

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-01-20

宏观策略

2025 年 01 月 20 日

宏观点评 20250116: 市场成交额继续回升

事件 A 股今日成交额小幅上升，两融余额也小幅上行，成长和红利涨幅居前。沪指上涨 0.28% 至 3236.03 点，较 24 年末下跌 3.45%；创业板指上涨 0.66% 至 2051.35 点，较 24 年末下跌 4.21%；风格指数方面，代表大盘股的沪深 300 上涨 0.11% 至 3800.38 点，较 24 年末下跌 3.42%；中证 500 上涨 0.42% 至 5545.63 点，较 24 年末下跌 3.15%。行业层面，通信上涨 2.47%，综合上涨 1.95%，有色金属上涨 1.78%，食品饮料下跌 0.85%，电子下跌 0.81%，交通运输下跌 0.21%。市场成交额为 12929.87 亿元，较前一交易日放量 811.01 亿元，北向资金总成交 1684.50 亿元；南向资金净买入 62.98 亿元。板块方面，英伟达或将于 2025 年 3 月召开的 GTC 大会推出 CPO 交换机新品，通信板块涨幅达 2.47%，光芯片、光通信、光模块概念上涨。广东支持广州深圳建市内免税店，推进离境退税“即买即退”试点，零售板块走强。CMX 黄金期货价格拉升至 2726.50 美元/盎司，CMX 白银期货价格站上 31.81 美元/盎司，贵金属走强。国务院办公厅印发《关于进一步培育新增长点繁荣文化和旅游消费的若干措施》，指出要推动在服装、箱包、珠宝、美妆、玩具等领域开发联名款文创产品，打造国货“潮牌”、“潮品”，纺织服装板块走强。临近春节，安全考量及放假需求下部分煤炭企业供应减量，同时，迎峰度冬需求延续，煤炭板块上行。中国电网高达 890 亿美元的电力投资大振市场，助推铜价突破 7.6 万元/吨的大关，叠加中国在锂金属电池领域获重大进展，有色金属走高。中国石油炼化系统迎来“中国芯”APS3.0 系统，有效的降低生产成本，又在上海投资 213 亿元建立百万吨乙烯项目，美国原油存量减少导致国家石油价格升高，石油石化板块上升。2024 年 12 月中国区小松挖掘机开工小时数 108 小时，同比增长 19.5%，环比增长 2.5%，创 3 年来新高，工程机械板块走高。观点 两融余额继续回升，小幅反弹后，市场增量资金仍然不足，场内行业开始风格切换，市场在低位附近震荡。在经济数据和政策的真空期，场内存量资金可能仍将在大盘高股息和小微盘股之间轮动，市场短期可能仍然呈现震荡格局。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，短期调整后整体仍有向上空间。

宏观深度报告 20250117: 什么样的生育政策是有效的？

有效的生育政策需要注意两个问题：一是政策力度要足够大。从国际比较来看，欧洲和日韩促生育政策的差别就在于初始力度，北欧在 80 年代初期出台的促生育政策，支持家庭生育的总支出占 GDP 比重就已经达到了 2%，而日韩生育政策起步期，这一指标不到 0.5%，后面随着生育率下行，日韩生育政策渐进式加强。但是，渐进式的政策没能挽救日韩的生育率，相反，北欧的强政策出台后，其生育率在 1980-1990 年间回升，1990-2010 年间相对稳定。从 OECD 国家来看，2009-2019 年政府对家庭支持加力更多的国家，生育率提升幅度也更大。怎么衡量政策力度？参考国际经验，支持家庭生育的总支出可能需要达到 GDP 的 2%，按照 2024 年 135 万亿 GDP 规模来看，对应约 2.7 万亿；其中现金支持力度需

晨会编辑 张良卫

执业证书: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

要达到 1%，即 1.35 万亿。二是中央政策要比地方考虑更多，需要将初婚初育纳入政策支持范围，“没有一孩，哪有二孩三孩”。目前各地出台了不少地方性的促生育政策，但大多聚焦于补贴二孩三孩，初婚初育的支持政策在地方生育政策体系中长期缺位。对地方政府而言，补贴二孩三孩，只要力度够大，能够在短期实现出生人口快速企稳，但如果初婚初育继续下降，这种短暂的企稳是难以持续的。因此，对中央政策而言，需要比地方考虑更多，不仅考虑生育政策的短期效应，还要考虑长期可持续，也就是将初婚初育纳入政策支持范围。风险提示：（1）年度的出生人口数据存在一定误差，2025 年 1% 抽样调查数据可能会不一样；（2）国际经验未必能完全迁移，因各国差异较大；（3）OECD 数据大多更新到 2019 年，疫情后的生育情况变化较大，存在数据更新不及时的风险。

