654TWh（632 亿方），同比-182.7 亿方，库容率 57.02%，同比-16.4pct。3）春节假期将至叠加今冬来最强雨雪天气来袭，远距离运输受阻，上游出货压力增加，国内出厂价周环比-3.7%。2024M1-11 我国天然气消费量同比增长 9.3%至 3862 亿方，2024M11 天然气消费量 348 亿方，同比增长 1.0%，增速较前十月放缓，原因或为 2024 年冬季偏暖；2024M1-11 产量+7.2%至 2246 亿方，进口量+12.0%至 1683 亿方。2024 年 12 月，国内液态天然气进口均价 4246 元/吨，环比+2.5%，同比-14.2%；国内气态天然气进口均价 2755 元/吨，环比+2%，同比+2.5%；天然气整体进口均价 3673 元/吨，环比+4.3%，同比-12.3%。截至 2025/1/24，国内进口接收站库存 403.88 万吨，同比+47.31%，周环比+9.43%；国内 LNG 厂内库存 47.79 万吨，同比+40.15%，周环比-6.2%。顺价进展：2022~2024，全国共有 58%的地级及以上城市进行了居民的顺价，提价幅度为 0.21 元每方。2024 年龙头城燃公司价差在 0.53~0.54 元/方，结合我们此前在报告《对比海外案例，国内顺价政策合理、价差待提升》中的测算，城燃配气费合理值在 0.6 元/方以上，价差仍存 10%修复空间，顺价仍将继续落地。2024 年 12 月，省会城市昆明开展了

听证会，新一轮居民用气终端销售价格预计每立方米上调 0.03 元；在省会城市的带动下，省内其他城市也将积极推动居民顺价进程。投资建议：供给宽松，燃气公司成本优化；价格机制继续理顺、需求放量。1) 城燃降本促量、顺价持续推进。重点推荐：【昆仑能源】【华润燃气】【中国燃气】【蓝天燃气】；建议关注：【新奥能源】2024 年不可测利润充分消化，估值合理回归【港华智慧能源】【深圳燃气】【佛燃能源】。2) 海外气源释放，关注具备优质长协资源、灵活调度、成本优势长期凸显的企业。重点推荐：【九丰能源】【新奥股份】；建议关注：【深圳燃气】【佛燃能源】。3) 十年期国债收益率下行，关注高股息标的。重点推荐：【昆仑能源】假设 2024 年分红比例 44%，对应股息率 4.6%；【九丰能源】清洁能源稳健，能服特气驱动成长，公司承诺 24-26 年绝对分红金额 7.5/8.5/10 亿元，24 年股息率 4.3%；【蓝天燃气】假设 2024 年维持分红金额 5.9 亿元，对应股息率 7.6%；【中国燃气】假设 2024 年维持分红 0.5 港元/股，对应股息率 7.9%。建议关注：【新奥能源】假设 2024 年分红比例 44%，对应股息率 5.7%。（估值日期 2025/1/24）风险提示：经济增速不及预期、极端天气、国际局势变化、安全经营风险。

（证券分析师：袁理 证券分析师：谷玥）

环保行业跟踪周报：加快制造业低碳转型，聚焦绿色技术装备&循环利用，持续推荐水务固废现金流资产

投资要点 重点推荐：瀚蓝环境，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，宇通重工，美埃科技，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：工信部加快制造业绿色低碳发展，聚焦绿色技术装备&循环利用等领域。1) 存量改造：加快传统产业绿色化升级。加强先进绿色低碳技术装备推广应用，探索建设零碳工厂和零碳工业园区，再培育一批绿色制造标杆。2) 增量做强：培育壮大绿色低碳产业。出台促进环保装备制造业高质量发展若干政策措施。聚焦冶金、石化化工等重点行业，积极拓展清洁低碳氢应用场景。做优做强绿色智算产业链，打造一批绿色智算中心。聚焦废旧动力电池、废旧光伏组件等新兴固体废物，加快健全法规政策，完善回收和综合利用体系，促进安全高效循环利用。公司跟踪：1) 瀚蓝环境：重组获发改委 ODI 备案+商务部门境外投资备案+子公司增资完成，24 年化债超预期，“地方化债-促进重组-国企成长”闭环！1 月 23 日，公司公告近日收到广东省商务厅《企业境外投资证书》，公司已完成关于本次交易商务主管部门的境外投资备案工作，交易先决条件陆续达成。2) 英科再生：24 年归母预计同增 51%-69%超预期，经营性盈利显著提升。公司发布业绩预告，预计 24 年归母净利润 2.96-3.30 亿元，同增 51%-69%，扣非归母净利润 2.80-3.10 亿元，同增 47%-63%。再生塑料先行者，全产业链&全球化布局，锚定可再生塑料高值化利用的终端制品以及全球渠道，新产品开发+新渠道开拓增收，内部运营提效，盈利能力逐季提升。行业跟踪：1) 环卫装备：2024 年环卫新能源渗透率同增 5.33pct 至 13.44%。2024M1-12 环卫车销量 70157 辆（-9%），其中新能源 9432 辆（+51%），盈峰环境/宇通重工/福龙马新能源市占率分别为 31%/22%/7%。2) 生物柴油：原料及产品价格双升，盈利回升。2025/1/17-2025/1/23 生柴均价 7700 元/吨(周环比+1.3%)，地沟油均价 5589 元/吨(周环比+0.9%)，考虑一个月库存周

期测算单吨盈利为 531 元/吨（周环比+12.5%）。3）锂电回收：金属价格波动较小&折扣系数持平，盈利小幅提升。截至 2025/1/24，三元黑粉折扣系数周环比持平，锂/钴/镍系数分别为 76.0%/76.0%/76.0%。截至 2025/1/24，碳酸锂 7.79 万（周环比持平），金属钴 16.30 万（周环比持平），金属镍 12.45 万（周环比-3.7%）。根据模型测算单吨废料毛利-1.07 万（周环比+0.074 万）。4）电子特气：价格整体持稳，市场平稳运行。2025/1/19-2025/1/25 氙气周均价 2.90 万元/m³（周环比持平），氦气周均价 315 元/m³（周环比持平）；氖气周均价 125 元/m³（周环比持平），氩气周均价 659 元/瓶（周环比持平）。环保行业 2025 年度策略：化债、成长、重组共振，环保市场化新生！主线 1——环保受益化债：现金流/资产质量/估值，关注优质运营/成长/弹性。1）优质运营重估：盈利模式稳定，付费痛点解决叠加市场化改革推进，对标海外估值存翻倍空间。①固废：重点推荐【瀚蓝环境】【光大环境】【三峰环境】【绿色动力】建议关注【永兴股份】，②水务：重点推荐【兴蓉环境】【洪城环境】建议关注【北控水务集团】。2）化债成长：建议关注【中金环境】不锈钢离心泵龙头，环保 PPP 出清中。3）化债弹性：关注水务工程、生态修复、环卫板块。主线 2——优质成长：把握政策着力点+新质生产力。1）政策着力点：①再生资源：关注资源价值+需求升级。关注废家电/报废汽车拆解和生物油板块。②重点投资驱动：【景津装备】压滤机龙头，宏观景气度回升后成长回归！③环卫电动化：【宇通重工】受益电动化弹性最大。2）新质生产力：半导体洁净设备龙头【美埃科技】，光伏再生水【金科环境】。主线 3——重组为支点，推动“化债-价值成长”闭环。建议关注【武汉控股】。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：陈孜文）

原油周报：美国原油库存减少，原油价格维持高位

n【美国原油】 n1）原油价格：本周 Brent/wTI 原油期货周均价分别 79.2/75.6 美元/桶，较上周分别-1.8/-3.0 美元/桶。 n2）原油库存：美国原油总库存、商业原油库存、战略原油库存、库欣原油库存分别 8.1/4.1/4.0/0.2 亿桶，环比-146/-102/-45/-15 万桶。 n3）原油产量：美国原油产量为 1348 万桶/天，环比 0 万桶/天。美国活跃原油钻机本周 477 台，环比-2 台。美国活跃压裂车队本周 188 部，环比-7 部。 n4）原油需求：美国炼厂原油加工量为 1552 万桶/天，环比-113 万桶/天；美国炼厂原油开工率为 92.7%，环比 0.0pct。 n5）原油进出口量：美国原油进口量、出口量、净进口量为 675/452/223 万桶/天，环比+62/+44/+18 万桶/天。 n【美国成品油】 n1）成品油价格和价差美国汽油、柴油、航煤周均价分别 87/106/89 美元/桶，环比-1.9/-1.9/-5.1 美元/桶；与原油价差分别 8/27/9 美元/桶，环比-0.2/-0.2/-3.5 美元/桶。 n2）成品油库存：美国汽油、柴油、航空煤油库存分别 2.5/1.3/0.4 亿桶，环比+233/-307/+9 万桶。 n3）成品油产量：美国汽油、柴油、航空煤油产量分别 924/471/172 万桶/天，环比-4/-47/-10 万桶/天。 n4）成品油需求：美国汽油、柴油、航空煤油消费量分别 809/411/156 万桶/天，环比-24/+27/+7 万桶/天。 n5）成品油进出口：①美国汽油进口量、出口量、净出口量分别 4/99/0 万桶/天，环比 0/+2/-94 万桶/天。②美国柴油进口量、出口量、净出口量分别 29/133/104 万桶/天，环比+7/+21/+14 万桶/天。③美国航空煤油进口量、出口量、净出口量分别 6/0/0 万桶/天，环比-15/-23/-3 万桶/天。 n【相关上市公司】推荐：中国海油/中国海洋石油（600938.SH/0883.HK）、中国石油/中国石油股份（601857.SH/0857.HK）、中国石化/中国石油化工股份（600028.SH/0386.HK）、中海油服（601808.SH）、海油工程（600583.SH）、海油发

展（600968.SH）；建议关注：石化油服/中石化油服（600871.SH/1033.HK）、中油工程（600339.SH）、石化机械（000852.SZ）。nn【风险提示】1）地缘政治因素对油价出现大幅度的干扰。2）宏观经济增速严重下滑，导致需求端严重不振。3）新能源加大替代传统石油需求的风险。4）OPEC+联盟修改石油供应计划的风险。5）美国解除对伊朗制裁，伊朗原油快速回归市场的风险。6）美国对页岩油生产环保、融资等政策调整的风险。7）全球2050净零排放政策调整的风险。

（证券分析师：陈淑娴 研究助理：周少玟）

非银金融行业跟踪周报：中长期资金入市可期；新能源车险指导意见出台

投资要点 非银行金融子行业近期表现：最近5个交易日（2025年01月20日-2025年01月24日）非银板块各子行业均跑赢沪深300指数。保险行业上涨3.22%，证券行业上涨1.92%，多元金融行业上涨1.56%，非银金融整体上涨2.28%，沪深300指数上涨0.54%。 证券：2025年01月至今交易量环比下降；六部门联合印发中长期资金入市方案。1）1月交易量环比下降。截至2025年01月24日，01月至今日均股基交易额分别为13651亿元，较上年1月上涨62.85%，较上月下降22.26%。截至01月23日，两融余额18200亿元，同比提升13.59%，较年初下降2.39%。截至01月24日，1月IPO发行10家，募集资金58.53亿元。2）2024年上市券商净利润大多大幅增长。传统大型券商中，中信证券、国泰君安、招商证券、中国银河2024年归母净利润分别+10%、+39%、+18%、+29%至217亿元、130亿元、104亿元、101亿元。3）六部门联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》。主要内容包括：①提升商业保险资金A股投资比例与稳定性。②优化全国社会保障基金、基本养老保险基金投资管理机制。③提高企（职）业年金基金市场化投资运作水平。④提高权益类基金的规模和占比。⑤优化资本市场投资生态。我们认为，随着相关制度的不断完善和政策的持续落实，中长期资金有望进一步加速入市，为资本市场注入更多活力，推动资本市场高质量发展。4）2025年01月24日券商行业（未包含东方财富）平均估值1.5x 2024EP/B，推荐全面受益于活跃资本市场政策的优质龙头，如中信证券、华泰证券、同花顺、东方财富等。 保险：上市险企2024年利润大幅增长；新能源车险首个指导意见发布。1）上市险企陆续发布2024年业绩预增公告，净利润普遍大幅增长。新华保险、中国人寿、中国人保、中国太保2024年归母净利润预计分别为240-257亿元、1024-1126亿元、399-444亿元、422-463亿元，中国财险净利润预计为295-344亿元，分别同比增长175%-195%、122%-144%、75%-95%、55%-70%、20%-40%。2）四部委发文推进新能源车险高质量发展，预计未来渗透率提升+盈利改善。金监总局、工信部等四部委联合发布《关于深化改革加强监管促进新能源车险高质量发展的指导意见》，主要内容包括：合理降低新能源车维修使用成本；创新优化新能源车险供给；提升业务经营管理水平，加强新能源车险监管。3）保险业经营具有显著顺周期特性，未来随着经济复苏，负债端和投资端都将显著改善。2025年1月24日保险板块估值0.50-0.80倍2024E P/EV，处于历史低位，行业维持“增持”评级。 多元金融：1）租赁：金管总局修订发布《金融租赁公司监管评级办法》，评级要素包括五部分，风险管理权重占30%，新增“信息科技管理”要素。2）信托：截至2024年2季度末，全行业信托资产规模27万亿元，同比增长24.5%。2024H1信托行业净利润为196亿元，同比降幅为40.6%。3）期货：2024年12月全国期货交易市场成

成交量为 6.55 亿手,成交额为 57.27 万亿元,同比分别下降 5.3%和增长 19.3%。2024 年 12 月全国期货公司净利润 7.0 亿元,同比下滑 36%。其他: 1) 非银持仓普遍下降。2024 年末公募基金股票投资中非银金融行业总持仓 1.17%, 环比 24Q3 末-0.57pct。相比沪深 300 行业流通市值占比低配 9.08pct, 环比 24Q3 末收窄 0.55pct。截至 2024 年末, 保险板块持仓为 0.62%, 较 Q3 末下降 0.41pct; 券商及互金板块持仓 0.53%, 较 Q3 末下降 0.20pct。2) 央行等六部门联合印发《关于金融领域在有条件的自由贸易试验区(港)试点对接国际高标准推进制度型开放的意见》。主要内容包括允许外资机构开展中资机构同类新金融服务、便利外国投资者投资相关的转移汇入汇出等。行业排序及重点公司推荐: 非银金融目前平均估值仍然较低, 具有安全边际, 攻守兼备。1) 保险行业受益于经济复苏、利率上行。储蓄类产品销售占比大幅提升, 负债端预计显著改善, 长期仍看好健康险和养老险发展空间。2) 证券行业转型有望带来新的业务增长点。受益于市场回暖、政策环境友好, 券商经纪业务、投行业务、资本中介业务等均受益。行业推荐排序为保险>证券>其他多元金融, 重点推荐中国太保、中国人寿、中信证券、华泰证券、同花顺等。风险提示: 1) 宏观经济不及预期; 2) 政策趋紧抑制行业创新; 3) 市场竞争加剧风险。

