

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-01-23

宏观策略

2025 年 01 月 23 日

宏观点评 20250121：市场冲高回落，科技板块涨幅居前

事件 A 股今日成交额较上个交易日略放量，科技板块涨幅居前，红利板块连续三日下跌。沪指下跌 0.05% 至 3242.62 点，较 24 年末下跌 3.26%；创业板指上涨 0.36% 至 2112.39 点，较 24 年末下跌 1.36%；风格指数方面，代表大盘股的沪深 300 上涨 0.08% 至 3832.61 点，较 24 年末下跌 2.60%；中证 500 上涨 0.35% 至 5633.92 点，较 24 年末下跌 1.60%。行业层面，电子上涨 1.73%，通信上涨 1.64%，房地产上涨 1.01%，石油石化下跌 1.56%，钢铁下跌 1.39%，煤炭下跌 1.34%。市场成交额为 12175.54 亿元，较前一交易日放量 212.62 亿元，北向资金总成交 1498.85 亿元；南向资金净买入 15.36 亿元。板块方面，商务部就美进口成熟制程芯片低价冲击国内市场事答记者问，半导体板块上涨。今日港股碧桂园复牌，早盘持续大涨，带动内地房地产板块大涨。全国首个异构人形机器人训练场正式启用，能容纳超 100 个人形机器人同时训练，机器人概念活跃。近期英伟达最新 AR 眼镜专利曝光，雷鸟创新发布首款雷鸟 V3 AI 拍摄眼镜，AI 眼镜概念拉升。豆包实时语音大模型于 20 日正式推出，豆包 APP 全量开放，豆包 AI 概念走强。“国补”首日手机销量环比大增，机构看好消费电子市场复苏，消费电子上涨。2025 年春运需求旺盛且国内增班有限，叠加油价压力改善，有望展现超预期盈利弹性，机场航运板块上涨。观点 市场从低位小幅反弹后，活跃度逐级提升，市场增量资金仍然不足，对于特朗普上台后的政策变化预期和业绩预期仍在制约市场风险偏好，因此场内行业开始风格切换，市场在窄幅区间内震荡。临近春节，市场资金在本周内可能将继续活跃，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

晨会编辑 张良卫

执业证书：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

固收金工

固收深度报告 20250120：城投挖系列（十三）之强链赋能，豫州展翼：

河南省城投债现状 4 个知多少

总结与观点：1) 我们认为河南省城投债的利差空间已大幅压缩，AAA 及 AA+ 高评级城投债利差水平已基本拟合，而 AAA 与 AA 级之间仍存在约 50BP 的少量压降空间，因此针对河南省城投主体采取资质下沉策略尽管仍具备收益空间，但性价比或较过往显著降低，故建议搭配久期策略。2) 当前，10 万亿元化债组合拳打响，在 2028 年以前中短期债券因受益于化债逻辑而安全性提升，但与此同时城投板块因新增融资受限叠加高息资产置换故“资产荒”趋势大概率延续，供需失衡或将导致河南省城投债收益率随板块走势震荡下行，利差预计将在资金面宽松时期进一步收窄。因此，机构投资者可在河南省高评级城投债个券中适度放宽久期至 5 年、在中评级城投债个券中适度放宽久期至 3-5 年区间以增厚收益，同时博

弈新发长期债券的配置机会。3) 此外, 河南省内不同地市的经济财政状况和债务负担差异较大, 信用资质较优的城投主体基本集中于省级和郑州市级, 因此郑州市仍系值得优先关注的区域, 同时可根据地方产业资源、融资环境、化债政策进展等方面挖掘具有收益潜力的地区, 捕捉市场化转型相关机会。风险提示: 城投政策超预期收紧; 数据统计偏差; 信用风险发酵超预期。

行业

证券Ⅱ行业深度报告: 资本市场主阵地, 券商全方位参与养老金融建设
证券公司支持养老金融建设有其独特优势。首先, 证券公司及旗下公募基金具有完善的投研体系和高素质投研团队, 具有产品设计方面的优势; 其次, 证券公司具备强大的投顾团队, 作为金融产品代销机构, 可以为个人养老金参与者提供更全面的财富管理服务; 最后, 证券公司作为资本市场的直接参与者, 可以为养老产业相关企业提供丰富的资本市场服务, 以满足其发展的资金需求。银发时代已然来临, 从底层布局到投资教育, 证券公司大有可为。第一、第二支柱养老金委托投资: 券商主要依托参控股的公募基金参与。1) 第一支柱社保基金会采取直接投资与委托投资相结合的方式开展投资运作, 截至 2022 年末, 社保基金会受托管理的基本养老保险基金净资产中, 直接投资和委托投资的比重分别为 38.92%、61.08%。21 家基本养老保险基金证券投资管理机构中, 包括 14 家基金公司, 3 家保险资管, 3 家养老保险和 1 家证券公司。14 家基金公司中, 12 家为证券公司参股或控股公司。2) 企业年金受托机构主要通过委托投资管理人进行投资, 证券公司参与比例超三成。2018 年, 职业年金市场化运作开启, 22 家投资管理人中 11 家为公募基金公司, 其中 8 家为证券公司参股或控股公司。证券公司中中金公司、中信证券通过遴选成为养老金委托投资管理机构。截至 2024 年三季度末, 证券公司直接或通过参控股基金公司间接参与规模为 1.2 万亿元, 占总规模比例为 34.2%。风险提示: 1) 政策推进不及预期; 2) 权益市场大幅下跌。