固收金工

固收点评 20250113：渝水转债：水利行业的新星

我们预计渝水转债上市首日价格在 115.03~127.91 元之间，我们预计中签率为 0.0083%。

行业

保险Ⅱ行业点评报告：健全保险机构监管评级分类监管，预计利好经营稳健的头部公司

负债端资产端均有改善，低估值+低持仓，攻守兼备。1）我们认为当前市场储蓄需求依然旺盛，在监管持续引导险企降低负债成本趋势下，保险公司利差压力预计逐渐得到缓解。2）近期十年期国债收益率略回升至 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）当前公募基金对保险股持仓仍处于低位，估值对负面因素反应较为充分。2025 年 1 月 17 日保险板块估值 0.49-0.77 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。

客车 1 月月报：12 月内外需据均超预期，看好 2025 年增势延续

投资建议：【宇通客车】是“三好学生典范”，具备高成长+高分红属性。我们预计 2024~2026 年归母净利润为 35.5/41.2/49.7 亿元，同比+96%/+16%/+21%。维持“买入”评级。【金龙汽车】或是“进步最快学生”，困境反转利润弹性较大。我们预计 2024-2026 年归母净利润为 1.8/4.4/6.4 亿元，同比+134%/+153%/+45%，维持“买入”评级。风险提示：全球地缘政治波动超预期，国内经济复苏节奏进度低于预期。

推荐个股及其他点评

当升科技（300073）：2024 年业绩预告点评：受 Northvolt 破产影响，Q4 业绩低于预期

盈利预测与投资评级：考虑行业竞争加剧，我们下调公司 2024-2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年公司归母净利润 4.9/6.0/7.3 亿元（原预期 6.7/8.3/10.3 亿元），同比-75%/+24%/+22%，对应 24-26 年 40x/32x/27xPE，考虑剔除减值影响，公司盈利仍好于市场平均水平，且 25 年海外客户占比有望进一步提升，维持“买入”评级。风险提示：产能释放不及预

期，需求不及预期。

华测检测 (300012): 2024 年业绩快报点评: 业绩增长稳健, 毛利率稳中有升

投资要点: Q4 营收、归母净利润同比增长 11%, 公司经营持续稳健; 毛利率稳中有升, 精益化管理成效显著; 前瞻性新兴业务布局叠加国际化战略, 看好公司长期增长。风险提示: 宏观经济及政策变动、实验室投产不及预期、并购后协同效应不及预期。

中烟香港 (06055.HK): 中烟体系唯一烟草上市公司, 资源整合市值显化空间较大

盈利预测与投资评级: 中烟香港作为中国烟草 “走出去” 业务平台中烟国际旗下唯一上市公司, 主营业务烟叶类产品进出口稳健发展, 卷烟及新型烟草产品出口打开向上弹性, 进一步整合境外产业链资源空间可期。预期 2024-2026 年归母净利润分别为 8.1/9.3/10.2 亿元港币, 对应 PE 为 19/17/15 倍, 作为独占赛道且未来仍有较大资源整合空间的烟草行业核心标的, 首次覆盖给与 “买入” 评级。风险提示: 各国对烟草相关产品管控政策变化、各国烟叶种植及购销政策变化、地缘政治带来的进出口贸易受阻风险等。