(证券分析师: 孙婷 研究助理: 罗宇康)

电力设备行业跟踪周报: 人形机器人量产落地超预期、锂电龙头盈利修复可期

投资要点 电气设备 6986 上涨 1.2%, 表现强于大盘。(本周, 1 月 20 日-1 月 24 日, 下同), 核电涨 1.96%, 新能源汽车涨 1.69%, 发电设备涨 1.37%, 电气设备涨 1.2%, 锂电池涨 0%, 光伏跌 2.61%, 风电跌 0.91%。涨幅前五为电光科技、好利科技、应流股份、禾望电气、中恒电气; 跌幅前五为*ST 中程、汇洲智能、威尔泰、先锋电子、ST 百利。行业层面: 储能: 国家能源局: 截至 2024 年底, 全国已建成投运新型储能累计装机 73.76 GW/168 GWh; 宁夏自治区发展改革委: 宁夏 2025 重点项目投资储能计划 1100MW/2800MWh 发布; 沙特: 500MW/2000MWh 项目投产, 为全球已完工的最大单体储能项目; 河南省发改委: 河南 2025 年 1037 个省重点建设项目名单发布, 储能超 50 个; 电动车: 德国总理: 欧盟正制定电动汽车激励计划; 宁德时代联席董事长潘健: 今年有望公布新的欧洲合资工厂项目; 方程豹豹 8 上市 60 天交付破万台; 特朗普上任第一天取消拜登制定的与电动汽车生产相关的气候监管规定; 欧委会主席冯德莱恩: 愿就电动车议题继续与中国对话; 日产汽车将在北九州投建磷酸铁锂电池工厂; 市场价格及周环比: 钴: SMM 钴粉 16.55 万/吨, -0.6%; 镍: 上海金属网 12.45 万/吨, -3.8%; 碳酸锂: SMM 工业级 7.48 万/吨, +0.1%; 氢氧化锂: SMM 国产 7.1 万/吨, +0.1%; 前驱体: 硫酸镍 2.68 万/吨, +0.9%; 三元 523 型 6.40 万/吨, +0.8%; 正极: SMM 磷酸铁锂-动力 3.45 万/吨, +0.2%; 负极: 百川石油焦 0.23 万/吨, +2.6%; 铜箔: 6 μ m 国产加工费 19.5 元/吨, +2.6%; 电池: SMM 方形-铁锂 523 0.355 元/wh, -1.4%; 新能源: 国家能源局: 2024 年光伏新增装机 277.17GW; 新版分布式光伏管理办法正式发布, 5 月 1 日前并网执行老政策; 2024 年光伏组件出货量 TOP20, 晶科、隆基、天合、晶澳排名前四; 特朗普 20 日签署行政令, 宣布美国将退出《巴黎协定》, 将结束“绿色新政”; 中国绿发新疆克拉玛依 200MW 光伏项目并网; 中广核 10.5GW 光伏组件集采中标候选人公布; 国家能源局: 2024 年分布式光伏新增装机达 1.2 亿千瓦; 根据 Solarzoom, 本周硅料 39 元/kg, 环比持平; N 型 210 硅片 1.55 元/片, 环比持平; N 型 182 硅片 1.18 元/片, 环比持平; 双面

Topcon182 电池片 0.29 元/W，环比持平；PERC182/双面 TOPCon182 组件 0.65/0.69 元/W，环比持平/持平；玻璃 3.2mm/2.0mm 19.50/12.00 元/平，环比持平/持平。风电：辽宁完成 7GW 海上风电竞配；上海、山东陆续公布 25 年重大项目名单，深远海海风项目在列。本周招标：本周招标暂无。本周开/中标 1.68GW。陆上 1.16GW：1) 电气风电：黑龙江 0.2GW；2) 三一重能：新疆 0.56GW；3) 运达股份：黑龙江 0.4GW。海上 0.5GW：1) 电气风电：广东 0.5GW。人形机器人：马斯克表示：如果一切进展顺利 2026 年特斯拉产量将增加 10 倍，至 5-10 万台人形机器人，然后在第二年再增加 10 倍；北京银河通用机器人有限公司宣布完成 5 亿元战略轮融资；电网：河北保西 500 千伏输电工程投运。 公司层面：宁德时代：预计 2024 年归母净利润 490 亿元-530 亿元，同比增长 11%-20%，Q4 归母净利预告中值 150 亿元，同环比+15%/15%。固德威：预计 2024 年归母净利润/扣非归母净利润亏损 0.52-0.65/1.78-1.91 亿元。赣锋锂业：预计 2024 年归母净利润/扣非归母净利润亏损 14.00-21.00/4.80-9.60 亿元。天齐锂业：预计 2024 年归母净利润/扣非归母净利润亏损 71.00-82.00/71.00-82.00 亿元。中信博：1) 预计 2024 年归母净利润中值 6.35 亿元，同比增长 84%；2) 公司 2025 年 1 月份至今新签跟踪支架系统约 7.56 亿元。晶澳科技：预计 2024 年归母净利润/扣非归母净利润亏损 45.00-52.00/41.60-48.60 亿元。天合光能：预计 2024 年归母净利润/扣非归母净利润亏损 82.00-89.00/92.00-99.00 亿元。爱旭股份：预计 2024 年归母净利润/扣非归母净利润亏损 47.50-58.50/47.50-57.50 亿元。福莱特：预计 2024 年归母净利润/扣非归母净利润为 9.38-10.76/9.16-10.51 亿元，同减 61.00%-66.00%/61.00%-66.00%。湖南裕能：公司预告 24 年归母净利 5.6 至 6.6 亿元，同降 58%-65%，扣非净利 5.2-6.2 亿元，同降 59%-66%，对应 Q4 归母净利 0.7-1.7 亿元，Q4 归母净利中值 1.2 亿元，同环比+207%/+18%。富临精工：公司预告 24 年归母净利 3.7 至 4.5 亿元，同比扭亏为盈，对应 Q4 归母净利 0.7-1.7 亿元，同比转正，环降 22%-67%，Q4 归母净利中值 1.2 亿元，环-44.5%。德业股份：预计 24 年归母净利润 29-31 亿元，对应 24Q4 归母净利润 6.6-8.6 亿元，同增 197%-286%，环比-34%至-14%。钧达股份：预计 24 年归母净利润亏损 5.5-6.5 亿元，对应 24Q4 归母净利润亏损 1.33-2.33 亿元，环比减亏。蔚蓝锂芯：预告 24 年归母净利 4.2-5.0 亿元，同增 198%-255%，对应 Q4 归母净利 1.4-2.2 亿元，同增 264%-474%，环增 20%-90%。通威股份：预计 24 年归母净利润亏损 70-75 亿元，对应 24Q4 归母净利润亏损 30-35 亿元。晶科能源：预计 24 年归母净利润 0.8-1.2 亿元，对应 24Q4 归母净利润亏损 10.9-11.3 亿元。万润新能：预计 24 年归母净亏损 8.1-9.7 亿元，亏损同比收窄 36%-46%，对应 Q4 归母净亏损 2.1-3.7 亿元，中值 2.9 亿元，同比亏损收窄 48%，环比亏损扩大 50%。 投资策略：储能：美国大储需求持续旺盛，因 26 年储能电池关税增加，当前已进入加单抢装期；欧洲、中东、拉美等新兴市场大储需求大爆发，大储龙头订单充足，有望连续翻倍以上增长，国内光储平价时代，24 年储能招标 118Gwh，同增 72%；亚非拉、南亚及乌克兰等新兴市场光储平价拉动户储和工商储增长；欧美降息，有望带动户储和光商储好转；我们预计全球储能装机 23-25 年的 CAGR 为 50%左右，看好储能逆变器/PCS 龙头、美国大储集成和储能电池龙头。电动车：国内 24 电动车销 1287 万辆，同比增 36%，由于 25 年以旧换新政策延续+购置税退坡抢装，销量预期上修至 25%增长，同时欧洲正考虑出台电动车消费刺激政策，叠加 25H2 新车型上市，增速有望恢复。同时大储需求超预期，24 年储能电池上修 10%至 330gwh+，25 年继续维持 50%增

长，全球 25 年锂电需求增速上修至 30%。短期看，1 月排产受春节影响，环比下降 10-15%，淡季不淡，预计春节后排产将迅速回升，且供需关系持续好转，年底价格谈判即落地，盈利看铁锂和 6f 盈利将改善。当前锂电核心标的已跌至 15x 的低估位置，强烈看好，首推宁德时代、比亚迪、湖南裕能、亿纬锂能、科达利、尚太科技、天赐材料、天奈科技、璞泰来等锂电龙头公司。机器人&工控：工控 25 年需求弱复苏，3C 需求向好，新能源影响减少，传统行业需求好，同时布局机器人第二增长曲线，看好工控龙头；人形机器人，Musk 明确表示 25 年量产元年，26 年 10 倍增长至 5-10 万台，27 年再翻倍至 50-100 万台，大超预期，同时国内华为等入局、国产人形和相关配套企业进展也如火如荼，我们全面看好 T 链确定性供应商和壁垒较高的丝杠及传感器环节，也看好国内人形配套企业。光伏：①协会制定 0.69 元/W 成本线，出口退税下降至 9%，组件招投标价格开始企稳回升；②行业自律已基本落地，限产有望使得企业走出内卷困境，后续能耗双控等供给侧改革政策可期！需求端，24 年全球装机 490GW+，同增 20%左右，25 年预计 10-15%增长。产业端，主链条几乎全行业亏现金成本，供给侧改革力度超预期带动硅料价格，当前硅料、硅片、电池价格小涨，组件有待节后价格修复，Q2 走出基本面的拐点，依次看好逆变器、受益供给侧改革的硅料、玻璃、一体化组件龙头、格局好的辅材和电池新技术。风电：10 月下旬江苏 2.6GW 外部获批是确立海风的大拐点，预计 25 年海风 13GW+，同比翻倍，陆风 24 年招标 120GW，同比翻倍，预计 25 年陆风 100GW+，同增 25%，国电投修改招标规则风机价格上涨，风电 25 年基本面好转明确，继续看好风电，推荐海缆、整机龙头、海塔、铸件龙头等。电网：24 年电网投资增长 8%，能源局发布特高压电网建设规划做好新能源消纳，国内特高压+新能源基建，海外新能源+AI+电网升级+制造业回流，电力设备国内外需求大周期共振，25 年确定增长且可持续，继续推荐特高压、出海、柔直等方向龙头公司。重点推荐标的：宁德时代（动力&储能电池全球龙头、盈利能力和排产均超预期）、三花智控（热管理全球龙头、特斯拉机器人总成空间巨大）、阳光电源（逆变器全球龙头、海外大储爆发持续高增长）、比亚迪（电动车销量持续向好且结构升级、智能化可期）、科达利（结构件全球龙头优势突出稳健增长、大力布局机器人）、雷赛智能（伺服控制器龙头企业、机器人关节批量优势明显）、汇川技术（通用自动化弱复苏龙头 Alpha 明显、联合动力持续超预期）、亿纬锂能（动力&储能锂电上量盈利向好并走出特色之路、消费类电池稳健）、湖南裕能（铁锂正极龙头强阿尔法、新品放量 and 价格见底盈利反转）、宏发股份（继电器恢复稳增长、高压直流持续稳增长）、麦格米特（多产品稳健增长、AI 电源未来潜力大）、伟创电气（变频伺服传统行业为主持续增长、大力布局人形机器人）、尚太科技（负极龙头份额提升超预期、成本优势大盈利能力强）、天赐材料（电解液&六氟龙头、新型锂盐领先）、天奈科技（碳纳米管龙头、快充&硅碳&固态持续受益）、鸣志电器（步进电机全球龙头、机器人空心杯电机潜力大）、上能电气（逆变器地面地位稳固、大储 PCS 放量在即）、璞泰来（负极龙头业绩拐点临近、隔膜涂覆持续高增长）、德业股份（新兴市场开拓先锋、户储爆发工商储蓄势）、容百科技（高镍正极龙头、海外进展超预期）、思源电气（电力设备国内出海双龙头、订单和盈利超预期）、金盘科技（干变全球龙头、海外订单超预期）、平高电气（特高压交直流龙头、估值低业绩持续超预期）、许继电气（一二次电力设备龙头、柔直弹性可期）、阿特斯（一体化组件头部企业、深耕海外大储进入收获期）、三星医疗（海外配网和电表需求强劲、国内增长稳健）、通威

股份（硅料龙头受益供给侧改革、电池和组件有望改善）、福莱特（光伏玻璃龙头成本优势显著、价格底部有望企稳反弹）、晶澳科技（一体化组件龙头、盈利率先恢复）、禾望电气（大传动优势明显、内部变革激发活力）、东方电缆（海缆壁垒高格局好，海风项目开始启动）、明阳智能（海上风机龙头、风机毛利率修复弹性大）、中国西电（一次设备综合龙头、受益特高压和管理改善）、晶科能源（一体化组件龙头、Topcon 明显领先）、隆基绿能（单晶硅片和组件全球龙头、BC 技术值期待）、天合光能（210 一体化组件龙头、户用分布式和渠道占比高）、聚和材料（银浆龙头、铜浆率先布局）、钧达股份（Topcon 电池龙头、扩产上量）、爱旭股份（ABC 电池组件龙头、25 年大幅放量）、三一重能（成本优势明显、双海战略见成效）、禾迈股份（微逆去库尾声重回高增长、储能产品开始导入）、锦浪科技（组串式逆变器龙头、储能逆变器开始放量）、华友钴业（镍钴龙头、前聚体龙头）、中伟股份（三元前聚体龙头、镍锂金属布局可观）、福斯特（EVA 和 POE 胶膜龙头、感光干膜上量）、金风科技（风机毛利率恢复、风电运营稳健）、新宙邦（电解液&氟化工齐头并进）、艾罗能源（深耕欧洲户储、新兴市场和新产品起量明显）、国电南瑞（二次设备龙头、稳健增长可期）、海兴电力（海外渠道深厚、电表及 AMI 模式高增）、盛弘股份（工商储龙头增长高、充电桩高增长）、固德威（组串逆变器持续增长，储能电池和集成逐步恢复）、星源材质（干法和湿法隔膜龙头、LG 等海外客户进展顺利）、当升科技（三元正极龙头、布局固态电池技术）、恩捷股份（湿法隔膜龙头）、天顺风能（海工装备开始放量、风电运营稳步释放）、泰胜风能（陆塔出口和海工开始上量、盈利改善）、曼恩斯特（磨头龙头持续高增、多品类扩张布局固态）、德方纳米（液相铁锂龙头）、昱能科技、永兴材料、中矿资源、赣锋锂业、威迈斯、儒竞科技、派能科技、元力股份、大金重工、科士达、安科瑞、中熔电气、天齐锂业、日月股份、TCL 中环、振华新材、三一重能、弘元绿能、欣旺达、金风科技。建议关注：富临精工、科华数据、英维克、厦钨新能、多氟多、天际股份、东方电气、中信博、良信股份、东威科技、宇邦新材、海力风电、明阳电气、新强联、通灵股份、快可电子、中科电气、美畅股份、铨升科技、信捷电气、大全能源、通合科技、帕瓦股份、金雷股份、禾川科技、嘉元科技、东方日升等。风险提示：投资增速下滑，政策不及市场预期，价格竞争超市场预期