检测服务 2025 年度策略: 强者恒强的千亿赛道, 受益内需企稳+新兴产业发展提速

•投资建议: 重点推荐品牌认可度高、管理体系成熟、产业布局领先的检测龙头【华测检测】、【广电计量】、【苏试试验】、【谱尼测试】
•风险提示: 宏观经济及政策变动、行业竞争加剧导致利润率下滑、实验室投产进程不及预期、并购整合不及预期、品牌和公信力受到不利影响等

推荐个股及其他点评

持续增储上产, 提高分红比例

事件: 2025 年 1 月 22 日, 公司披露 2025 年战略展望文件, 推动增储上产, 保持稳健的资本开支, 提高分红比例。持续增储上产, 2024 年实际油气净产量达到 2024 年制定目标上限: 公司下调 2025-2026 年产量目标, 披露 2027 年产量目标。1) 2025 年, 公司净产量目标为 760-780 百万桶油当量(同比+5.6%至 8.3%), 其中中国、海外预计分别占 69%、31%。2026、2027 年, 公司净产量目标分别 780-800、810-830 百万桶油当量。公司过去的产量增量已经比较明显, 本着稳妥的原则制定了新的产量计划。此外, 出售墨西哥湾资产也对产量计划存在影响。2) 2024 年初, 公司预计 2024-2026 年产量目标分别 700-720、780-800、810-830 百万桶油

当量。2024 年，公司实际净产量预计 720 百万桶油当量，达到 2024 年制定目标上限。 资本支出保持稳健，2024 年资本开支符合公司目标：公司加大 2024 年资本开支力度，2025 年保持稳健的资本开支。1) 2025 年，公司资本支出总预算为人民币 1250-1350 亿元，其中，勘探、开发、生产资本化支出预计分别占 16%、61%、20%；中国、海外预计分别占 68%、32%。2) 2024 年，公司计划年资本开支为 1250-1350 亿元，实际资本支出预计 1320 亿元，符合公司目标。 国内外新项目稳步推进：2025 年，公司将有多项重要新项目投产，包括中国的渤中 26-6 油田开发项目（一期）和垦利 10-2 油田群开发项目（一期）以及海外的圭亚那 Yellowtail 项目和巴西 Buzios7 项目等。 公司注重股东回报，提高分红比例：根据 2025 年战略指引文件，公司将保持 2025-2027 年股息支付率不低于 45%（此前公司承诺 2022-2024 年全年股息支付率不低于 40%，全年股息绝对值不低于 0.70 港元/股）。 盈利预测与投资评级：根据公司增储上产&新项目推进情况，我们维持 2024-2026 年归母净利润分别 1500、1635、1729 亿元，按 2025 年 1 月 22 日收盘价对应 A 股 PE 分别 8.8、8.0、7.6 倍，对应 H 股 PE 分别 5.4、5.0、4.7 倍。公司盈利能力显著，成本管控优异，维持“买入”评级。 风险提示：宏观经济波动；油价波动；公司增储上产速度不及预期。

三只松鼠 (300783): 2024 年业绩预告点评: 重回百亿, 势能更强

公司短期基本面稳健，中期空间较大，我们略上调公司 2024 年、2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年公司营收为 107.5/133.0/177.3 亿元（前次预测为 101.1/133.0/176.2 亿元），同比增长 51%/24%/33%；归母净利为 4.1/5.5/8.5 亿元（前次预测为 4.1/5.5/8.3 亿元），同比增长 85%/35%/54%；对应 PE 为 35/26/17X。维持“买入”评级。

中矿资源 (002738): 2024 年业绩预告点评: 降本成效显著, Q4 业绩略超预期

盈利预测与投资评级：由于公司碳酸锂降本成效显著，且小金属将贡献利润增量，我们上调公司 24-26 年盈利预测，预计公司 24-26 年归母净利润 8.0/15.1/19.3 亿元（原预测为 7.0/10.1/15.8 亿元），同比-64%/+89%/+28%，对应 PE 为 34x/18x/14x，维持“买入”评级。 风险提示：产能释放不及预期，需求不及预期

湖南裕能 (301358): 2024 年业绩预告点评: Q4 业绩基本符合预期, 25Q1 起涨价落地拐点将至

投资建议：考虑 24Q4 减值及新增股权激励费用影响 24 年利润，但我们预计 25 年盈利将反转，我们下调公司 2024 年，上调 2025-2026 年归母净利预期至 6.2/25.3/35.4 亿元（原预期 9.5/22.0/35.1 亿元），同比-61%/+306%/+40%，对应 PE 为 55/14/10 倍，考虑公司为铁锂正极龙头，成本优势显著，给予 25 年 22 倍 PE，目标价 73 元，维持“买入”评级。 风险提示：原材料价格波动超市场预期，电动车销量不及市场预期。

宁德时代 (300750): 2024 年业绩预告点评: Q4 业绩符合预期, 25 年高景气度持续

盈利预测与投资评级：考虑到行业需求超预期，我们上修公司 24-26 年归母净利润至 508/661/802 亿元（此前预期 504/655/801 亿元），同增 15%/30%/21%，对应 PE 为 23/18/15x，考虑到公司为全球动力电池龙头，我们给予 25 年 30x PE，对应目标价 450 元，维持“买入”评级。 风险提示：电动车销量不及预期，原材料价格波动，竞争加剧超预期。

拓普集团 (601689): 2024 年业绩预告点评: 2024Q4 业绩符合预期, 汽车+机器人共驱成长

盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2024-2026 年归母净利润为 30.52 亿元、37.15 亿元、45.58 亿元的预测, 对应的 EPS 分别为 1.81 元、2.20 元、2.70 元, 2024-2026 年市盈率分别为 31.23 倍、25.66 倍、20.91 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 客户销量不及预期; 项目开拓不及预期; 原材料价格波动。