宏观策略

宏观点评 20250116：市场成交额继续回升

事件 A 股今日成交额小幅上升，两融余额也小幅上行，成长和红利涨幅居前。沪指上涨 0.28% 至 3236.03 点，较 24 年末下跌 3.45%；创业板指上涨 0.66% 至 2051.35 点，较 24 年末下跌 4.21%；风格指数方面，代表大盘股的沪深 300 上涨 0.11% 至 3800.38 点，较 24 年末下跌 3.42%；中证 500 上涨 0.42% 至 5545.63 点，较 24 年末下跌 3.15%。行业层面，通信上涨 2.47%，综合上涨 1.95%，有色金属上涨 1.78%，食品饮料下跌 0.85%，电子下跌 0.81%，交通运输下跌 0.21%。市场成交额为 12929.87 亿元，较前一交易日放量 811.01 亿元，北向资金总成交 1684.50 亿元；南向资金净买入 62.98 亿元。板块方面，英伟达或将于 2025 年 3 月召开的 GTC 大会推出 CPO 交换机新品，通信板块涨幅达 2.47%，光芯片、光通信、光模块概念上涨。广东支持广州深圳建市内免税店，推进离境退税“即买即退”试点，零售板块走强。CMX 黄金期货价格拉升至 2726.50 美元/盎司，CMX 白银期货价格站上 31.81 美元/盎司，贵金属走强。国务院办公厅印发《关于进一步培育新增长点繁荣文化和旅游消费的若干措施》，指出要推动在服装、箱包、珠宝、美妆、玩具等领域开发联名款文创产品，打造国货“潮牌”、“潮品”，纺织服装板块走强。临近春节，安全考量及放假需求下部分煤炭企业供应减量，同时，迎峰度冬需求延续，煤炭板块上行。中国国家电网高达 890 亿美元的电力投资大振市场，助推铜价突破 7.6 万元/吨的大关，叠加中国在锂金属电池领域获重大进展，有色金属走高。中国石油炼化系统迎来“中国芯”APS3.0 系统，有效的降低生产成本，又在上海投资 213 亿元建立百万吨乙烯项目，美国原油存量减少导致国家石油价格升高，石油石化板块上升。2024 年 12 月中国区小松挖掘机开工小时数 108 小时，同比增长 19.5%，环比增长 2.5%，创 3 年来新高，工程机械板块走高。观点 两融余额继续回升，小幅反弹后，市场增量资金仍然不足，场内行业开始风格切换，市场在低位附近震荡。在经济数据和政策的真空期，场内存量资金可能仍将在大盘高股息和小微盘股之间轮动，市场短期可能仍然呈现震荡格局。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，短期调整后整体仍有向上空间。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）

宏观深度报告 20250117：什么样的生育政策是有效的？

一、生育政策的国际比较 （1）俄罗斯“孕产资本”，补贴力度大。2007 年俄罗斯开始向第二次、第三次或多次生育的母亲一次性转移支付津贴，津贴规模与人均 GDP 大致 1: 1，2007 年后俄罗斯生育率回升。（2）中东欧和北欧，快速和大力的应对。中东欧和北欧的生育政策力度较大（总支出占 GDP 的 2% 以上，现金支持占 1% 以上），并且起到了遏制生育率下降的作用，中东欧三国（捷克、波兰、爱沙尼亚）生育率大致在 1995-2010 年间回升，此后基本稳定；北欧三国（丹麦、芬兰、挪威）生育率在 1980-1990 年间回升，1990-2010 年间相对稳定。（3）日韩：渐进式加强政策，且现金支持比重低。日韩的促生育政策起步力度不大，按照支持家庭生育的总支出占 GDP 比重来看，日韩一开始都在 0.5% 以下，后续渐进式加强，但也错失了窗口期，

没有像中东欧和北欧一样出现生育率的明显回升。日本生育政策中，现金支持的比重更大，因此促生育的政策效果好于韩国，2020年后日本已经成为东亚和新加坡等5个地区里生育率最高的。

二、什么是有效的促生育政策？

(1) 湖北天门出生人口“由降转增”的经验：2024年，湖北省天门市出生7217人，同比增加17%，出生人口8年来首次“由降转增”。从当地生育政策实践来看，天门市的特点是补贴力度足够大，天门市对三孩的七项补贴合计可以高达22.5万，包括：①基因筛查减免费用1000元，②分娩补助300元，③一次性生育奖励3000元，④产假补助4800元，⑤育儿补贴每月1000元（至3岁合计3.6万元），⑥鼓励生育购房奖励12万元，⑦产业工人购房补贴6万元。

(2) 有效的生育政策需要注意两个问题：一是政策力度要足够大。从国际比较来看，欧洲和日韩促生育政策的差别就在于初始力度，北欧在80年代初期出台的促生育政策，支持家庭生育的总支出占GDP比重就已经达到了2%，而日韩生育政策起步期，这一指标不到0.5%，后面随着生育率下行，日韩生育政策渐进式加强。但是，渐进式的政策没能挽救日韩的生育率，相反，北欧的强政策出台后，其生育率在1980-1990年间回升，1990-2010年间相对稳定。从OECD国家来看，2009-2019年政府对家庭支持加力更多的国家，生育率提升幅度也更大。怎么衡量政策力度？参考国际经验，支持家庭生育的总支出可能需要达到GDP的2%，按照2024年135万亿GDP规模来看，对应约2.7万亿；其中现金支持力度需要达到1%，即1.35万亿。