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕
研究助理：孙瀚博）

液冷行业深度报告：冷板式液冷放量在即，浸没式液冷可期

Ø 英伟达 GPU 机架功率不断提升，液冷成为散热必选：2024 年英伟达发布的 B 系列单机柜功率高达 130-250kW，只有液冷可以解决散热问题。同时，未来即将推出的 Rubin 系列芯片，机柜功耗会持续提升至 1000kW 以上，必须采用浸没式液冷才能解决散热问题。未来会有多种液冷方式：1）单相冷板；2）两相冷板；3）单相浸没；4）两相浸没；5）混合液冷等多种方案。目前英伟达已经采用单相冷板技术，正在测试两相冷板式液冷技术。 Ø2025 年我们预计冷板式液冷率先放量。当前液冷渗透率依旧较低，但我们预计随着海外 GB200、GB300 放量，国内 910C 等更先进 AI 芯片大规模出货，冷板式液冷市场有望迎来快速增长。我们测算 2028 年中国冷板式液冷市场有望达到 253 亿元。 Ø 浸没式液冷有望迎来机会。我们预计英伟达下一代 Rubin 系列芯片采用浸没式液冷。浸没式液冷中冷却液价值量占比接近 60%，国际巨头 3M 停产叠加成本控制，国产冷却液有望迎来大机遇。我们测算 2028 年中国浸没式液冷市场空间有望达到 729 亿元。 Ø 投资

建议：全球 AI 芯片功率不断提升，机柜功率密度不断提升，液冷已经成为未来的必选项。随着海外 GB200、GB300 的出货量提升，国内 910C 即将大规模出货，冷板式液冷即将迎来放量。同时，英伟达下一代芯片 Rubin 有望采用浸没式液冷，国内大厂也开始试验浸没式液冷，浸没式液冷市场即将开启。Ø 相关标的：冷板式液冷：英维克、申菱环境、高澜股份、海鸥股份、淳中科技、强瑞技术等。浸没式液冷：八亿时空、润和材料、巨化股份、新宙邦、曙光数创等。Ø 风险提示：技术发展不及预期；AI 发展不及预期；市场竞争加剧。

（证券分析师：王紫敬 证券分析师：王世杰）

大炼化周报：国际油价下跌成本端支撑走弱，长丝市场平稳运行

n【国内外重点炼化项目价差跟踪】国内重点大炼化项目本周价差为 2429.33 元/吨，环比+63.48 元/吨（环比+2.68%）；国外重点大炼化项目本周价差为 929.30 元/吨，环比+8.05 元/吨（环比+0.87%）。n【聚酯板块】本周 POY/FDY/DTY 行业均价分别为 7300/7700/8450 元/吨，环比分别+43/+57/+29 元/吨，POY/FDY/DTY 行业周均利润为 116/116/17 元/吨，环比分别+62/+72/+53 元/吨，POY/FDY/DTY 行业库存为 7.5/14.1/19.1 天，环比分别+1.7/+1.5/+1.8 天，长丝开工率为 83.92%，环比-1.75pct。下游方面，本周织机开工率为 9.23%，环比-33.23pct，织造企业原料库存为 10.58 天，环比-0.86 天，织造企业成品库存为 22.18 天，环比-1.64 天。n【炼油板块】国内成品油：本周汽油/柴油/航煤价格下跌。国外成品油：本周美国汽油/柴油价格下跌。n【化工板块】本周 PX 均价为 879.57 美元/吨，环比-8.00 美元/吨，较原油价差为 300.23 美元/吨，环比+4.02 美元/吨，PX 开工率为 90.24%，环比+2.23pct。nn【相关上市公司】民营大炼化&涤纶长丝：恒力石化、荣盛石化、东方盛虹、恒逸石化、桐昆股份、新凤鸣。n【风险提示】1) 项目实施进度不及预期；2) 宏观经济增速下滑，导致需求复苏弱于预期；3) 地缘风险演化导致原材料价格波动；4) 行业产能发生重大变化；5) 统计口径及计算误差。

（证券分析师：陈淑娴 研究助理：周少玟）

重卡行业 12 月跟踪月报：年底表现亮眼，看好开门红行情

n 投资建议：国三政策效果显现，年底反弹如期到来。25Q1 重卡板块投资优选低估值+内需弹性标的【中国重汽 A+潍柴动力+一汽解放+福田汽车】，低估值+出口强 α 标的【中国重汽 H】。n 风险提示：国内重卡行业复苏不及预期，天然气价格上涨超出预期。

（证券分析师：黄细里）

基础化工周报：聚氨酯价格持续上升

n【聚氨酯板块】本周纯 MDI/聚合 MDI/TDI 行业均价为 18660/18270/13899 元/吨，环比分别+140/+90/+70 元/吨，纯 MDI/聚合 MDI/TDI 行业毛利分别为 5397/6004/1666 元/吨，环比分别+108/+44/+675 元/吨。n【油煤气烯烃板块】①本周乙烷/丙烷/动力煤/石脑油均价分别为 1421/4570/600/4837 元/吨，环比分别-27/-82/-9/-74 元/吨。②本周聚乙烯均价为 8155 元/吨，环比-70 元/吨，乙烷裂解/CTO/石脑油裂解制聚乙烯理论利润分别为 1240/1887/-466 元/吨，环比分别-4/-31/+58 元/吨。③本周聚丙烯均价为 7350 元/吨，环比+0 元/吨，PDH/CTO/石脑油裂解制聚丙烯理论利润分别为-288/1551/-610 元/吨，环比分别+94/+16/+100 元/吨。n【煤化工板块】本周合成氨/尿素/DMF/醋酸行业均价为 2315/1657/4171/2774 元/吨，环比分别-65/+8/+80/-6 元/吨，合成氨/尿素/DMF/醋酸行业毛利分别为 247/-55/-170/81 元/吨，环比分别-39/+7/+61/-6 元/吨。n【相关上市公司】化工白马：万华化学、宝丰能源、卫星化学、华鲁恒升。n【风险提示】1) 项目实施进

度不及预期；2）宏观经济增速下滑，导致需求复苏弱于预期；3）地缘风险演化导致原材料价格波动；4）行业产能发生重大变化；5）统计口径及计算误差。

（证券分析师：陈淑娴 研究助理：周少玟）

乘用车&智能化 1 月报：12 月产批零符合预期，智能化展开“车位到车位”竞赛

n 投资建议：智能化是 2025 年汽车最核心主线！nn 我们认为拐点正在来临，2025 年智能化（FSD 入华）或=2020 年电动化（model 3 国产化）。根据我们测算，2024 年国内新能源汽车的 L3 智能化渗透率突破 10%，2025 年有望突破 20%，2027 年有望突破 70%，上升斜率或远超市场预期！尤其是 2026 年车企深度入局 Robotaxi 业务预计加速催化消费者对智能化买单意愿。nn2025 年智能化时间催化：1）特斯拉：2025Q1 FSD 入华+RoboCab 美国获取牌照上路测试+美国 FSD V13 版本上市+基于 MY 平台的小车上市+新增产能建设计划落实。小鹏汽车：纯视觉城市无图 NOA 从 P7+全面推广旗下所有新车（15 万+车型）。豪华车市场（25 万+车型）：华为/理想以激光雷达方案继续优化迭代城市无图 NOA。其他车企：比亚迪/长城/吉利等加快将高速 NOA 功能下放至 20 万元以下车型。中美车企之间的智能化军备竞赛进入白热化阶段。nn 本轮智能化标的：2020-2022 年智能化只是电动化配角，而 2025-2027 年智能化将是主角且或与机器人共振形成新一轮 AI 产业大浪潮！配置思路上：先整车后零部件。国内整车格局和估值均有望迎来新一轮重塑，车企选股排序：1）国内智能化领先且全栈自研【小鹏汽车+理想汽车】；2）华为重要车企合作伙伴【赛力斯+长安汽车等】；3）国有车企国企改革先锋【上汽集团+广汽集团等】；4）其他车企：【比亚迪+吉利汽车+长城汽车+零跑汽车等】。国内零部件有望迎来新一轮成长：1）特斯拉产业链【新泉股份+拓普集团+旭升集团+华域汽车等】；2）智能化增量部件【德赛西威+伯特利+地平线机器人+华阳集团+均胜电子等】；3）其他【福耀玻璃+星宇股份等】。nn 风险提示：智能驾驶相关技术迭代/产业政策出台低于预期；华为/小鹏等车企新车销量低于预期

（证券分析师：黄细里 证券分析师：孟璐 研究助理：孙仁昊）

机械设备行业跟踪周报：推荐受益于北美制造业回流的燃气轮机&光伏设备；看好工程机械内需复苏

1.推荐组合：北方华创、三一重工、中微公司、恒立液压、中集集团、拓荆科技、海天国际、柏楚电子、晶盛机电、杰瑞股份、浙江鼎力、杭叉集团、迈为股份、先导智能、长川科技、华测检测、安徽合力、精测电子、纽威股份、芯源微、绿的谐波、海天精工、杭可科技、伊之密、新莱应材、高测股份、纽威数控、华中数控。2.投资要点：【燃气轮机】全球 AI 数据中心扩张带动发电需求提升，看好供应链里中国设备商潜在受益机会 1 月 21 日特朗普宣布日本软银集团、美国开放人工智能研究中心（OpenAI）和美国甲骨文公司三家企业将投资 5000 亿美元，用于美国 AI 基建，该项目初始投资 1000 亿美元，并计划在未来 4 年内扩展至 5000 亿美元。AI 数据中心建设带来大量用电需求，且对电力的可靠性、稳定性提出较高要求，燃气轮机发电具备建设周期快、电力输出稳定、发电资源要求低等特点，有望成为短期内唯一最优的数据中心供电解决方案。看好燃气轮机头部集成商&零部件供应商机会：①杰瑞股份：西门子北美唯一授权成套商、定制化集成优势突出。杰瑞此前在北美发电机组的业务主要为油气开采做配套，成套商的壁垒主要在于配套工程师需要及时响应（作业环境

较为艰苦),杰瑞在油气领域具备专业团队,积累了较多定制化成套经验。②应流股份:公司为燃机供应高温合金叶片,技术壁垒高,价值量占比 20%-30%,竞争对手产能严重不足,公司承接部分产业链转移需求。③豪迈科技:公司主要做冷端铸件,包括铸件和缸体,对机加工能力要求较高,价值量占比约 10%。公司壁垒主要在于轮胎模具、机床、冷端部件协同作用较强,机加工能力突出,2006 年就开始与 GE、西门子等燃机头部客户合作,有望受益于产业链紧张带来的份额提升。④联德股份:主业具备 AI 温控基建+柴发机+燃机逻辑、绑定核心客户。

【船舶】船舶制造:船厂业绩拐点已至,供给刚性下造船行业景气度有望延续 根据克拉克森,2024 年全球新造船订单量创下 17 年以来最高,全球船厂共签订新船订单 1.7 亿。供给刚性之下,船价维持较高水平,截至 2024 年 12 月 28 日,克拉克森新造船指数较年初上涨 6%,距离 2008 年历史峰值 1.3%。中国船厂于本轮上行周期中最为受益:根据工信部数据,2024 年我国造船完工量 0.48 亿 DWT,同比增长 14%;新接订单量 1.1 亿 DWT,同比增长 59%,截至 12 月底,手持订单量 2.1 亿 DWT,同比增长 50%。2024 年我国造船完工量、新接订单量和手持订单量以载重吨计分别占全球总量的 56%、74%和 63%。随前期减值计提、低利润率订单交付,我国船厂盈利拐点已现:(1)2024 年中国船舶预计实现归母净利润 33-40 亿元,同比增长 12%-35%,单 Q4 实现归母净利润 10-17 亿元,同比增长 160%-337%,环比增长 20%-101%;(2)2024 年中国重工预计实现归母净利润 11.5-13.5 亿元,同比扭亏,单 Q4 实现归母净利润 2-4 亿元,同比扭亏,环比变动-46%-4%。当前造船链核心标的在手订单饱满,截至 2024 年末中国船舶/中国重工分别为 281/203 亿美元,且结构持续优化。南北船重组背景下,国内格局、相关标的的经营质量有望改善,继续推荐【中国船舶】,建议关注【中国动力】

【工程机械】看好 2025 年国内中大挖景气度回升,关注出口结构性机会 国内市场:根据草根调研,2025 年 1 月国内挖掘机开工率延续 2024 年 12 月向好趋势,在积极的财政政策支持下,下游需求持续回暖。我们认为,2025 年工程机械内销有望受益于下游基建回款端边际好转&雅鲁藏布江电站等大项目支撑,中大挖销量有望持续改善。海外市场:分地区来看,2025 年预计亚非拉等新兴地区仍有望保持快速增长;欧美地区降幅有望收窄,且库存水平已经降至低位,尤其是北美市场,部分公司在北美地区库存水平从高点 12 个月已经下降至 3-4 个月,随着主机厂在北美渠道、后市场、产品型谱等方面逐步完善,2025 年中国品牌有望在北美地区实现突破。分产品来看,主机厂普遍对矿机、高机、农机等新兴产品在全球提份额具备较强信心,当前国产主机厂在新兴品类市场份额普遍较低,有望实现较快增速。推荐三一重工、中联重科、柳工、山推股份、恒立液压。