宇通客车 (600066): 2024 年业绩预告点评: 季度单车净利创新高, 全年业绩超预期

盈利预测与投资评级: 由于公司 2024 年业绩超预期, 我们提高公司 2024/2025 年营业收入预测为 365/429 亿元 (原为 347/414 亿元), 维持 2026 年营业收入预测为 499 亿元, 同比+35%/+18%/+16%, 提高 2024~2026 年归母净利润预测为 40.6/46.3/55.5 亿元 (原为 35.5/41.2/49.7 亿元), 同比+124%/+14%/+20%, 对应 PE 为 15/14/11 倍, 维持“买入”评级。 风险提示: 全球经济复苏不及预期, 国内外客车需求低于预期。

宏观策略

宏观点评 20250121：市场冲高回落，科技板块涨幅居前

事件 A股今日成交额较上个交易日略放量，科技板块涨幅居前，红利板块连续三日下跌。沪指下跌 0.05% 至 3242.62 点，较 24 年末下跌 3.26%；创业板指上涨 0.36% 至 2112.39 点，较 24 年末下跌 1.36%；风格指数方面，代表大盘股的沪深 300 上涨 0.08% 至 3832.61 点，较 24 年末下跌 2.60%；中证 500 上涨 0.35% 至 5633.92 点，较 24 年末下跌 1.60%。行业层面，电子上涨 1.73%，通信上涨 1.64%，房地产上涨 1.01%，石油石化下跌 1.56%，钢铁下跌 1.39%，煤炭下跌 1.34%。市场成交额为 12175.54 亿元，较前一交易日放量 212.62 亿元，北向资金总成交 1498.85 亿元；南向资金净买入 15.36 亿元。

板块方面，商务部就美进口成熟制程芯片低价冲击国内市场事答记者问，半导体板块上涨。今日港股碧桂园复牌，早盘持续大涨，带动内地房地产板块大涨。全国首个异构人形机器人训练场正式启用，能容纳超 100 个人形机器人同时训练，机器人概念活跃。近期英伟达最新 AR 眼镜专利曝光，雷鸟创新发布首款雷鸟 V3 AI 拍摄眼镜，AI 眼镜概念拉升。豆包实时语音大模型于 20 日正式推出，豆包 APP 全量开放，豆包 AI 概念走强。“国补”首日手机销量环比大增，机构看好消费电子市场复苏，消费电子上涨。2025 年春运需求旺盛且国内增班有限，叠加油价压力改善，有望展现超预期盈利弹性，机场航运板块上涨。

观点 市场从低位小幅反弹后，活跃度逐级提升，市场增量资金仍然不足，对于特朗普上台后的政策变化预期和业绩预期仍在制约市场风险偏好，因此场内行业开始风格切换，市场在窄幅区间内震荡。临近春节，市场资金在本周内可能将继续活跃，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 20250120：城投挖系列（十三）之强链赋能，豫州展翼：河南省城投债现状 4 个知多少

观点 河南省概况：1) 经济：2023 年 GDP 总量接近 6 万亿元，全国位列第 6，同比增速约 4.10%，低于全国平均水平，经济总量较大但增长乏力。2) 财政：2023 年一般公共预算收入为 4,518.10 亿元，位列全国第 8，同比增长 6.20%，但税收收入占比仍处于全国偏低水平，约 63.20%；财政自给率为 40.88%，位列全国第 17，综合财政实力处于全国中游。3) 产业：2015 至 2023 年期间呈现第一产业保持稳定、二三产业占据主导且第三产业比重明显提升的发展趋势；目前在工业结构调整和产业升级方面不断努力，并把促消费、提升消费结构、培育消费新业态作为发力点，为第三产业创造更多发展空间。4) 地方债务：2018 年以来地方债务负担持续加重，负债率和债务率水平连年提升，当前债务负担居全国中游水平，在控制债务风险方面表现较为稳健；2020 年以来城投存量占比及城投债务率大幅增长，从资金需求端考虑，疫情后出台政策推动经济复苏，明显增加当地财政压力，同时为

支持传统产业转型和高科技产业培育亦需要大量资金；从资金供给端考虑，“三道红线”政策导致地产开发商资金链紧张，对土地需求减少，同时购房需求趋于保守，房地产市场降温致使省内土地出让收入下降，加剧当地政府的财政压力。

存量城投债及主体现状：1) 河南省城投债存量余额约 4,842.17 亿元，加权平均票面利率约 3.94%，表明河南省城投主体历史融资规模居全国中上游水平，融资成本处于全国中游水平，一方面源于河南省在推进中原城市群建设、促进中部地区崛起、加快融入“一带一路”建设、推动交通区位优势向枢纽经济优势转化等战略规划中扮演关键角色，另一方面源于产业结构的调整升级与基础设施投资力度的持续加强，区域内城投主体融资需求较大故负债规模在全国各省市中位居前列。3) 债券存量余额以外部评级 AA+ 为主；债券剩余期限以 1-3 年区间为主；债券种类以公司债为主；票面利率以 3-5% 区间为主。4) 河南省共有城投主体 125 家，平台层级中区县级和地市级数量相当，AA 级主体数量较多。