二是中央政策要比地方考虑更多，需要将初婚初育纳入政策支持范围，“没有一孩，哪有二孩三孩”。目前各地出台了不少地方性的促生育政策，但大多聚焦于补贴二孩三孩，初婚初育的支持政策在地方生育政策体系中长期缺位。对地方政府而言，补贴二孩三孩，只要力度够大，能够在短期实现出生人口快速企稳，但如果初婚初育继续下降，这种短暂的企稳是难以持续的。因此，对中央政策而言，需要比地方考虑更多，不仅考虑生育政策的短期效应，还要考虑长期可持续，也就是将初婚初育纳入政策支持范围。

风险提示：(1) 年度的出生人口数据存在一定误差，2025年1%抽样调查数据可能会不一样，这会导致对人口形势的判断存在误差风险；(2) 国际经验未必能完全迁移，因各国经济、文化各方面差异较大，外国生育政策力度是在特定社会条件下的，我们未必会跟其他国家完全一样，因而存在政策偏差的风险；(3) OECD数据大多更新到2019年，疫情后的生育情况变化较大，可能存在数据更新不及时的风险，这样不能反映生育政策和人口形势最新的国际经验。

(证券分析师：芦哲 证券分析师：占烁)

固收金工

固收点评 20250113：渝水转债：水利行业的新星

事件 渝水转债（113070.SH）于2025年1月9日开始网上申购：总发行规模为19.00亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于收购昆明滇投污水处理资产和新德感水厂扩建工程项目。当前债底估值为99.83元，YTM为1.85%。渝水转债存续期为6年，中诚信国际信用评级有限责任公司资信评级为AAA/AAA，票面面值为100元，票面利率第一年至第六年分别为：0.20%、0.40%、0.60%、0.80%、1.50%、2.00%，公司到期赎回价格为票面面值的108.00%（含最后一期利息），以6年AAA中债企业债到期收益率1.88%（2025-01-09）计算，纯债价值为99.83元，纯债对应的YTM为1.85%，债底保护较好。当前转换平

价为 93.37 元，平价溢价率为 7.10%。转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止，即 2025 年 07 月 15 日至 2031 年 01 月 08 日。初始转股价 4.98 元/股，正股重庆水务 1 月 9 日的收盘价为 4.65 元，对应的转换平价为 93.37 元，平价溢价率为 7.10%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为 7.36%。下修条款为“15/30, 80%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”，条款中规中矩。按初始转股价 4.98 元计算，转债发行 19.00 亿元对总股本稀释率为 7.36%，对流通盘的稀释率为 7.36%，对股本摊薄压力较小。观点 我们预计渝水转债上市首日价格在 115.03~127.91 元之间，我们预计中签率为 0.0083%。综合可比标的以及实证结果，考虑到渝水转债的债底保护性较好，评级和规模吸引力较高，我们预计上市首日转股溢价率在 30%左右，对应的上市价格在 115.03~127.91 元之间。我们预计网上中签率为 0.0083%，建议积极申购。重庆水务是重庆市最大的供排水一体化经营企业，从事自来水的生产销售、城市污水的收集处理及供排水设施的建设等业务。在我国西部地区乃至全国，在供排水一体化经营方面位居前列。公司享有重庆市政府授予的供排水特许经营权，在重庆地区供排水市场垄断地位稳固。2019 年以来公司营收稳步增长，2019-2023 年复合增速为 6.50%。自 2019 年以来，公司营业收入总体呈现增长态势，同比增长率下降，2019-2023 年复合增速为 6.50%。2023 年，公司实现营业收入 72.54 亿元，同比减少 6.74%。与此同时，归母净利润不断浮动，2019-2023 年复合增速为 -10.08%。2023 年实现归母净利润 10.89 亿元，同比减少 42.98%。重庆水务营业收入由主营业务收入和其他业务收入构成，其中，主营业务收入包括自来水销售、污水处理服务、工程施工安装、污泥处理处置等。2022 年度公司主营业务收入较 2021 年度增长 8.46%，除供排水量增加及部分地方财政污水结算单价调价影响污水处理服务收入增加外，主要增长来自于工程施工及安装收入增长所致。2023 年度主营业务收入下降主要系第六期污水处理价格下调导致污水处理业务收入下降所致。重庆水务销售净利率和毛利率，销售费用率和管理费用率下降，财务费用率维稳上升。2019-2023 年，公司销售净利率分别为 29.55%、27.98%、28.62%、24.66%和 15.09%，高于行业均值；销售毛利率分别为 42.02%、43.64%、41.37%、35.73%和 25.15%，近年低于行业均值。风险提示：申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭）