【光伏设备】美国本土光伏产能布局有望加速,HJT 路线为美国光伏最优解 看好 AI 发展+降息周期带来的光伏发电需求,美国光伏本土产能建设兴起。一是 AI 爆发带来大量发电需求,电力缺口亟待填补,而地热和核电的地域限制大+建设周期长,光伏电站的建设周期相对较短,且不受地理位置的限制;二是户用光伏受高利率影响最大,降息有望刺激装机;此外美国 IRA 法案在制造端和安装端对本土的光伏项目进行补贴。HJT 为美国光伏市场最优解,成本&专利方面具备显著优势。相比较 TOPcon,HJT 可降低 20%的碳排放(全流程低温工艺)、节约 70%的用电量(工序少&低温工艺)、节约 60%的人工数量(仅 4 道工序)、节约 20%-60%的用水量,因此是最适合美国本土扩产的光伏技术路线,根据我们测算,在美国补贴助力下,HJT 的盈利水平约为 5.6 美分/w,在这样的盈利水

平下，1.2 年时间左右实现设备投资回本；此外美国专利保护机制完善，TOPCon 与 BC 有较大专利风险，HJT 在海外，尤其是美国的产能规划中，不会受到创始企业的专利诉讼。目前多家海外光伏企业已开始布局 HJT 产线。中国光伏设备具备显著优势，看好设备出海新机遇。重点推荐迈为股份、奥特维。

【人形机器人】产业链催化频出，看好人形机器人量产在即 人形机器人产业链催化频出：1) 1 月 8 日，Tesla 于推特预告，第三代 Optimus 原型机将于未来几周内发布；2) 1 月 9 日，马斯克于视频中提及，25 年 Optimus 量产规划达千台级别，26 年产量有望增加 10 倍(5-10 万台)，27 年有望再增加 10 倍(50 万台以上)；3) 1 月 11 日，Open AI 发布招聘信息，显示其正重新组建机器人部门，包括自主研发机器人及定制传感器套件。4) 1 月 15 日，富士康与优必选宣布，双方将就人形机器人在智能制造领域的应用建立全方位长期战略合作关系。5) 1 月 9 日，中国科大与埃夫特子公司启智智能机器人共建具身智能实验室。展望 2025 年，人形机器人迈入量产元年，地方政府，车企，互联网大厂纷纷加码人形机器人，产业链有望迎来密集催化期。 富士康与优必选签订框架，看好三条重要人形机器人产业链：1) T 链主线：推荐【三花智控】【拓普集团】【绿的谐波】【鸣志电器】，建议关注【北特科技】【五洲新春】【斯菱股份】等；2) 华为链：推荐【雷赛智能】【赛力斯】，建议关注【兆威机电】【中坚科技】【埃夫特】【拓斯达】等；3) 多产业链共振标的：建议关注【豪能股份】【中大力德】【柯力传感】等。 风险提示：下游固定资产投资不及市场预期；行业周期性波动风险；地缘政治及汇率风险。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意

证券分析师：韦译捷)

保险 II 行业点评报告：四部委发文推进新能源车险高质量发展，预计未来渗透率提升+盈利改善

投资要点 【事件】1 月 24 日金监总局、工信部等四部委联合发布《关于深化改革加强监管促进新能源车险高质量发展的指导意见》，主要内容包括： 合理降低新能源车维修使用成本。1) 丰富新能源汽车维修零部件供给渠道和类型，鼓励推动新能源汽车企业通过技术开放、配件外销等方式推进社会化维修。2) 引导消费者培养良好用车习惯，推动降低车辆故障率和交通事故发生率。3) 支持有关单位建立对接合作机制，推动实现新能源汽车数据跨行业合规共享，释放数据要素价值。4) 探索建立保险车型风险分级制度，推动其与商业车险保费相挂钩，促进车企提高维修经济性水平。 创新优化新能源车险供给。1) 引导保险行业建立高赔付风险分担机制和平台，为高赔付风险的新能源汽车提供有效保险保障，实现消费者愿保尽保。上海保险交易所搭建的“车险好投保”平台将于 1 月 25 日正式上线，该平台为高赔付风险新能源汽车提供线上化的便利投保窗口，新能源车主可通过平台链接保险公司进行投保，保险公司不得拒保。首批有 10 家大中型财险公司接入，第二批 20 家左右财险公司将在 2 月接入。2) 对新能源商业车险自主定价系数浮动范围进行合理优化，促进新能源车险价格与风险更为匹配，提升市场经营主体的定价科学性。据券商中国报道，2024 年 4 月金监总局已向业内征求意见，拟将新能源商业车险自主定价系数范围由当前[0.65-1.35]放宽至 [0.5-1.5]，与传统燃油车现行标准一致。3) 丰富商业车险产品。支持研究推出“基本+变动”新能源车险组合产品，支持新能源网约车根据实际运营情况灵活投保，研究探索“车电分离”模式汽车商业车险产品。4) 优化商业车险基准费率。完善行业纯风险保费测算调整的常态化机制，优化新车型车险定价标

准，综合考虑新车售价、续航里程、动力性能、安全配置、保险车型风险分级等因素，提升定价精准度和合理性。提升业务经营管理水平，加强新能源车险监管。1) 推动提升保险公司经营质效，加强精细化管理，主动顺应智能驾驶趋势，探索风险减量服务创新，开展车辆安全性和维修经济性研究。2) 提升理赔质效，规范市场秩序，优化费率回溯监管，加强行业自律，强化消费者权益保护。新能源车险保费渗透率不断提升，预计未来综合成本率表现有望改善。2020 年车险综合改革推出新能源车险专属产品，此后保费规模增长迅速。2024 年保险行业共承保新能源汽车 3105 万辆，保费收入 1409 亿元，提供风险保障金额 106 万亿元。但也存在出险率和维修成本较高，经营持续亏损的问题。2023 年全行业新能源车险综合成本率达 109%，承保亏损 67 亿元，赔付率达 84%，比燃油车高约 10 个百分点。2024 年承保亏损 57 亿元，呈现连续亏损，在承保的 2795 个车系中，赔付率超过 100% 的高赔付车系有 137 个，占比约 5%。新能源车赔付高，主要是由于维修成本高+出险率高，后者主要是由于：① 营运类车辆占比高，2024 年新能源汽车中营运车占比较燃油车高 10 个百分点，并且存在兼职网约车按家用车投保、兼职营运货车按非营运货车投保等情况；② 新能源车主驾龄相对较短，35 岁以下车主占比较燃油车高 14 个百分点；③ 新能源汽车提速快、噪音小，行驶过程中外界不易察觉，相对容易出险。我们预计，随着新能源车渗透率提升与车险行业高质量发展推进，未来新能源车险保费占比将继续提升，同时承保盈利难题将逐步缓解。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)

保险 II 行业点评报告：受投资收益提升带动，上市险企 2024 年净利润普遍大幅增长

投资要点 近日上市险企陆续发布 2024 年业绩预增公告，净利润普遍大幅增长。1) 新华保险、中国人寿、中国人保、中国太保 2024 年归母净利润预计分别为 240-257 亿元、1024-1126 亿元、399-444 亿元、422-463 亿元，中国财险净利润预计为 295-344 亿元，分别同比增长 175%-195%、122%-144%、75%-95%、55%-70%、20%-40%。2) 据此计算，新华保险、中国人寿、中国人保、中国太保 2024Q4 单季分别实现归母净利润 33-50 亿元、-22 至 81 亿元、35-81 亿元、39-80 亿元，其中新华保险扭亏为盈（2023Q4 为亏损 8 亿元），中国人保同比增长 55% 至 256%，中国太保同比增速在 -5% 至 94% 之间，而中国人寿则在由盈转亏至下滑 24% 之间。中国财险 2024H2 净利润为 110-159 亿元，同比增长 155%-269%。2024 年资本市场回暖带动投资收益提升，是上市险企利润普遍高增长的主因。1) 受国家一系列重大政策利好带动，2024 年资本市场总体表现回暖，带动上市险企投资收益明显提升。2024 年万得全 A、沪深 300、中债指数分别上涨 10.0%、14.7% 和 5.4%，显著好于 2023 年的 -5.2%、-11.4% 和 +1.7%。上市险企在新会计准则下大部分股票投资分类为 FVTPL，股价波动在当期利润中体现，直接受益于股市反弹。2) 上年同期基数较低亦是各险企净利润高增长的重要因素。2023 年受资本市场波动影响，中国太保、中国人寿 2023Q4 净利润分别同比 -39.3% 和 -4.7%，新华保险则单季由盈转亏，亏损 8 亿元。2024Q4 利率大幅下行可能对保险公司业绩产生一定负面影响。新会计准则下保险公司分红险等业务适用于 VFA（浮动收费法）模型计量准备金，其 CSM（合同服务边际）可以吸收折现率变化的影响，但如果折现率降幅过大而 CSM 无法全部吸收，将导致保险合同转为亏损，亏损部分将直接计入当期保险服务费用，导致净利润减少。我

我们认为，2024Q4 十年期国债收益率大幅下行 48bp 降至 1.68%，可能导致保险公司亏损合同增加，对净利润产生负面影响，但后续如果重新变为盈利合同，则已计入的亏损部分可以再进行转出。我们预计价值率提升将带动 2024 年 NBV 较快增长。1) 上市险企 2024 年新单保费整体稳健增长。2024 年上市寿险公司全年总保费同比+5.1%，平安寿险&健康险个人业务新单保费同比+8.8%，太保寿险全年个险新单、新单期交分别+9.1%、+9.8%。我们认为当前储蓄型保险产品市场需求依然旺盛，对 2025 年保单销售仍有信心。2) 预定利率下调及“报行合一”带来价值率提升，是推动 NBV 增长的主要因素。2024 年预定利率再次下调，2025 年 1 月预定利率动态调整机制落地，预计险企负债成本将持续优化。我们认为，预定利率下调以及“报行合一”后手续费率下降将提高产品价值率水平，是带动 2024 及 2025 年 NBV 增长的重要驱动力。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缓解。2) 近期十年期国债收益率略回升至 1.66% 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。同时，稳楼市等相关政策的持续落地，也有利于险企投资资产质量担忧情绪的缓解。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 1 月 24 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

富临精工 (300432)：高压密铁锂领军者，机器人业务开启新征程

投资要点 铁锂行业高压实趋势明确，壁垒更高享技术溢价，传统铁锂供需改善涨价在即。随着神行电池等铁锂电池技术迭代，高压实密度铁锂正极具备能量密度优势，放量趋势明确，24 年 2.6g/cm³ 及以上压实铁锂 13 万吨，占行业总需求的 5%。25 年宁德时代神行占比提升至 70% 叠加比亚迪二代刀片升级，我们预计高压实铁锂需求达 55 万吨，同增 4 倍，占比迅速提升至 16%，而行业目前仅湖南裕能、富临精工可满足，行业供给紧缺。25 年铁锂正极产能利用率提升至 66%，龙头公司满产满销，行业涨价在即，预计低端产品调涨 0.2-0.3 万/吨，高压实铁锂采用二烧工艺，产能需打 60-70% 折扣，成本更高，我们预计高端产品加工费可调涨 0.1 万/吨左右，维持 0.1-0.2 万元/吨左右盈利溢价，行业盈利弹性明显。公司高压密技术领先竞争对手一代，绑定宁德积极扩产量利双升。公司采用草酸亚铁路线，天生压实密度高，下游客户绑定宁德时代，为宁德时代高压实铁锂绝对主供，出货均为压实密度 2.6g/cm³ 以上的产品，2.7 压实产品已进入实验室阶段，产品领先行业一代。公司 2024 年出货 11.7 万吨，同增 159%，公司产品供不应求，我们预计 25 年出货 25 万吨，翻倍以上增长，26 年我们预计出货 35 万吨，同增 40%。公司 24 年受产能利用率及碳酸锂波动影响，全年单吨微亏，25H1 公司高端产品有望涨价，叠加公司一体化降本+产能利用率提升，我们预计 25 年单吨净利有望提升至 0.2 万元，后续公司与赣锋合作布局磷酸二氢锂，可降本 0.2 万元/吨，预计 25-26 年落地，单位盈利有进一步提升空间。汽车零部件业务绑定头部车企，新能源增量部件快速增长。公司为传统发动机零部件细

分领域龙头，市占率 20%，覆盖大众、奥迪、吉利、长城等自主、合资客户，并开拓电驱总成、热管理模块、CDC 电磁阀等新能源增量零部件，抓住爆款车型，主供理想、华为的电驱动总成；热管理模块全行业第一，市占率 30%；CDC 电磁阀领先实现国产替代。公司 24 年传统汽零业务预计 38 亿元，其中传统零部件预计 20 亿元，新能源零部件预计 18 亿元，25 年我们预计同增 60%至 28 亿元+，25 年汽零收入我们预计达 50 亿元，同增 30%，26 年仍可维持 30%增长。布局机器人电关节产品，卡位头部客户远期空间广阔。公司具备 3 年+机器人部件研发经验，已有谐波减速器和行星减速器两个平台的电关节产品，并与智元成立合资公司，且依托汽车零部件业务的客户优势，成功卡位头部客户。我们预计 2035 年人形机器人市场空间 500 万台/年，按单台关节总成价值量 3-5 万元计算，对应 1500-2500 亿元市场空间。盈利预测与投资评级：考虑公司高压密铁锂产品供不应求，盈利稳中有升，增量零部件业务维持稳定增长，我们预计公司 2024-2026 年归母净利 4.1/10.8/15.0 亿元，同增 176%/162%/39%，对应 PE 为 48/18/13 倍。给予公司 25 年 25xPE，目标价 22 元，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：项目投产进度不及预期，行业竞争加剧，客户集中度较高。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕

证券分析师：岳斯瑶 研究助理：孙瀚博）

中国船舶（600150）：2024 年业绩预告点评：归母净利润同比增长 12%~35%，周期上行订单兑现

投资要点 受益周期上行，造船龙头迎业绩拐点 公司发布 2024 年业绩预告：预计 2024 年实现归母净利润 33-40 亿元，同比增长 12%-35%，扣非归母净利润 27-34 亿元，同比扭亏（2023 年同期为-3 亿元）。2024 年单 Q4 公司实现归母净利润 10-17 亿元，同比增长 160%-337%，扣非归母净利润 8-15 亿元，同比增长 452%-962%。公司业绩高增，主要受益于：（1）受益造船周期上行公司在手订单饱满、且结构持续优化，2024 年交付的民船量利齐升，（2）前期包袱逐步清退、精益管理推进。重组方案已获批，后续沪东中华有望注入 2025 年 1 月 7 日公司发布公告，中国船舶吸收合并中国重工的总体方案获得国务院国资委等主管部门批复；1 月 25 号公司发布公告：（1）重组预案已获得双方董事会审议通过；（2）出具《中国船舶集团有限公司关于避免同业竞争的承诺函》，承诺公告后三年内剥离沪东中华不宜注入上市公司的资产，使其满足注入上市公司的条件，并向重组后存续的董事会提议将沪东中华注入上市平台。沪东中华为中船集团下核心造船资产，主营中大型集装箱船和 LNG 船，根据克拉克森，截至 2025 年 1 月 25 日，公司在手订单约 738 万 CGT。公司周期上行吸收合并中国重工有利于减少同业竞争，发挥协同，提高供应链效率，后续若沪东中华注入，将进一步增厚上市平台业绩和综合竞争力。供需缺口短中期难以消除，新造船市场景气度有望延续 2024 年全球新造船市场高景气延续，新签订单、船价维持高位：根据克拉克森，2024 年全球船厂共签订新船订单 1.7 亿载重吨，位于历史高位，截至 2024 年 12 月 28 日，克拉克森新造船指数较 2024 年初上涨 6%，距离 2008 年历史峰值 1.3%。我们认为船舶行业供需缺口短中期难以消解：全球造船业于 2011 年开始进入产能出清阶段，2024 年船厂产能仅约 0.5 亿 CGT，较 2010 年产能高点下降了 26%，全球活跃船厂数下降了 56%。当前造船产能正在逐步修复，但较上一轮周期，中国以外的区域难以大规模重启和扩张产能，供给端具备明显刚性。需求端，2024 年全球船队规模约 10 亿 CGT，较 2010 年增长了 58%，全球平均船龄仍持续

上行，存量更新将支持需求稳定增加。 盈利预测与投资评级：公司预告中值为 37 亿元，出于谨慎性考虑，我们调整公司 2024-2026 年归母净利润预测为 37（原值 39）/79（维持）/108（维持）亿元，当前市值对应 PE 为 41/19/14 倍，维持“买入”评级。 风险提示：宏观经济波动、地缘政治风险、原油价格波动等。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：韦译捷）

优必选（09880.HK）：国内人形机器人领军企业，率先实现人形机器人商业化落地

投资要点 优必选：国内人形机器人第一股，涵盖企业级&消费级两端用户 公司创立于 2012 年，以先进的感知、交互、分析等人工智能技术为核心，提供“软硬件结合+运营服务”的智能服务机器人解决方案。公司产品面向企业级、消费级两大类用户，1）企业级：主要来自教育、物流、康养等行业，其中公司为国内第一大教育机器人供应商，2022 年市场份额达 23%；2）消费级：主要面向家教、儿童娱乐、家庭智能生活等领域。分业务来看，2024H1 公司教育机器人、物流机器人、消费级机器人收入占比分别为 33%、12%、36%。2020-2023 年公司营收 CAGR 为 13%，增速较为稳定。2024H1 公司实现营收 4.87 亿元，同比+87%，主要系公司 2023 年机器人已中标或已签约项目于 2024H1 顺利完成交付，导致 2024H1 收入增幅较大。 人形机器人：政策频出鼓励发展，市场广阔&国内外厂商积极布局 人形机器人作为“具身智能”最理想载体，站在多重产业共振的交汇点，有望引领未来产业变革。国家高度重视机器人行业，相继出台了多项政策，其中重磅的是工信部等部门发布《人形机器人创新发展指导意见》，计划到 2025 年初步建立人形机器人创新体系。长期来看，若各应用场景渗透顺利，我们预计市场规模累计可达十万亿。国内外主要厂商积极布局，已涌现出一批以特斯拉、优必选为代表的主机厂，在视觉识别、语言模型、电驱伺服等多项软硬件技术上取得突破。随着 AI 通用大模型的进步，人形机器人技术路线融合及产业化有望迎来加速，目前人形机器人已经能初步应用于教育、医疗、工业等行业，未来有望覆盖几乎所有涉及人类作业的下游场景。 高研发投入赋能，人形机器人已率先实现商业化落地 公司高度重视研发，引入高水平团队积极打造全栈式技术。2020-2023 年优必选平均研发费用为 4.7 亿元，平均研发费用率为 53%。截止 2022 年底，公司研发人员共 746 名，占比达 43.5%。基于全栈式技术提供一体化平台，公司构建出高效稳定且成本效益显著的应用系统，可提供从前端用户交互设计到后端数据处理和服务器管理的完整服务，从而降低产品成本、提升效率；同时可高效满足多元化商用需求，强化产品种类拓展速度，目前公司覆盖教育、物流、通用（跨行业应用）、康养和消费等行业，未来有望实现大规模销售。公司 2023 年底推出工业版机器人 Walker S，已率先应用至蔚来汽车工厂实训，量产在即。根据测算，国内 2025/2030 年新能源汽车行业对人形机器人的需求量约为 5625/62500 台，公司作为国内目前唯一具备成熟落地人形机器人的厂商有望获得较高市场份额。 盈利预测与投资评级：受益于人形机器人产业化进程加速，服务机器人渗透率提升，我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 16.8/23.6/32.1 亿元，当前市值对应 PS 为 19/14/10 倍，首次覆盖给予“增持”评级。 风险提示：人形机器人商业化不及预期；行业竞争格局恶化；大客户验证进度不及预期。

（证券分析师：周尔双）

亚盛医药-B（06855.HK）：细胞凋亡赛道领军者，加速迈向全球化

投资要点 研发管线独具特色，赴美上市开启国际化新篇章：亚盛医

药致力于血液瘤小分子药物开发，管线专注细胞凋亡和激酶抑制剂。其中，耐立克已在国内获批上市，海外权益授权武田，开启重磅全球合作。另一款核心产品 APG-2575 已在国内递交上市申请，海外 III 期临床推进中。1 月 24 日挂牌纳斯达克，赴美上市开启国际化新篇章。耐立克商业化有望加速增长，重磅合作凸显海外价值：耐立克是国产首个获批的三代 BCR-ABL 抑制剂，其针对 TKI 耐药的 CML 适应症通过简易续约纳入 2024 年国家医保目录，2025 年销售收入有望加速，实现翻倍增长。此外，耐立克已获 FDA 批准在美国开展 III 期注册临床，预计 25 年完成患者入组，26 年在美国递交上市申请。2024 年 6 月，公司与武田就耐立克海外许可签署独家选择权协议，总金额达 13 亿美金，充分彰显了耐立克海外价值。我们预计耐立克在中国和美国市场销售额有望在 2034 年分别达到 18 亿和 92 亿元人民币。APG-2575 国内已报产，海外 III 期注册临床顺利推进，多适应症拓展潜力较大：24 年 11 月公司向 CDE 提交 APG-2575 上市申请，用于复发难治 CLL 患者，是全球第二款申报上市的 Bcl-2 抑制剂。此外，APG-2575 用于一线 CLL、一线 AML 和一线 MDS 的 III 期注册临床以及用于复发难治 MM 的 II 期探索性临床同步推进中，适应症拓展潜力较大。同时，APG-2575 已获 FDA 批准在美国开展 BTK 经治 CLL 患者的 III 期注册临床。我们预计 APG-2575 在中国和美国市场销售额有望在 2034 年分别达到 20 亿和 35 亿元人民币。小分子药物领域精雕细琢，多款早期品种值得期待：APG-2449 是 FAK/ALK/ROS1 多靶点抑制剂，NSCLC 初步疗效优异。APG-115 是首个在国内进入临床阶段的 MDM2-p53 抑制剂，联合用药潜力较大。

盈利预测与投资评级：随着奥雷巴替尼销售放量和武田选择权付款到账，我们预计公司收入将快速增长，维持 24 年 10.02 亿元收入预测，将 25-26 年营业收入从 4.74/9.19 亿元上调至 5.19/32.15 亿元。考虑公司收入增长较快，海外市场潜力较大，维持“买入”评级。

风险提示：新药研发进展不及预期；药品审批和上市时间不及预期；合作方未能履行合约的风险；市场格局竞争加剧的风险等。

（证券分析师：朱国广 证券分析师：郑川川）

海力风电（301155）：2024 年业绩预告点评：24 年出货承压，静待需求反转

投资要点 事件：公司发布业绩预告，预计 24 年实现归母净利润 6327~7733 万元，同比扭亏；扣非后归母净利润 5618~6866 万元，同比扭亏。对应单 24Q4 归母净利润-2353~-947 万元，同比减亏 1.3~1.4 亿，环比-270~+1136 万元；扣非后归母净利润-2368~-1120 万元，同比减亏 1.4~1.5 亿，环比-197~+1052 万元。四季度江苏尚未交付，出货处于淡季。Q4 江苏 2.65GW 项目审批迎来拐点，但 Q4 尚未实现实质性开工，仅 12 月底发货试验桩，因此四季度出货表现不佳。出货量较弱情况下折旧摊销偏大，单吨净利表现不佳。电站盈利偏弱，Q4 新增部分资产减值。24Q4 海风电站盈利约 500 万元+，盈利偏弱，全年电站盈利约 8000 万；此外，24Q4 冲回信用减值准备 752 万元，计提资产减值准备 1396 万元，合计新增减值 644 万元，全年减值合计冲回 5300 万元。25 年受益海风起量，江苏项目有望贡献绝大部分业绩。24 年海风装机受审批等多方面因素影响，结果不及预期；我们判断 25 年海风装机将进入实质性拐点，江苏、广东等标志性项目有望陆续启动开工，判断装机量约 12~15GW，公司作为大丰项目单桩及塔筒的主要供应商，25 年江苏项目有望贡献绝大部分业绩。

盈利预测与投资评级：考虑到 24 年江苏、广东等海风行业装机不及预期，公司 24 年出货明显下调，且公司固定资产较重，导致单位折旧较重，影响

单位盈利，我们下调 24~26 年归母净利润至 0.7/6.9/8.8 亿元（原值为 6.1/8.4/9.5 亿元），24 年同比转正，25~26 年同比+885%/+28%，对应 PE 为 176/18/14X，公司是海上塔筒和桩基龙头，考虑海风高成长，盈利有较大上升空间，维持“买入”评级。风险提示：竞争加剧、行业政策变动风险、行业装机不及预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男

证券分析师：胡隽颖）

鱼跃医疗（002223）：拟认购 Inogen 9.9% 普通股，加码出海布局

投资要点 事件：2025 年 1 月 26 日，公司发布公告，全资子公司鱼跃香港与 Inogen 共同签署了《证券购买协议》，鱼跃香港拟按照 10.36 美元/股的价格，以自有资金 2720.98 万美元认购 Inogen 定向增发的 262.64 万股普通股，约占本次投资完成后 Inogen 已发行普通股的 9.9%。同日，鱼跃医疗与 Inogen 共同签署了《战略合作协议》，基于双方在各自细分行业及细分市场的品牌力和产品力，约定在国际分销业务、商标许可及分销业务、联合研发、供应链优化四个方面，以业务协同为基础，开展深度战略合作。Inogen 在呼吸领域有专业产品和丰富欧美市场渠道。Inogen（纳斯达克股票代码：INGN）是一家提供创新呼吸产品的医疗技术公司，在呼吸领域拥有优秀的国际品牌声誉、前沿技术及专业人才、广泛的欧美市场销售渠道和市场份额。为进一步推进全球化战略布局，加速业务切入、版图扩张和产品创新，公司与 Inogen 将共同构建长期战略合作关系。双方将开展销售与产品研发相关合作：（1）国际分销业务：双方在美国和欧洲部分区域，针对公司的台式制氧机、便携式制氧机、无创呼吸机及面罩产品开展分销合作。后续经协商一致可扩展至更多产品类型及合作区域。（2）亚洲商标许可及分销业务：双方就 Inogen 商标的使用和带有 Inogen 标志的现有产品（包括但不限于便携式和台式制氧机及相关配件耗材）在中国及部分东南亚国家开展分销合作。后续经协商一致可扩展至更多产品、旗下品牌及合作区域。（3）联合研发业务：每一方应成立专门的研发团队，充分发挥各自优势，开发新产品（预计初始产品包括面向全球市场的创新呼吸类产品），具体事项由双方讨论后决定。（4）供应链优化：双方可发挥各自优势，在制造、采购、分销网络等方面进行资源共享，以实现降本增效、加强供应链安全和提升供应链韧性等目标。盈利预测与投资评级：考虑到此次战略合作对公司短期业绩影响较小，我们维持预计 2024-2026 年归母净利润为 20.13/23.05/26.09 亿元，当前市值对应 PE=17/15/13x，考虑到公司出海前景广阔，维持“买入”评级。风险提示：国际化战略布局进程不及预期；市场竞争激烈；经营规模扩大带来的战略与管理风险。

（证券分析师：朱国广）

上汽集团（600104）：2024 年业绩预告点评：通用减值事项落地，利空出尽

投资要点 公司公告：公司预计 2024 年度实现归母净利润为 15 亿元到 19 亿元，同比减少 87%到 90%；预计 2024 年度实现扣非后归母净利润-41 亿元到-60 亿元，同比减少 141%到 160%。2024Q4 公司实现归母净利润（预告中值）为-52.1 亿元（2023Q4 为 27 亿元，2024Q3 为 2.8 亿元），扣非后归母净利润为 61 亿元（2023Q4 为 5.7 亿元，2024Q3 为 0.3 亿元）。2024Q4 通用减值事项落地。1）2024Q4 销量环比持续改善。2024Q4 上汽集团批发销量为 136.4 万辆，同环比分别-17.0%/+65.8%。其中大众/通用/上汽乘用车/五菱 Q4 销量分别为 37.6/15.7/22.6/50.0 万辆，同比分别-2%/-44%/-33%/-3%，环比分别+44.6%/+195.8%/+54.1%/+85.2%。2）减值影响：公司合营企业上汽通

用汽车有限公司及其控股子公司为于 2024Q4 计提相关资产减值准备 232.12 亿元，上市公司不确认长期股权投资余额之外的超额亏损，因此该事项预计将减少公司归母净利润约 78.74 亿元人民币。减值完成后上市公司对上汽通用整车公司的股权投资账面价值减记至零。

盈利预测与投资评级：2024 年 7-8 月完成集团到主要子公司&合联营公司管理层更换，公司将进一步积极降本增效，后续期待内部整合&外部合作多线并举，困境反转。合资板块资产改造&减值同步推进，同时合资车企转变原先“决策、研发在外，生产、销售在华”的传统合资模式，反向取经，与中方共同开发新能源车型，探讨合资合作新路径。由于上汽通用于 2024 年进行了大额减值，我们下调公司 2024 年业绩预期至 16 亿元（原为 84 亿元），由于公司积极进行降本增效，发力自主品牌向上，我们上调对公司 2025/2026 年业绩预期至 109/145 亿元（原为 101/134 亿元），对应 PE 为 122/18/14 倍。维持公司“买入”评级。