一级市场发行：1) 2024 年共发行城投债 2,165.44 亿元，发行量与偿还量水平接近，表明募资的主要用途在于“借新换旧”，新增供给较少，主要系 2023 年四季度“一揽子化债方案”导向下的城投融资端偏紧所致，预计 2025 年河南省城投债发行量仍将跟随到期偿还量变化，供给端紧平衡方向不改。2) 2024 年城投债发行平均票面利率为 2.97%，纵向对比下，河南省新发城投债的票面利率在全市场利率下行的背景驱动下较往年已明显压降，可见新增债务利息负担有所减轻；横向对比下，河南省城投债平均票面利率为中部六省最高，提示融资成本较其他省市仍有下降空间；未来河南省需乘化债之风，推动城投平台业务转型、整合中低评级平台资源，从而降低整体平台信用风险，进一步压降融资成本。3) 主体评级以 AA+ 级主体为主；发行期限以 3-5 年期为主；债券种类以公司债和中期票据居多；主体行业基本集中于工业行业。

未来偿付能力：1) 2025Q1-2028Q4 预计兑付金额共计 3,658.01 亿元，其中 2025H1 及 2027H2 的偿付金额相对较大，故需警惕 2025 年上半年因再融资需求抬升、资金接续困难而可能出现的弱资质主体信用风险。2) 河南省城投债整体兑付结构与存量债券结构相符；主体评级中 AA+ 级兑付金额最大，表明短期内待偿债券集中于高评级主体，故中低评级主体兑付压力不大，适宜适度下沉攫取票息收益及价差收益。

二级市场成交与收益表现：1) 成交表现：河南省城投债 2024 年全年成交量约 4,411.29 亿元，换手率约 159.86%，在二级市场中热度尚可，一方面河南省作为全国城投债发行大省之一，存量债务规模较大或可提供更多择券空间，另一方面河南省城投债票面利率在中部六省中处于高位，在整体市场利率较低的环境下或可提供相对安全且可观的票息收益，同时风险偏好偏高的投资者或可将河南省视为下沉挖掘收益的可选区域。2) 到期收益率表现：河南省城投债到期收益率总体呈现震荡下行走势。a) 2019 年中旬至 2022 年末，河南省城投债收益率走势随基准利率持续下行，且信用利差总体维持在 200BP 上下窄幅波动；b) 2022 年末“股债跷跷板”冲击导致的理财赎回潮对债市整体造成显著影响，且该冲击因信用债与利率债之间的流动性差异而引起城投板块收益率较同期国开债更大幅度的回调，河南省城投债平均收益率亦相应上行约 110BP 左右；c) 进入 2023 年后，城投板块即开启全面修复，叠加“一揽子化债方案”提振市场信心，河南省城投债平均收益率快速下行，利差快速收窄，从 2023 年初的 320BP 持续压缩至当前的 100BP。

总结与观点：1) 我们认为河南省城投债的利差空间已大幅压缩，AAA 及 AA+ 高评级城投债利差水平已基本拟合，而 AAA 与 AA 级之间仍存在约 50BP 的少量压降空间，因此针对河南省

城投主体采取资质下沉策略尽管仍具备收益空间，但性价比或较过往显著降低，故建议搭配久期策略。2) 当前，10 万亿元化债组合拳打响，在 2028 年以前中短期债券因受益于化债逻辑而安全性提升，但与此同时城投板块因新增融资受限叠加高息资产置换故“资产荒”趋势大概率延续，供需失衡或将导致河南省城投债收益率随板块走势震荡下行，利差预计将在资金面宽松时期进一步收窄。因此，机构投资者可在河南省高评级城投债个券中适度放宽久期至 5 年、在中评级城投债个券中适度放宽久期至 3-5 年区间以增厚收益，同时博弈新发长期债券的配置机会。3) 此外，河南省内不同地市的经济财政状况和债务负担差异较大，信用资质较优的城投主体基本集中于省级和郑州市级，因此郑州市仍系值得优先关注的区域，同时可根据地方产业资源、融资环境、化债政策进展等方面挖掘具有收益潜力的地区，捕捉市场化转型相关机会。风险提示：城投政策超预期收紧；数据统计偏差；信用风险发酵超预期。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

行业

证券 II 行业深度报告：资本市场主阵地，券商全方位参与养老金融建设

投资要点 证券公司支持养老金融建设有其独特优势。首先，证券公司及旗下公募基金具有完善的投研体系和高素质投研团队，具有产品设计方面的优势；其次，证券公司具备强大的投顾团队，作为金融产品代销机构，可以为个人养老金参与者提供更全面的财富管理服务；最后，证券公司作为资本市场的直接参与者，可以为养老产业相关企业提供丰富的资本市场服务，以满足其发展的资金需求。银发时代已然来临，从底层布局到投资教育，证券公司大有作为。第一、第二支柱养老金委托投资：券商主要依托参控股的公募基金参与。1) 第一支柱社保基金会采取直接投资与委托投资相结合的方式开展投资运作，截至 2022 年末，社保基金会受托管理的基本养老保险基金净资产中，直接投资和委托投资的比重分别为 38.92%、61.08%。21 家基本养老保险基金证券投资管理机构中，包括 14 家基金公司，3 家保险资管，3 家养老保险和 1 家证券公司。14 家基金公司中，12 家为证券公司参股或控股公司。2) 企业年金受托机构主要通过委托投资管理人进行投资，证券公司参与比例超三成。2018 年，职业年金市场化运作开启，22 家投资管理人中 11 家为公募基金公司，其中 8 家为证券公司参股或控股公司。证券公司中金公司、中信证券通过遴选成为养老金委托投资管理机构。截至 2024 年三季度末，证券公司直接或通过控股基金公司间接参与规模为 1.2 万亿元，占总规模比例为 34.2%。**财富管理：**提供专业养老金配置服务，满足人民养老需求。人社部发布会提到，在 36 个城市及地区先行实施的个人养老金制度，目前运行平稳，先行工作取得积极成效，下一步将推进全面实施。证监会《个人养老金基金销售机构名录》中，共 51 家机构入围，其中券商 24 家，多于银行的 19 家和独立基金销售机构的 8 家。我们认为券商个人客户主要来自于股票交易客户的转化，引流入口有限，线下渠道弱于银行、线上渠道弱于第三方。但客户风险偏好本身偏高、有一定权益类资产的投资经验。券商投顾服务可以线上线下同步进行，通过全生命周期的“顾”服务，促成客户购买个人养老金基金产品、增强客户粘性。**养老目标基金：**公募基金是参与养老金融的主战场。养老目标基金产品定位清晰，以追求养老资产的长期稳健增值为目的，适合投