风险提示：终端价格战超预期；出口相关贸易风险等

（证券分析师：黄细里 证券分析师：孟璐）

中集集团（000039）：2024 年业绩预告点评：归母净利润 25~35 亿超预期，继续受益集装箱+海工高景气

投资要点 Q4 归母净利润中枢 12 亿元，经营持续向好 公司发布 2024 年业绩预告：预计 2024 年实现归母净利润 25-35 亿元，同比增长 493%-731%，扣非归母净利润 26-36 亿元，同比增长 291%-441%。2024 年单 Q4 公司实现归母净利润 6.7-16.7 亿元，同比扭亏（2023 年同期为-0.7 亿元），扣非归母净利润 9.1-19.1 亿，同比扭亏（2023 年同期为-5.4 亿元）。公司业绩高增，主要系：（1）核心板块集装箱周期复苏，红海事件、海运集运贸易量增长（根据克拉克森，按 TEU 同比+5%）等进一步推升行业需求，公司干箱产销量创历史新高，板块量利齐升，（2）海工板块需求回暖，贡献业绩增量。

集装箱：存量更新+全球贸易增速修复，板块量价有支撑 集装箱需求源自国际贸易运输需求与存量淘汰更新：（1）截至 2023 年末，全球集装箱保有量约 5000 万 TEU，按 20 年使用寿命，年存量更新约 250 万 TEU。（2）根据克拉克森 2025 年 1 月预测，2025/2026 年全球集装箱贸易量有望维持稳健增长，增速分别为 2.9%/2.6%。我们认为未来集装箱行业量价均有支撑，公司作为份额常年稳定 40%以上的行业龙一，该板块将持续为公司贡献稳定利润。

海工造船：受益周期回暖，公司订单高增迎盈利拐点 集团海工业务下游景气向好、在手订单饱满：（1）海上油气：油气公司推进深水油气田开发、全球海油开发格局变化的背景下，海油开采资本开支稳中有升，公司的海上钻井平台租约与 FPSO 接单量有望持续增长；（2）特种船舶：受益海上风电发展、国产汽车出海，风电安装船和滚装船订单有望持续增长。2024 年前三季度公司海工已生效新签订单 32.5 亿美元，同比增长 121%，累计在手订单 74 亿美元同比增长 42%。新签订单包括 2 条 FPSO 船体、1 条 FLNG 修改造、3 条滚装船，其中 FLNG 是公司首次突破的船型，展现高端海工装备制造实力。后续随订单兑现业绩，板块有望持续增长。

盈利预测与投资评级：公司业绩超预期，我们上调公司 2024-2026 年归母净利润预测为 30（原值 25）/38（原值 33）/48（维持）亿元，当前市值对应 PE 为 14/11/9 倍，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济波动、地缘政治风险、原油价格波动等。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：韦译捷）

水井坊（600779）：2024 年经营数据点评：全年正增顺利收官，中高价产品表现稳健

投资要点 事件：根据公司 2024 年度主要经营数据公告，经初步核

算，预计 2024 年度实现营业收入约 52.17 亿元，同比增长约 5.3%；实现归属于上市公司股东的净利润约 13.41 亿元，同比增长约 5.7%。对应 24Q4 营收同比增长 4.7%，归母净利同比下滑 12.4%。2024 年顺利完成正增目标，中高档产品驱动业绩增长。收入端，2024 年在消费不振、竞争加剧的不利环境下，公司营收同比增长 5.7%，主系 300 元及以下价位产品实现销售增长，渠道库存较年初略有上浮。①估算 300 元价位主力单品臻酿八号销售实现近双位数增长。作为次高端入门价位单品，臻酿八号品牌格调在商务招待、居民宴席场景具有较好普适性，全年动销表现基本符合 300 元价位行业趋势。②预计中档酒天号陈产品收入同比实现高双位数增长。公司在核心市场补充 100~300 元价位天号陈产品以迎合当下消费趋势，低基数下自然动销兑现较快增长，中档酒收入占比估算相应由 4.1% 增长至约 6%+。③预计 400 元以上价位的井台、典藏产品全年收入同比下滑较多。公司价格优先战略明确，旨在着眼长期保障品牌拉力。利润端，全年归母净利同比增长 5.7%，净利率同比基本保持稳定，预计主系销售费率优化（糖酒会等广告投入同比减少），而毛利率、管理费率同比略有恶化。24Q4 收入保持小幅正增，利润下滑预计主系成本及费用回补拖累。24Q4 公司收入同比增长 4.7%，渠道回款进度同比基本保持一致，库存环比略有上升。24Q4 公司归母净利同比下滑 12.4%，估算主因季度成本及费用确认节奏波动所致，1 是 24H2 产品结构同比下移，预计毛利率影响主要体现在 24Q4；2 是考虑 2025 年春节同比靠前，预计春节旺季营销费用有部分体现在 24Q4。多元化营销稳扎稳打，高价位产品调整有序推进。营销端，公司积极拥抱数字化转型，深化线上线下融合策略：在线上通过电商平台、社交媒体、红包扫码等方式，积极提升品牌曝光度和互动性，持续扩大消费者触达面，并根据消费者画像加强精准营销；在线下则通过开展品鉴会、消费者体验活动及宴席礼赠活动等方式，强化团购及宴席拓客，并通过合理的利润分配机制和渠道库存管控，促进销售的健康可持续发展。产品端，典藏预计将在 2025 年重点针对 20 个城市开发团购渠道，井台则计划重新推出老井台复刻版，以适当巩固高价位产品销售。盈利预测与投资评级：公司产品矩阵定位清晰，在 100~800 元区间各主力消费价位均有核心产品长期布局。在需求承压阶段，次高端价位向下波动相对更为突出，公司中高端价位产品收入承托能力有所体现，产品动销基础好于其他全国化二线酒企。参考 2024 年预告数据以及渠道库存周期和消费环境变化，我们调整 2024~26 年归母净利润至 13.4、11.8、13.5 亿元（前值 13.2、13.6、15.1 亿元），同比+5.7%、-12.1%、+14.3%，当前市值对应 2024~26 年 PE 为 17/19/17X，维持“增持”评级。风险提示：宏观表现不及预期、次高端主力价位竞争加剧、品牌建设及消费者培育费用投放超预期。

（证券分析师：苏铖 证券分析师：孙瑜）

纽威股份（603699）：2024 年业绩预告点评：归母净利润同比增长 41%~84%大超预期，产品多元+出海成长性凸显

投资要点 单 Q4 归母净利润同比+44%~277%，延续高增趋势 公司发布业绩预告，超市场预期：预计 2024 年归母净利润为 10.2~13.3 亿元，同比增长 41%~84%，中枢 11.8 亿元，同比增长 63%；扣非归母净利润 10.0~13.1 亿元，同比增长 35%~77%，中枢 11.6 亿元，同比增长 35%。2024 年单 Q4，公司实现归母净利润 1.9~5.0 亿元，同比增长 44%~277%，中枢 3.5 亿元，同比增长 160%；扣非归母净利润 1.9~5.0 亿元，同比增长 64%~335%，中枢 3.4 亿元，同比增长 199%。公司业绩高速增长，受益于：（1）海外市场、大客户拓展取得突破，在手订

单饱满，(2) 海工造船、LNG、核电等新兴领域需求向好，业务结构优化，(3) 公司内部管理、生产环节提质增效，(4) 钢价、汇率低位震荡。 产能有序扩张，助力增长+彰显信心 近年来公司产能有序扩张：(1) 2023 年 12 月公司公告，拟于沙特设立全资子公司，提高于中东市场竞争力；(2) 2024 年 6 月公司公告，拟对外投资设立越南子公司，进一步提升越南工厂产能，提高公司应对北美潜在关税风险等能力；(3) 2024 年 8 月公司公告，拟以自有资金 2.2 亿元扩产精密铸件产能，建成后年产碳钢精密铸件 5000 吨、不锈钢精密铸件 5000 吨，铸件为影响阀门性能的核心部件之一；(4) 2025 年 1 月公司公告，拟以不低于 5 亿元自筹资金投资纽威流体二期扩产项目，纽威流体一期 2023 年投产，聚焦适用于严苛工况和特殊应用领域的蝶阀、锻钢阀及其他特殊阀种，为公司进入海工造船等下游、我国高端阀门进口替代持续做出贡献，二期扩产将助力公司继续向高端化转型。配套核心铸件、海外和高端阀门领域的资本开支将支持成长，彰显了公司信心。管理层激励充分，海外拓展+新品布局逻辑延续 2022 年末新任管理团队上任以来，纽威业务进入高速拓展期：(1) 把握“一带一路”倡议&中资 EPC 出海机遇，积极拓展海外油气市场，大客户份额稳中有升，(2) 积极拓展海工造船、水处理、核电等新兴下游，订单表现亮眼。(3) 公司拟以年为维度滚动实施股权激励，团队积极性高。展望未来，纽威股份作为获行业、大型跨国集团认证批准最多的国产工业阀门龙头，先发优势明显，市场地位稳固，看好公司长期成长。 盈利预测与投资评级：公司业绩超预期，我们上调公司 2024-2026 年盈利预测为 11.8（原值 10.1）/14.5（原值 12.4）/17.7（原值 15.1）亿元，当前市值对应 PE 分别为 17/13/11X，维持“买入”评级。 风险提示：原材料价格波动、汇率波动、地缘政治风险

（证券分析师：周尔双 证券分析师：韦译捷）

上海家化（600315）：2024 年业绩预告点评：计提减值+战略重塑影响利润，2025 年轻装上阵开启转型新篇章

投资要点 公司披露 2024 年业绩预告：公司预计 2024 年实现归母净利润-7.1 亿元至-8.8 亿元，同比出现亏损，预计 2024 年实现扣非净利润-7.2 亿元至-8.9 亿元，亏损主要系计提海外汤美星商誉减值、主业开展战略重塑组织变革、公允价值变动投资收益减少所致。2024 年公司拟大幅计提海外业务商誉减值准备 5.5 亿元-6.8 亿元。 公布回购计划调动员工改革积极性。2025/1/24 公司披露回购方案，拟以自有资金总金额 1-2 亿元，以集中竞价方式回购公司股份 374-747 万股，用于员工持股计划/股权激励，自董事会审议通过回购股份方案之日起 12 个月内完成。公司回购股份用于未来股权激励计划，彰显未来发展的信心，有望进一步完善公司长效激励机制。 海外汤美星品牌计提大幅减值，期待本土运营团队助力品牌成长。公司 2024 年亏损主因为海外商誉减值计提影响，海外汤美星品牌受海外低出生率、婴童品类竞争加剧和经销商降低库存等多因素导致收入、毛利等大幅下降，因此公司针对前期收购的汤美星婴童护理产品及母婴喂养产品业务计提商誉减值。2024H2 公司针对海外汤美星品牌进行调整，CEO 更换为英籍华人，新增本土运营团队，同时未来逐步进入中国销售，期待 2025 年汤美星本土运营团队重拾增长。 主业进行战略重塑及组织变革，2025 年开启转型新篇章。 2024 年 5 月换帅后开展一系列战略重塑和组织变革，战略层面进行四个聚焦：聚焦核心品牌、聚焦品牌建设、聚焦线上、聚焦效率。为匹配战略，公司对国内业务的组织架构进行调整：调整个护事业部、美妆事业部、新设创新事业部，完善前、中、后台的整体架构，同时吸引破局人才加盟，通过扁平化管理，进一步

提升运行决策效率。短期公司主动实施战略调整举措，主动降低百货渠道社会库存、关闭低效亏损门店、线上经销商代理模式加速转为自营模式、调整线下销售部架构等，影响 2024 年全年经营收入及利润。但从中长期看，调整将有利于公司未来健康可持续发展，期待 2025 年公司主业重梳理后业绩迎反转。 盈利预测与投资评级：公司是国内多品牌的日化龙头，24 年 5 月换帅后，公司深化组织改革，加强品牌建设，对品牌进行梯队管理，集中资源优先支持核心品牌，坚持聚焦核心品牌、聚焦品牌建设、聚焦线上、聚焦效率，未来战略转型，品牌焕新后，公司经营效率有望提升。考虑到短期战略调整影响，我们将公司 2024-26 年归母净利润 4.58/5.24/6.02 亿元下调至-8.6/2.6/3.4 亿元，分别同比-272%/+131%/+30%，对应 2025-2026 年 PE 分别为 41/32X，2024 年主业调整、海外亏损等不利因素出清，回购彰显发展决心，期待 2025 年拐点显现，维持“买入”评级。 风险提示：行业竞争加剧、战略改革不及预期、新品推广不及预期等。

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：张家璇
证券分析师：郝越)

途虎-W (09690.HK): 24H2 业绩前瞻：行业底部抢占更多份额，盈利节奏有所放缓

投资要点 我们预计公司 2024 年下半年收入同比增长 7.8%至 76.3 亿元，经调整净利润同比略微下滑至 2.6 亿元。我们预计 2024 年全年收入同比增长 8.5%至 147.6 亿元，经调整净利润同比增长 25.3%至 6.0 亿元，经调整净利率同比提升 0.5pct。 行业底部抢占更多份额，我们预计公司 24H2 收入增速 7.8%，好于此前预期。根据 F6 汽车科技，2024 年汽车后市场累计产值及台次同比均下滑 1%，其中 Q3/Q4 产值同比分别下降 5%/2%，Q4 同比降幅有所收窄。分品类看，2024 年轮胎、维修等相对刚需的业务台次均同比增长 4%，好于相对可选的保养、美容等业务增长表现。在较为疲弱的需求环境下，途虎 2024H2 增强了产品价格力和品牌推广，我们预计份额加速提升。根据 sensor tower 数据，24H2 途虎养车 APP MAU 增长表现优于主要竞对（iOS 端）。门店层面，我们预计 2024 年公司新开门店 1000 家，被少部分关店抵消，截至 2024 年底总门店数超过 6800 家；平均店效受需求疲弱以及下沉市场扩张等影响，同比有所下滑。 短期投入增加影响盈利节奏，中长期利润率提升趋势不变。我们预计 24H2 经调整净利率同比略微下滑至 3.5%：公司毛利率更高的自有品收入占比持续提升，但我们也观察到 24H2 公司在终端产品和服务定价上有一定补贴策略，并在短视频平台增加了投流，因此在总体毛利率及销售费用率上环比 H1 表现较弱，其他费用我们预计仍能有效控制。随着需求逐渐修复，公司通过前期补贴投入及标准化的产品服务抢占的份额有望保持，对上游供应商议价权的提升、高毛利率产品服务收入贡献增加及费用有效控制将驱动利润率持续提升。 盈利预测与投资评级：考虑到公司短期增加投入抢占更多市场份额的策略，我们将公司 24-26 年经调整净利润预测由 7.53/12.28/17.77 亿元调整至 6.03/8.06/10.21 亿元，对应 2025 年 15 倍 PE，中长期随着需求逐步恢复，公司盈利潜力将释放，维持“买入”评级。 风险提示：需求不及预期，竞争加剧，新能源汽车服务需求不及预期。