资者长期持有，采用成熟的资产配置策略，合理控制投资组合波动风险。个人养老金制度将养老目标基金纳入养老金融建设板块，为其提供了宝贵的发展机会。人社部发布的《个人养老金基金名录》中，284只个人养老基金有199只为养老目标基金，85只为新纳入的权益类指数基金。2018至2021年，养老目标基金的规模从41亿快速增长至1132亿，但是2021年之后，受资本市场影响，基金业绩普遍承压，截至2023年底，养老目标基金规模706亿元，整体规模比2021年下降38%。

产业金融：投融一体，未来潜力巨大。1) 尽管养老产业当前面临政策机遇、需求机遇、经济转型机遇等多重机会，但在产业投资和企业融资问题上仍存在堵点，券商涉足养老产业金融的程度仍明显不足。目前中国市场专门以养老产业为投资主题的基金产品数量较为有限，其中相关公募基金不超过10只，规模总计不超过100亿元。此外，近年养老相关企业首发上市以及增发融资规模都较少。2) 金融机构共同支持养老产业金融发展是构建完善养老产业体系、推动银发经济健康发展的应有之义，在产业投资和企业融资方面券商还有发挥更大作用的空间，如关注养老产业投资机会，设立专项主题基金产品；开展高质量相关投研服务，提升市场对养老产业优质投资机会的关注。持续拓展养老产业的投行业务，发掘和辅助具有核心竞争力的潜能公司、成长企业，为其提供上市辅导和支持，满足融资需求。主动探索推出定向融资服务，拓宽有效融资渠道，优化企业融资结构。

风险提示：1) 政策推进不及预期；2) 权益市场大幅下跌。

(证券分析师：孙婷 证券分析师：何婷 证券分析师：武欣姝 研究助理：罗宇康)

检测服务 2025 年度策略：强者恒强的千亿赛道，受益内需企稳+新兴产业发展提速

1 检测服务行业与宏观经济增速相关性强，有望受益内需复苏+政府化债 检验检测认证行业广泛服务于消费品、工业品、医药医学等行业，覆盖研发、生产、流通全环节，具备市场空间大、增速稳，增长与宏观经济高度相关的特点。根据 BV，2024 年全球检测服务市场规模约 2.3 万亿人民币，2021-2024 年 CAGR 约 6%。复盘历史，全球四大综合性检测龙头 SGS、BV、Eurofins、Intertek 的合计收入增速可与全球 GDP 实际增速相拟合。我国检测服务行业领先于 GDP 增长，历史增速约为 GDP 两倍。2023 年全国检验检测市场规模约 4670 亿人民币，2014-2023 年 CAGR 约 13%。2023 年以来，受宏观经济增速放缓等影响，检验检测行业增速放缓。2024 年前三季度，我国检测服务板块实现营收 326 亿元，同比下降 3% (剔除医学检测占比较高的金域医学、迪安诊断后，同比增长 4%)，增速有所放缓，龙头企业华测检测、广电计量下游较为分散，品牌和服务 α 属性明显，2024 年前三季度营收分别增长 8%、10%，显著领先于行业。2024 年前三季度，我国检测服务板块实现归母净利润 21 亿元，同比下降 39%。剔除医学检测占比较高的金域医学、迪安诊断后，板块归母净利润为 19 亿元，同比下降 19%。检验检测认证服务业务开展多以实验室为基础，具备重资产属性，行业需求下行时成本压力大，利润增速表现弱于营收，而龙头企业华测检测、广电计量表现同样优于行业，分别为 1%、42%。2024 年 9 月下旬以来，中国宏观调控政策进行了重大调整，密集推出了一系列重要举措和增量政策，2025 年宏观经济增速有望修复，看好检测服务行业需求回升。此外，地方政府为检测机构重要客户，行业有望受益本轮政府化债。

1 低空经济、集成电路等新兴产业需求待释放，看好具备品牌、资本和管理优势的龙头企业 新兴领域如低空经济、半导体产业正高速发展，催生新的检测服务需求：食品、环境等

化学类检测发展成熟，市场参与者众多，已是红海，增速较快、格局较好的第三方检验检测赛道以物理类检测为主，包括新能源汽车、低空经济、集成电路、电子电器、医疗器械等。这些新兴的蓝海市场具备①实验室投资门槛较高，实验室投资额可达化学类实验室的一倍；②技术壁垒高、且需服务于研发端，对人员综合素质要求更强的特点，头部企业已有布局，有望充分受益。其中，（1）低空经济：低空飞行器为低空经济的核心装备，类似新能源汽车，其研发、生产均离不开检验检测认证服务的支持。考虑到低空经济为国家重点支持产业，预计后续将持续有新品进入研发、取证阶段，且其设计较陆上汽车更加复杂，对检验检测认证服务的需求将显著提升。（2）半导体：半导体产业国产化与产业分工加速第三方检测分析服务需求。由于半导体检测设备、人才壁垒更高，企业先发优势明显。•投资建议：重点推荐品牌认可度高、管理体系成熟、产业布局领先的检测龙头【华测检测】、【广电计量】、【苏试试验】、【谱尼测试】。•风险提示：宏观经济及政策变动、行业竞争加剧导致利润率下滑、实验室投产进程不及预期、并购整合不及预期、品牌和公信力受到不利影响等

（证券分析师：周尔双 证券分析师：韦译捷）

推荐个股及其他点评

持续增储上产，提高分红比例

投资要点 事件：2025年1月22日，公司披露2025年战略展望文件，推动增储上产，保持稳健的资本开支，提高分红比例。持续增储上产，2024年实际油气净产量达到2024年制定目标上限：公司下调2025-2026年产量目标，披露2027年产量目标。1）2025年，公司净产量目标为760-780百万桶油当量（同比+5.6%至8.3%），其中中国、海外预计分别占69%、31%。2026、2027年，公司净产量目标分别780-800、810-830百万桶油当量。公司过去的产量增量已经比较明显，本着稳妥的原则制定了新的产量计划。此外，出售墨西哥湾资产也对产量计划存在影响。2）2024年初，公司预计2024-2026年产量目标分别700-720、780-800、810-830百万桶油当量。2024年，公司实际净产量预计720百万桶油当量，达到2024年制定目标上限。资本支出保持稳健，2024年资本开支符合公司目标：公司加大2024年资本开支力度，2025年保持稳健的资本开支。1）2025年，公司资本支出总预算为人民币1250-1350亿元，其中，勘探、开发、生产资本化支出预计分别占16%、61%、20%；中国、海外预计分别占68%、32%。2）2024年，公司计划年资本开支为1250-1350亿元，实际资本支出预计1320亿元，符合公司目标。国内外新项目稳步推进：2025年，公司将有多项重要新项目投产，包括中国的渤中26-6油田开发项目（一期）和垦利10-2油田群开发项目（一期）以及海外的圭亚那Yellowtail项目和巴西Buzios7项目等。公司注重股东回报，提高分红比例：根据2025年战略指引文件，公司将保持2025-2027年股息支付率不低于45%（此前公司承诺2022-2024年全年股息支付率不低于40%，全年股息绝对值不低于0.70港元/股）。盈利预测与投资评级：根据公司增储上产&新项目推进情况，我们维持2024-2026年归母净利润分别1500、1635、1729亿元，按2025年1月22日收盘价对应A股PE分别8.8、8.0、7.6倍，对应H股PE分别5.4、5.0、4.7倍。公司盈利能力显著，成本管控优异，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济波动；油价波动；公司增储上产速度不及预期。

（证券分析师：陈淑嫻 研究助理：周少玟）

三只松鼠 (300783): 2024 年业绩预告点评: 重回百亿, 势能更强

投资要点 事件: 公司发布业绩预告, 预计 2024 年实现营业收入 102-108 亿元, 同比+43.37%~51.80%; 实现归母净利润 4.0-4.2 亿元同比+81.99%~91.09%; 实现扣非净利润 3.0-3.3 亿元, 同比+195.31%~224.84%。2024Q4 实现营业收入 30.31-36.31 亿元, 同比+19.68%~43.37%; 实现归母净利润 0.59-0.79 亿元, 同比+17.21%~57.08%; 实现扣非净利润 0.33-0.63 亿元, 同比+108.52%~295.84%。2024 年业绩符合预期, 实现百亿营收。得益于 1) 全品类供应链布局, 持续推进全球原料直采、建立全品类集约供应基地与自主制造的渗透, 2) 围绕“D+N”(短视频+全渠道)全渠道战略, 以短视频渠道为中心打造一批内容大单品, 推动全渠道销售增长, 特别是线下分销市场获得了较大幅度的增长。3) 多品牌矩阵布局, 子品牌小鹿蓝蓝 2024 年销售近 10 亿元并实现较好盈利, 同时加快布局 and 孵化如超大腕(方便速食)、东方颜究生(中式滋补)、巧可果(巧克力)、围裙阿姨(预制菜)等新品牌, 多品牌矩阵布局初步形成。4) “品销合一”网络型组织, 提升人员效率。25 年有望实现开门红, 势能继续向上。截至 2025 年 1 月 10 日, 公司线下分销渠道年货节累计销售额突破 18 亿元, 同比增长近 50%, 已经较好的完成目标。线下分销旺季首战告捷, 继续高举高打有望在 25 年贡献明显增量。线上渠道预计维稳, 公司线上打法成熟, 增速表现预计好于电商大盘。盈利预测与投资评级: 公司短期基本面稳健, 中期空间较大, 我们略上调公司 2024 年、2026 年盈利预测, 预计 2024-2026 年公司营收为 107.5/133.0/177.3 亿元(前次预测为 101.1/133.0/176.2 亿元), 同比增长 51%/24%/33%; 归母净利为 4.1/5.5/8.5 亿元(前次预测为 4.1/5.5/8.3 亿元), 同比增长 85%/35%/54%; 对应 PE 为 35/26/17X。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: 苏铖 证券分析师: 李茵琦)