(证券分析师：张良卫 证券分析师：黄细里
证券分析师：郭若娜)

东方甄选 (01797.HK): FY2025H1 业绩点评：运营逐渐企稳，建议关注微信渠道增量贡献

投资要点 事件：公司 FY2025H1 收入实现 21.87 亿元，yoy-9.3%，

归母净亏损 96.80 百万元，经调整净亏损 1.61 百万元。若剔除出售与辉同行的财务影响（即与辉同行所产生的一次性开支及利润），FY2025H1 公司持续经营业务净利润为 32.7 百万元。多渠道策略持续推进，期待微信小店贡献增量。FY25H1 公司自营产品及直播电商 GMV 48 亿元，继续推进多渠道策略：新开「东方甄选生鲜号」抖音账号日 GMV 连续几个月超过 2 百万元；在天猫、微信、拼多多等平台店铺实现稳步增长；在新东方学习中心通过自动售卖机方式销售产品。公司自有 APP 渠道继续表现亮眼，FY25H1 GMV 占总 GMV 13.6%，已付费会员 22.83 万人，同比增长 84%，单个用户平均贡献稳步提升，充分彰显用户高黏性和忠诚度。新渠道上建议关注微信小店送礼功能带来的变化，根据公司业绩会，东方甄选微信小店送礼功能日 GMV 已突破百万元，后续销售表现值得关注。深耕供应链，自有品继续驱动公司稳健发展。公司已成功推出多条极具市场竞争力的自营产品线，如保健食品、宠物食品、新中式服装等，并取得优异的表现及业绩。FY25H1 公司自有品 GMV 占总 GMV 约 37%，截至 2024 年 11 月 30 日，自营品数量超过 600 个（FY2024 为 488 个）。FY25H1 公司毛利率同比提升 0.7pct 至 33.6%，部分受益于自营品健康发展。2025 年公司将继续聚焦大单品策略，提升爆品数量，我们看好自营品方向继续深耕推动公司长期稳健发展。盈利预测与投资评级：受到出售与辉同行的财务影响，我们将公司 FY2025-2026 持续经营业务 Non-IFRS 净利润预测由 10.65/11.37 亿元调整至 2.25/5.02 亿元，新增 FY2027 预测 6.95 亿元，对应 FY2025-2027 PE 分别为 66/29/21 倍，公司主业运营逐渐企稳，微信小店等新渠道有望贡献增量，维持“买入”评级。风险提示：渠道拓展低预期，消费低预期，短期投入增加影响盈利能力。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖
 证券分析师：郭若娜）

迪哲医药-U (688192)：迪行小分子赛道，折桂全球创新之巅

投资要点 坚持源头创新，立足全球小分子赛道竞争：迪哲医药致力于开发具备差异化竞争优势的全球创新药物，坚持源头创新，专注于新靶点的发现和作用机理验证。目前，公司在研管线 6 个产品，其中舒沃替尼是全球唯一全线获 FDA 与 CDE 突破性疗法认定治疗 EGFR Exon20ins 突变型晚期非小细胞肺癌（NSCLC）且同时在中国获批 NSCLC 相关适应症的酪氨酸激酶抑制剂（TKI），戈利昔替尼是全球首个且唯一获 FDA 快速通道认定针对外周 T 细胞淋巴瘤（PTCL）且在中国获批上市用于治疗复发/难治 PTCL 的 JAK1 抑制剂。国内商业化进展顺利，美国顺利报产：根据弗若斯特沙利文测算，预计到 2024 和 2030 年，全球的 EGFR Exon20 ins 的非小细胞肺癌新发患者人数将分别达到 7.4 万和 8.6 万人，中国新发患者人数将达到 3.5 万和 4.2 万。小分子靶向药治疗空白，舒沃替尼 2023 年 8 月国内获批上市，2024 年销售额接近 4 亿元，我们预计国内 2025-2026 年销售额为 7 亿和 12 亿元；美国 FDA 也受理了 NDA，并授予了优先审评资格，我们预计 2025H2 有望美国获批上市，有望填补海外口服小分子药物治疗空白。差异化适应症设计，美国注册加速中：戈利昔替尼是全球首个且唯一针对外周 T 细胞淋巴瘤（PTCL）的高选择性口服 JAK1 抑制剂，临床表现卓越，安全性和耐受性良好，有望冲破 PTCL 治疗瓶颈。2024 年 6 月实现了国内获批上市，美国有望今年报产，是潜在同类最佳的针对 PTCL 的口服小分子靶向药。全球首创，攻克 BTKi 和 EGFR TKI 耐药困境：DZD8586 和 DZD6008 是全球首创的靶点/结构。临床前和临床初期结果展示了惊艳的抗肿瘤效果，安全性良好，今年有望

国内进入到注册临床阶段。有望填补当前未被满足的临床药物空白。
 盈利预测与投资评级：四个产品国内销售峰值我们预计达到近 60 亿人民币（2032 年）。舒沃替尼和戈利昔替尼海外销售峰值我们预计分别达到 9 亿美金（2031 年）和 6 亿美金（2031 年），暂不考虑 DZD8586 和 DZD6008 的海外销售。采用 FCFF 估值法：公司的四款产品的绝对估值总数为 343 亿人民币，对应目标股价为 82.26 元/股。采用分步计算的 P/S 和 P/E 相对估值法，公司目标市值 362 亿元。公司国内商业化推进顺利，产品出海确定性高，在研品种潜力大，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：新药研发及审批进展不及预期；药品的销售不及预期；政策影响对产品价格的不确定性；海外授权不及预期。

（证券分析师：朱国广 证券分析师：张翀翀）

万辰集团（300972）：2024 年业绩预告点评：量贩零食保持高增，布局硬折扣新业态

投资要点 事件：公司发布业绩预告，预计 2024 年实现营收 300-340 亿元，同增 223%-266%；归母净利润 2.4-3.0 亿元，同比扭亏为盈。2024Q4 实现营收 93.87-133.87 亿元，同增 114%-205%；归母净利润 1.56-2.16 亿元，同比扭亏为盈。 营收端：量贩零食业务保持高增。量贩零食业务 2024 年实现营收 300-330 亿元，同增 242.50%-276.75%。按照中值计算，则 2024Q4 量贩零食业务实现营收 112.7 亿元，环比 2024Q3 增长 18%，继续保持高增势能。 利润端：净利率同比提升。剔除股份支付费用后，2024 年量贩零食业务预计实现净利润 7.9-8.8 亿元，净利率为 2.50%-2.75%，2023 年为 0.38%，同比有显著改善。按照中值计算，2024Q4 量贩零食业务实现净利润 2.9 亿元，净利率为 2.61%（2024Q3 为 2.73%）。按照中值计算，2024 全年归母净利率为 0.84%，2024Q4 归母净利率为 1.63%（Q3 为 0.86%），Q4 归母净利率环比提升，我们预计系：1）食用菌业务下半年价格好转，盈利水平改善；2）Q4 少数股东权益收回比例提升，2024 年 8 月 15 日公司公告收购南京万好 49% 的股份，Q3 并未整季收。 布局硬折扣新零售业态，有望开拓新的增长曲线。2025 年 1 月 10 日来优品首家省钱超市开业，代表公司开始探索新的零售业态，以零食为基础，新增日常必需品和自有品牌，有望开拓新的增长曲线。 盈利预测与投资评级：我们上调此前盈利预测，预计 2024-2026 年公司营收为 320/480/576 亿元（前次预测为 308/480/576 亿元），同比增长 244%/50%/20%；归母净利为 2.8/6.6/9.7 亿元（前次预测为 2.1/4.6/6.7 亿元），同比 +440%/135%/+47%；对应 PE 为 46/20/13X。维持“买入”评级。 风险提示：食品安全风险，原材料价格波动，行业竞争加剧。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：李茵琦）

青木科技（301110）：电商代运营龙头，潮玩代运营+品牌孵化打开成长曲线

投资要点 电商服务业界领先，布局发展多元业态。公司成立于 2011 年，围绕品牌零售输出整体解决方案，2024Q1-3 营收 8.08 亿元（yoy+20%），归母净利 0.72 亿元（yoy+62%），公司业务主要分为三大板块：①电商代运营业务 23 年营收占比 50.3%，为众多优质品牌提供天猫、京东等传统电商平台上官方旗舰店代运营服务，在大服饰领域优势明显，潮玩领域合作 Jellycat、泡泡玛特等；②品牌孵化与管理业务 23 年营收占比 37.2%，由总代理向成立合资公司转变，引入成长初期的海外品牌，全盘负责品牌推广销售工作，聚焦小而美的大健康、宠物食品赛道；③技术解决方案与消费者运营管理板块 23 年营收占比 12.5%，提高公司电商代运营及品牌孵化业务工作效率，实现降本增效。 电商运营服饰品类优势明显，潮玩有望成为品牌电商服务新

增量。电商代运营是公司主要的收入来源，青木科技作为头部电商服务企业，积累十余年丰富的代运营经验，不断吸引增量品牌签订合作，2019年-2023年，公司合作品牌数量从34个增至57个，涵盖 Skechers、ACNE Studios、Under Armour、李宁等。同时，公司着力向潮玩品类拓展，连续承接潮玩品牌泡泡玛特、jellycat 线上代运营，潮玩品类市场潜力巨大，情绪价值不断吸引年轻消费客群，公司与头部品牌泡泡玛特、Jellycat 合作不仅开拓公司新的盈利能力增长点，同时成功积累潮玩行业运营经验和先发优势。品牌孵化卡位小而美赛道，培育第二增长曲线。品牌孵化业务主要聚焦在大健康产业和宠物食品两个新兴赛道，公司与在国内仍处于发展初级阶段的品牌共同成立合资公司（青木科技持股 50%以上），拥有品牌在中国区域所有业务和商标的授权。公司组建团队负责合资公司的具体运营，以实现品牌在中国区域的快速增长。目前公司已经成功孵化多个国际知名品牌，包括西班牙私护健康品牌 Cumlaude Lab 珂蔓朵、意大利自然膳食品牌 Zuccari 等，伴随公司引入的新兴品牌增多，以及原有品牌规模增长，品牌孵化业务虽基数较小但未来有望迎爆发。技术解决方案与消费者运营管理赋能主业，有望实现降本增效。公司构造全渠道 IT 系统，包括“青木 OMS”、“青木小白”及“数据磨坊 CRM”等系统。青木科技人工成本占比较高，2023 年公司劳务及其他成本占营业成本比重达 62%，AI 赋能下有望提升效率，优化成本。盈利预测与投资评级：青木科技布局多元电商服务业态，代运营纵向守住大服饰品牌头部地位、加深优质品牌合作，横向布局潮玩行业，挖掘代运营品类盈利新增量。同时品牌孵化业务卡位大健康及宠物食品小而美赛道，高增可期。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 0.9/1.2/1.7 亿元，对应 2025/1/23 收盘价 PE 约 68/49/36X，首次覆盖，给予公司“增持”评级。风险提示：品牌商合作风险、宏观经济环境波动风险、行业竞争加剧等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：张家璇
 证券分析师：郝越）

赣锋锂业（002460）：2024 年业绩预告点评：Q4 受存货减值影响扣非亏损，矿端自供率稳步提升

投资要点 事件：公司发布业绩预告，24 年归母净利-21~-14 亿元，同减 142-128%，扣非净利-9.6~-4.8 亿元，同减 136-118%；其中 Q4 归母净利-14.6~-7.6 亿元，同比-37~+29%，环比-1317~-733%，扣非净利-6.0~-1.2 亿元，同增 64~93%，环比-206~+38%，非经常性损益主要为 PLS 股价下跌造成的公允价值变动损失，业绩低于市场预期。Q4 锂盐受存货减值影响出现亏损，25 年出货增速有望提升至 30-50%。我们预计 24 全年公司锂盐出货 12 万吨+，同增 20%左右，其中 Q4 出货 3 万吨+，环比持平；24 年底公司锂盐产能超 27 万吨，随着 25 年自有矿产量大幅提升，我们预计 25 年锂盐销量有望达 16-18 万吨，同增 30-50%。盈利端，24Q4 锂盐均价 7.5 万元/吨+，我们预计单吨扣非亏损 1 万元+，主要受到存货减值的影响。Goulamina 项目 24 年 12 月投产，Cauchari-Olaroz 产能利用率持续提升，25 年矿端自供率将进一步提升。我们预计 24 年自有矿权益产量约 6 万吨，自供比例 50%左右，25 年权益产量将达 10 万吨，自供比例 60%左右。非洲马里 Goulamina 锂辉石项目一期已于 24 年 12 月 15 日投产，规划产能 50.6 万吨精矿，我们预计 25 年产量超 30 万吨，折碳酸锂当量约 4 万吨。阿根廷 Cauchari-Olaroz 项目 24 年碳酸锂产量 2.54 万吨，其中 Q4 产量 8500 吨，环增 25%；Lithium Argentina 公告该项目 25 年产量目标 3-3.5 万吨，长期运营成本约为每吨 6543 美元。盈利预测与投资

评级：由于 24 年公司业绩受到 PLS 股价下跌、存货减值等影响，我们下调 2024 年盈利预测，考虑 25-26 年锂价中枢有望上移，我们上调 2025-2026 年盈利预测，我们预计 2024-2026 年公司归母净利润-17.5/13.2/18.5 亿元（原预期 24-26 年为-6.2/12.3/18.0 亿元），同比-135%/+176%/+40%，对应 25-26 年 51x/37xPE，由于公司全球布局众多优质锂资源，矿端自供率持续提升，维持“买入”评级。风险提示：产能释放不及预期，需求不及预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕
证券分析师：岳斯瑶 研究助理：胡锦芸）