中矿资源 (002738): 2024 年业绩预告点评: 降本成效显著, Q4 业绩略超预期

投资要点 事件: 公司发布业绩预告, 24 年归母净利 7.5-8.5 亿元, 同减 62-66%, 扣非净利 6-7 亿元, 同减 67-72%; 其中 Q4 归母净利 2-3 亿元, 同增 48-120%, 环增 179-316%, 扣非净利 1.9-2.9 亿元, 同增 76-171%, 环增 717-1050%, 其中我们预计汇兑收益 0.2-0.3 亿, 业绩略超市场预期。24 年持续降本, Q4 完全成本环降 0.5 万元+。24 年公司锂盐产量约 4.37 万吨, 同增 138%, 销量约 4.26 万吨, 同增 145%, 其中我们预计 Q4 销量 1.2 万吨左右, 环比略增; Bikita 锂辉石精矿超产, 我们预计 25 年销量有望达到 5 万吨。盈利方面, 24Q4 含税均价 7.5 万元左右, 我们测算不含税完全成本预计近 6 万元, 环降 0.5 万元+, 对应单吨利润 0.5 万元+, 贡献 0.5-1 亿元归母净利润。24Q4 铯铷利润环增 50%, 25 年维持稳定增速。我们测算铯铷业务 24 全年贡献 4.5 亿元利润, 其中 Q4 销量环比提升, 预计贡献 1.5 亿元归母净利润, 环增 50%左右; 25 年预计铯铷利润维持 10-20%增速。小金属即将贡献增量, 铜业务有望成为后续增长点。纳米比亚 Tsumeb 冶炼厂加速布局锗镓锌冶炼生产线, 公司预计 25 年上半年开始贡献利润。赞比亚 Kitumba 铜矿项目公司规划 25 年 4-5 月开工建设, 26 年开始贡献利润。盈利预测与投资评级: 由于公司碳酸锂降本成效显著, 且小金属将贡献利润增量, 我们上调公司 24-26 年盈利预测, 预计公司 24-26 年归母净利润 8.0/15.1/19.3 亿元(原预测为 7.0/10.1/15.8 亿元), 同比-64%/+89%/+28%, 对应 PE 为 34x/18x/14x, 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)

湖南裕能 (301358): 2024 年业绩预告点评: Q4 业绩基本符合预期, 25Q1 起涨价落地拐点将至

投资要点 公司发布业绩预告, 预告 24 年归母净利 5.6-6.6 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%, Q4 扣非净利 0.44 至 1.44 亿元, 受新产能爬坡+减值影响, 业绩基本符合预期。 24 年出货同增近 40%、25 年有望维持 40%增长。我们预计公司 24 年铁锂出货 70.6 万吨, 同增近 40%, 其中 24Q4 出货 23 万吨, 环增 38%, 云南新产能爬坡贡献增量, 我们预计 Q4 高端产品出货占比提升至 30%+。国内动力和海外大储需求旺盛, 叠加高压密产品起量, 公司份额持续提升, 我们预计 25 年出货 100 万吨, 同比维持 40%增长。 Q4 单吨净利环比微降、25 年加工费上涨盈利弹性大。我们预计 Q4 铁锂单吨净利 0.05-0.06 万元, 环比微降, 主要系 Q4 未涨价, 且受股权激励费用(我们预计约 0.25 亿元)及云南新基地爬坡影响。25Q1 盈利拐点将至, 我们预计 25Q1 单吨净利提升至 0.2 万元。25 年我们预计公司高端产品出货占比有望提升至 40%, 且磷矿起量增厚正极单吨利润, 25 年单吨净利我们预计有望达 0.25-0.3 万元。 投资建议: 考虑 24Q4 减值及新增股权激励费用影响 24 年利润, 但我们预计 25 年盈利将反转, 我们下调公司 2024 年, 上调 2025-2026 年归母净利预期至 6.2/25.3/35.4 亿元(原预期 9.5/22.0/35.1 亿元), 同比-61%/+306%/+40%, 对应 PE 为 55/14/10 倍, 考虑公司为铁锂正极龙头, 成本优势显著, 给予 25 年 22 倍 PE, 目标价 73 元, 维持“买入”评级。 风险提示: 原材料价格波动超市场预期, 电动车销量不及市场预期。

(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: 孙瀚博)

宁德时代 (300750): 2024 年业绩预告点评: Q4 业绩符合预期, 25 年高景气度持续

投资要点 Q4 业绩符合市场预期。公司预告 24 年收入 3560-3660 亿元, 同降 8-11%, 归母净利 490-530 亿元, 同增 11%-20%, 扣非净利 440-470 亿元, 同增 10%-17%; 对应 Q4 收入 970-1070 亿元, 同比-9%~+1%, 环比+5%~+16%, 归母净利 130-170 亿元, 同比 0%~+31%, 环比-1%~29%, 中值 150 亿;扣非净利 118-148 亿元, 同比-10%~+13%, 环比-3%~+22%, 中值 133 亿, 业绩符合市场预期。 Q4 出货预计 140-145GWh, 25 年 Q1 高景气, 奠定全年高增长。我们测算公司 Q4 产能利用率近 90%(单月产能 60GWh), 对应排产约 160GWh, 对应出货量 140-145GWh, 同增约 20%, 环增约 15%, 我们预计发出商品新增 10GWh+, 将增厚 25 年 Q1 利润。我们预计 24 年全年出货 470-475GWh, 同增 20%+, 其中储能出货 105-110GWh, 同增 50-60%。25 年国内动力+海外储能持续高景气, 其中公司已获得中东 19GWh 储能大项目, 我们预计公司出货量有望同增 35%+至近 650GWh, 且 25 年 Q1 行业淡季不淡, 排产环比大增 50%+, 奠定全年高增长。 神行麒麟持续放量, 盈利水平维持稳定。盈利端看, 我们测算 Q4 均价 0.7 元/wh(含税), 基本稳定, 神行麒麟新品放量, 预计单 wh 利润维持 0.1 元+, 与国内二三线差距维持, 与海外电池厂领先优势扩大。25 年看, 我们测算中游材料涨价对应成本上涨不足 0.5 分/wh, 预计单 wh 利润维持 0.1 元/wh+。此外, 26 年海外占比提升, 单 wh 折旧减少,