海博思创（688411）：国内储能标杆，海外拓展可期

投资要点 深耕储能系统领域，营收业绩持续高增：公司是集研发、生产、销售为一体的电化学储能系统解决方案与技术服务提供商，董事长毕业于清华电机系，是电网高级工程师，公司高管团队多为技术出身，专业能力领先、行业资源深厚。受益于国内储能市场爆发，公司 21-23 年收入复合增长率达 188.7%，因其技术产品及客户结构优异，毛利率保持在 20%左右，高于同行；随公司规模扩大，费用率明显下行，净利率由 21 年的 1.8%提升至 24H1 的 7.6%。国内储能稳健增长，海外储能需求爆发：1）国内：商业模式逐渐走通，需求保持稳健增长，预计 2025 年国内大储装机同比+30%。近两年光储系统价格大幅下降，消纳对储能的利用率持续拉动，商业模式完善可期，储能经济性向好；同时，各地政策促进配储比例和时长进一步增加，叠加现货交易区域扩大和容量租赁政策，需求有望继续增长。2）海外：欧美需求高增，新兴市场多点开花，预计 2025 年海外大储翻倍增长。海外光储降价推动 IRR 大幅提升，美国、英国等储能备案量创新高，中东、澳大利亚等新兴市场大项目密集落地，需求开启爆发式增长。技术上，储能系统一体化成为趋势，大组串大电芯为主流，构网型储能渗透率逐渐提升；价格上市场分化明显，欧美澳储能系统价格维持 0.2 美元/wh+，盈利可达 0.3 元/wh+，美国特斯拉份额领先、欧洲阳光份额第一；而亚非拉新签订单价格基本为 0.6-0.9 元/wh，盈利预期为 0.1 元/wh 左右，竞争相对激烈，格局未定。高效性+经济性产品奠定优势基础，客户优质+海外扩张保障业绩增长：1）核心技术领先市场，产品显著降本增效：公司核心技术自研，独立开发高精温控+主动支撑技术，储能 SOC 估算精度误差小于 3%，可优化储能系统配置，做到稳定性和高效率，有效实现成本降低。2）国内优质客户深度合作，海外市场实现 0-1 突破：客户资源优质，公司与中国华能、国电投、华润电力等建立深度合作，央企发电集团对储能质量要求高，溢价支付能力强，使得公司国内毛利率显著高于同行。公司积极向海外市场拓展，目前已完成海外的 IEC 及 UL 认证，与 Fluence 等达成海外合作，截至 24H1 公司海外在手订单超 6000 万美元，随着海外订单的陆续排产发货，公司毛利率有望进一步提升。我们预计公司 24 年储能系统出货 12GWh，25 年有望实现 30%增长。盈利预测与投资评级：考虑全球光储市场高景气，同时公司储能系统国内增速确定，海外持续布局，已实现 0-1 突破，预计明后年出货持续高增，盈利能力随海外市场拓展有望继续提升，我们预计 2024-2026 年公司营业总收入分别为 82.36/110.23/137.67 亿元，归母净利润分别为 6.06/8.41/11.06 亿元，对应发行市值的 PE 估值分别为 5.68/ 4.09/3.12 倍。可比公司的 2025 年 PE 平均值为 20 倍，建议投资者积极关注。风险提示：竞争加剧；国际贸易及行业政策变动；全球化拓展不及预期

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男）

天齐锂业（002466）：2024 年业绩预告点评：终止投资建设奎纳纳二

期，资产减值导致 Q4 亏损扩大

投资要点 事件：公司发布业绩预告，24 年归母净利-82~-71 亿元，同减 197-212%，扣非净利-82~-71 亿元，同减 199-214%；其中 Q4 归母净利-25~-14 亿元，同减 75-212%，环减 182-404%，扣非净利-24.6~-13.6 亿元，同减 69-206%，环减 164-377%，低于市场预期。 终止投资建设奎纳纳二期，一期存货+二期在建工程减值影响 Q4 归母净利 6 亿元左右。基于市场环境及项目最新的经济可行性分析，公司认为继续建设奎纳纳二期氢氧化锂项目将不具备经济性，故拟终止投资建设奎纳纳二期。截至 2024 年 12 月 31 日，二期项目前期相关投入累计约 14.12 亿元人民币，本次项目终止预计将减少公司 2024 年归母净利润约 5.01 亿元。另外 24 年计提存货减值 7 亿元，资产减值准备合计约 21.6 亿元，减少归母净利润约 7.7 亿元，其中我们预计 Q4 归母净利润减少约 6 亿元。 24 年锂盐出货同比高增，Q4 亏损持续。我们预计 24 全年锂盐出货 10 万吨+，同增 75%+，其中 Q4 锂盐出货 3 万吨左右，环比基本持平；安居工厂 2 万吨已于 24 年 10 月满产，奎纳纳一期 2.4 万吨有望于 25 年达产，我们预计 25 年出货 12-14 万吨，同增 30%左右。盈利端，Q4 精矿和锂盐合计经营亏损近 16 亿元，主要由国内锂精矿库存结存成本较高导致；SQM Q4 彭博一致预期 1.5 亿美元税后净利，对应投资收益 2.3 亿元左右。 盈利预测与投资评级：由于 24 年受资产减值影响，我们下调 2024 年盈利预测，但考虑 25-26 年锂价中枢有望上移，我们上调 2025-2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年公司归母净利润-76.5/22.2/29.9 亿元（原预期为-58.5/15.6/22.7 亿元），同比 -205%/+129%/+35%，对应 25-26 年 23x/17xPE，考虑公司资源禀赋优异，且高价库存逐步消化完，成本优势将凸显，维持“买入”评级。 风险提示：产能释放不及预期，需求不及预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕

证券分析师：岳斯瑶 研究助理：胡锦芸）

指南针（300803）：2024 年年报点评：A 股市场整体向好，公司各项业务稳健发展

事件：公司发布 2024 年年报，实现营业总收入同比+37%至 15 亿元，归母净利润同比+44%至 1.04 亿元，归母净资产 22 亿元，较 2023 年末+20%。 投资要点 市场升温，大幅增益 2024 年四季度 C 端产品销售：①2024 前三季度，市场活跃度持续下行，截至 9 月 18 日沪深 300 指数较年初下跌 6.4%至全年最低点。2024 年 9 月底出台的一揽子增量政策有效激发了市场活跃度，增强了投资者信心，改善了市场流动性，第四季度 A 股日均成交额同比+123%至 18,529 亿元。②公司金融信息服务扭亏为盈拉动营收增长。2024 年，公司积极布局金融信息服务，销售费用同比+46%至 8.04 亿元，其中 3.91 亿元用于广告宣传及网络推广（产品推广及投流）、3.94 亿元为销售职工薪酬；同期公司投入 1.63 亿研发费用（同比+11%）加速产品迭代创新，财富掌门 2.0 于 2024 年下半年上线。24Q4 火热行情叠加公司全年销售及研发投入，推动 2024 年金融信息服务收入同比+25%至 12 亿元，2024Q1/Q2/Q3/Q4 单季度营业收入分别为 2.41/1.94/1.60/6.16 亿元（本项可用作参考金融信息服务业务收入）。 导流顺畅，麦高证券发展势头正猛：2024 年以来指南针持续将自有平台流量导至麦高证券，导流进度稳定，用户活跃度高；麦高证券业务拓展迅速致公司管理费用增长。2024 年麦高证券业务及管理费用同比+93%至 3.85 亿元（占比公司管理费用 85%）。1）牛市加速经纪业务发展。万得全 A 指数 2024 全年上涨 10.79%，2024H2 环比上涨 19.69%；①2024 年公司手续费及

佣金净收入同比+163%至 2.41 亿元，公司经纪业务持续快速增长。②麦高证券客户规模增长，2024 年公司代理买卖证券款同比+175%至 66 亿元；麦高证券经纪业务客户存款增加，公司经营活动产生的现金流量净额同比+212%至 45 亿元。小牛行情带来开户率激增，推动证券业务增长加速，考虑一系列增量政策对资本市场的持续积极影响，以及公司稳定的客户群体和顺畅的导流模式，我们预计公司经纪业务收入将在未来稳定增长。2) 自营业务及资本中介业务涨幅显著。①2024 年中债综合指数上涨 7.62%，公司自营业务投资收益同比 2023 年+105%至 1.42 亿元，预计公司自营业务以债券投资为主。②公司利息净收入同比+123%至 0.76 亿元。3) 承销业务已适度展业并取得一定收入。2024 年公司投行业务收入同比+40%至 0.64 亿元。展望未来，深挖金融信息服务与证券业务协同潜力+积极拓展新业务：1) 稳步推进先锋基金股权整合。先锋基金已于 2024 年 12 月 26 日完成工商变更登记，指南针持有先锋基金 39%股权。公司将形成以原有金融信息服务为主体，证券服务和公募基金服务为两翼的“一体两翼”业务发展新格局，为公司持续强化综合财富管理能力奠定坚实基础。2) 为进一步建立和完善长效激励约束机制，公司股权激励计划持续实施。公司 2021 年限制性股票与股票期权激励计划已实施完毕，2022 年股票期权激励计划正在实施中，2023 年股票期权激励计划尚在等待期中，且公司进一步推出了 2025 年股票期权激励计划。盈利预测与投资评级：公司金融信息服务业务与资本市场景气度高度关联，证券业务处于业务协同的加速发展阶段，我们维持对公司的盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 1.53/2.11/2.82 亿元（2025-2026 前值为 1.53/2.11 亿元），对应 PE 分别为 246/178/133 倍，维持公司评级“增持”，期待麦高证券的发展，看好公司长期成长性。风险提示：证券市场系统性，行业竞争加剧，证券业务恢复不及预期。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：武欣姝）

华友钴业（603799）：2024 年股权激励计划落地，彰显管理层信心

投资要点 事件：1 月 23 日公司公告 2024 年限制性股票激励计划首次授予，向 1298 名激励对象授予 1042 万股限制性股票，约占截至 1 月 22 日可转债转股后总股本的 0.61%，授予价格 15.06 元/股；需摊销的总费用 1.4 亿元，其中 25-27 年分别摊销 0.9、0.4、0.16 亿元。考核目标下限：25-27 年营收 696/729/762 亿元，或归母净利润 40/44/47 亿元。考核年度为 2025-2027 年三个会计年度，解除限售的业绩条件为：以 23 年营业收入为基数，25/26/27 年营业收入增长率分别不低于 5%/10%/15%；或以 23 年归母净利润为基数，25/26/27 年归母净利润（激励成本摊销前）增长率分别不低于 20%/30%/40%。若 25-27 年营收均满足考核目标下限，则营收分别为 696/729/762 亿元；若归母净利润均满足考核目标下限，则归母净利润分别为 40/44/47 亿元。当前镍锂处于价格底部，公司整体盈利水平有提升空间。我们预计 24 年镍产品出货有望达 17 万吨，同增 35%，下半年镍价回落，但公司锁价价格较好，且效率提升降本降费，全年预计可贡献 30 亿以上归母净利；我们预计 25 年镍产品出货 22 万吨，同增 30%，按 1.6-1.7 万美金左右镍价预计单吨净利维持 1-2 万。Arcadia 锂矿项目 24 年全成本降至 8.5 万元（含税）以内，我们预计 24 年出货 3 万吨+，25 年持平。当前镍锂价格处于底部区间，因此盈利水平处于底部，后续将随价格反弹表现出利润弹性。盈利预测与投资评级：我们维持 2024 - 2026 年盈利预测，预计归母净利润为 44/48/52 亿元，同增 30%/10%/8%，对应 PE 为 11x/10x/9x，考虑公司一体化优势显著，给予 25 年 15x PE，目标价 42 元，维持“买入”评级。风险提示：

上游原材料价格大幅波动，电动车销量不及预期。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 阮巧燕
证券分析师: 岳斯瑶 研究助理: 胡锦芸)

百度集团-SW (09888.HK): 2024Q4 业绩前瞻: AI 进展亮眼, 2025 年云业务增速有望维持

投资要点 业绩前瞻: 我们预计公司 2024Q4 收入 332 亿元, 同比下滑 5%; 其中百度核心收入 268 亿元, 同比下滑 3%。我们预计公司经调整经营利润 45.0 亿元, 其中百度核心经调整经营利润 41.6 亿元, 经调整经营利润率 15.5%。我们预计公司经调整净利润实现 38.7 亿元。 期待 2025 年广告业务逐季改善, 云业务保持较快增长。我们预计 24Q4 百度核心收入 268 亿元, 同比下滑 3%, 其中广告收入受宏观经济影响, 预计同比下降接近 8%。考虑多项经济政策出台带动宏观逐渐转暖, 公司 AI 产品逐步商业化, 以及 2024 年基数原因, 我们预计 2025 年有望呈现逐季修复态势。云计算业务我们预计 Q4 收入同比增速快于 Q3, 其中 AI 占比继续提升。展望 2025 年, 随着大模型能力提升及其在更多场景落地, 企业等对开发及应用 AI agent 等需求的增加拉动对云的需求, 公司云业务有望继续保持较快增长。 百度文库及网盘 AI 进展亮眼。根据百度 AIDAY 活动, 1 月份百度文库 AI 功能 MAU 已突破 9000 万人 (2024 年 9 月和 11 月分别突破 5000 万和 7000 万人), AIDAU 年同比增长 230%; 用户持续增长的同时商业化表现亮眼, 付费用户已超 4000 万, 在全球范围内仅次于微软 Copilot, 付费率年同比增长 60%。该增长主要受益于百度文库依托文心大模型进行的全面 AI 重构, 百度文库推出了智能 PPT 制作、智能写作助手、全网 AI 搜索、智能有声画本及智能漫画生成等上百项 AI 功能, 广泛覆盖学习办公、家庭教育及兼职创收等多个领域。AI 改造后的百度网盘则加入了扫描、涂鸦、语音转写、会议纪要等 AI 相关功能, 1 月份 AIDAU 同比增长 90%, 由 AI 功能带来的收入年增长率为 120%。此外, 百度文库和百度网盘联合打造的“自由画布”已开启公测, 提高创作效率, 有望进一步推动活跃用户及付费率提升。 盈利预测与投资评级: 公司业务短期仍将受到宏观环境和内部业务 AI 改造的影响, 同时考虑极越一次性业务调整影响, 我们将公司 2024-2026 年 Non-GAAP 净利润预测由 271/286/310 亿元下调至 242/260/283 亿元, 对应 2025 年 Non-GAAP PE 为 8.2 倍, 公司持续回购体现注重股东回报, 维持“买入”评级。 风险提示: 技术发展不及预期风险, AI 伦理风险, 技术风险, 竞争风险。

(证券分析师: 张良卫 证券分析师: 郭若娜)

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>