叠加超级拉线迭代升级，储能系统比例提升，公司盈利能力持续性强。盈利预测与投资评级：考虑到行业需求超预期，我们上修公司 24-26 年归母净利润至 508/661/802 亿元（此前预期 504/655/801 亿元），同增 15%/30%/21%，对应 PE 为 23/18/15x，考虑到公司为全球动力电池龙头，我们给予 25 年 30x PE，对应目标价 450 元，维持“买入”评级。风险提示：电动车销量不及预期，原材料价格波动，竞争加剧超预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕
 证券分析师：岳斯瑶 证券分析师：朱家佟）

拓普集团（601689）：2024 年业绩预告点评：2024Q4 业绩符合预期， 汽车零部件共驱成长

投资要点 事件：公司发布 2024 年业绩预告。2024 年公司预计实现归母净利润 28.55 亿元至 31.55 亿元，同比增长 32.73%至 46.68%；预计实现扣非后归母净利润 25.87 亿元至 28.87 亿元，同比增长 28.01%至 42.85%。其中，按中值计算，公司 2024Q4 预计实现归母净利润 7.71 亿元，同比增长 39.17%，环比微降 0.90%；2024Q4 预计实现扣非后归母净利润 7.14 亿元，同比增长 37.31%，环比微降 1.79%。公司 2024Q4 业绩整体符合我们的预期。2024Q4 业绩符合预期，全年业绩同比高增长。2024 年公司预计实现归母净利润 28.55 亿元至 31.55 亿元，同比增长 32.73%至 46.68%。其中，按中值计算，2024Q4 预计实现归母净利润 7.71 亿元，同比增长 39.17%，环比微降 0.90%。从主要下游客户 2024Q4 表现来看：特斯拉全球交付 49.56 万辆，环比增长 7.07%；吉利批发 68.69 万辆，环比增长 28.63%；比亚迪批发 151.40 万辆，环比增长 34.07%；上汽通用批发 15.65 万辆，环比增长 195.84%；问界批发 9.66 万辆，环比下降 12.50%。公司 2024 年实现业绩高增主要系：1、公司 tier 0.5 模式持续推进，单车配套价值量持续提升，下游客户持续拓展；2、内饰功能件、轻量化底盘竞争优势稳固，收入稳步增长；3、空悬业务迅速放量，2024 年交付 24 万余套，市场份额快速提升。Tier 0.5 级供应商，机器人执行器打开新空间。公司持续推进 Tier 0.5 级供应商的模式，前瞻布局电动化、智能化零部件赛道，持续扩张产品线，目前已经形成了平台型的零部件企业，共拥有 NVH 减震系统、内外饰、车身轻量化、智能座舱部件、热管理系统、底盘系统、空气悬架、智能驾驶系统等 8 大产品线，单车配套价值量达 3 万元。此外，公司还在布局人形机器人执行器产品，2023 年 7 月，公司拆分设立机器人事业部，推动机器人业务与汽车零部件业务的协同发展。目前，公司电驱系统等在研项目进展顺利，潜在成长空间广阔，为后续公司高速发展提供保障。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2024-2026 年归母净利润为 30.52 亿元、37.15 亿元、45.58 亿元的预测，对应的 EPS 分别为 1.81 元、2.20 元、2.70 元，2024-2026 年市盈率分别为 31.23 倍、25.66 倍、20.91 倍，维持“买入”评级。风险提示：客户销量不及预期；项目开拓不及预期；原材料价格波动。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：刘力宇）

宇通客车（600066）：2024 年业绩预告点评：季度单车净利创新高， 全年业绩超预期

投资要点 公司公告：公司公告 2024 年业绩预告，预计 2024 年实现归母净利润 38.2~42.7 亿元，同比+110%~+135%，预计实现扣非归母净利润 31.8~36.1 亿元，同比+125%~+155%，业绩超预期。24Q4 业绩超预期，金融资产公允价值提升增厚利润。根据公司业绩预告中值，24Q4 公司预计实现归母净利润 16.1 亿元，同环比+110%/+113%，预计实现扣非归母净利润 13.2 亿元，同环比+110%/+107%，非经常损

益较多主要由于部分金融资产公允价值上升所致。 季度单车净利润创新高，规模效应+销量结构优化均有贡献。24Q4 公司单车归母净利润为 10.36 万元，同环比+38%/+47%，创历史新高，主要为规模效应及销量结构优化所致。1) 24Q4 公司销量为 15572 辆，为 2020 年以来新高，规模提升摊薄成本提高盈利中枢；2) 24Q4 公司出口 4849 辆，占公司总销量 31%，出口占比位居历史高位水平，24Q4 公司新能源出口 1180 辆，占公司总出口量 24%，同样位居历史高位水平，出口尤其是新能源出口单车盈利更强，代工公司利润率抬升。 盈利预测与投资评级: 由于公司 2024 年业绩超预期, 我们提高公司 2024/2025 年营业收入预测为 365/429 亿元 (原为 347/414 亿元), 维持 2026 年营业收入预测为 499 亿元, 同比+35%/+18%/+16%, 提高 2024~2026 年归母净利润预测为 40.6/46.3/55.5 亿元 (原为 35.5/41.2/49.7 亿元), 同比+124%/+14%/+20%, 对应 PE 为 15/14/11 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 全球经济复苏不及预期, 国内外客车需求低于预期。
(证券分析师: 黄细里 研究助理: 孙仁昊)

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>