行业

保险Ⅱ行业点评报告：健全保险机构监管评级分类监管，预计利好经营稳健的头部公司

投资要点 【事件】1 月 17 日金监总局官网发布《关于印发保险公司监管评级办法的通知》（以下简称《办法》），自 2025 年 3 月 1 日起施行。统一了各类型保险机构的评级框架。1）监管评级适用于在我国境内设立的、开业满一个完整会计年度以上的保险公司。2024 年 4 月金监总局发布了《人身保险公司监管评级办法》，本次《办法》则统一了保险集团（控股）公司、财产保险公司、人身保险公司和再保险公司以及外国再保险公司分公司的评级框架。2）对于正处于重组、被接管、实施市场退出等情况的保险公司，直接评为 S 级，不再参与当年监管评级流程。通过定量+定性方法进行综合评估，要求当年评级工

作应于下年3月底前完成。1) 监管评级要素包括公司治理、偿付能力等共8项, 均由定量指标和定性指标组成, 其中公司治理、偿付能力权重最高, 均不低于15%。在对各评级要素综合评价基础上, 得到其整体风险大小确定评级结果。金监总局根据不同类型保险公司的业务和风险特征, 可以设置差异化评级要素, 权重不高于15%。2) 原则上当年的监管评级工作应于下一年3月底前完成, 在监管评级运行初期将适当延后完成时间。评级结果分为6级, 设置“一票否决”机制。1) 不同类型公司的监管评级结果均为1-5级和S级, 数字越大风险越大。对于2级公司, 根据得分进一步细分为A、B、C三档; 3级和4级公司细分为A、B两档。对于正处于重组、被接管、实施市场退出等情况的公司, 直接列为S级。2) 《办法》设置了“一票否决”机制, 即公司单项风险过大将下调评级结果。例如, 若保险公司存在公司治理严重缺陷、偿付能力不足、流动性风险较大等问题, 评级结果应为4级及以下。监管部门根据评级结果对公司实施分类监管, 扶优限劣。1) 评级结果为1级和2级的, 可降低现场检查频率, 并在机构和人员准入、产品开发、业务试点等方面给予支持。2) 评级结果为3级的, 区别情形采取提高非现场监管分析频率、要求公司提交风险管理改进计划等措施。3) 评级结果为4级的, 可以采取限制向股东分红、限制增设分支机构、限制业务范围等措施。4) 评级结果为5级的, 应制定实施风险处置方案, 视情况依法安排重组、实行接管或实施市场退出。5) 评级结果为S级的, 应当依法加快推进重组、市场退出等工作。我们认为, 进一步健全分类评级监管, 利好行业稳健发展。本次监管评级制度进一步完善, 有利于加强保险业风险防控, 更有效引导保险公司理性、合规经营。我们认为, 在分类监管大背景下, 经营稳健的头部寿险公司将进一步巩固优势, 提升自身竞争实力。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得到缓解。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) 当前公募基金对保险股持仓仍处于低位, 估值对负面因素反应较为充分。2025年1月17日保险板块估值0.49-0.77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)

客车1月月报: 12月内外需据均超预期, 看好2025年增势延续

n投资建议: Ø【宇通客车】是“三好学生典范”, 具备高成长+高分红属性。我们预计2024~2026年归母净利润为35.5/41.2/49.7亿元, 同比+96%/+16%/+21%。维持“买入”评级。Ø【金龙汽车】或是“进步最快学生”, 困境反转利润弹性较大。我们预计2024-2026年归母净利润为1.8/4.4/6.4亿元, 同比+134%/+153%/+45%, 维持“买入”评级。nn风险提示: 全球地缘政治波动超预期, 国内经济复苏节奏进度低于预期。

(证券分析师: 黄细里 研究助理: 孙仁昊)

推荐个股及其他点评

当升科技(300073): 2024年业绩预告点评: 受Northvolt破产影响, Q4业绩低于预期

投资要点 事件：公司发布业绩预告，24 年归母净利 4.5-5.2 亿元，同减 73-77%，扣非净利 2.6-3.2 亿元，同减 84-87%；其中 Q4 归母净利-0.14~0.56 亿元，同减 87-103%，环减 68-108%，扣非净利-0.62~-0.02 亿元，同减 101-118%，环减 102-159%，低于市场预期。 三元：24Q4 出货环比持平，受减值及海外占比下降影响，扣非亏损。出货端，我们测算 24 全年三元正极出货 4 万吨+，同减 30%左右，其中 Q4 三元出货 1 万吨左右，环比持平，我们预计 25 年有望恢复增长。盈利端，我们测算 Q4 三元正极单吨扣非亏损 0.3 万元左右，海外客户 Northvolt 破产预计产生减值影响，若加回，单吨扣非利润 0.7 万元左右，环减 30%，主要由于 Northvolt 订单取消，导致海外订单占比有所下降。25H2 海外订单有望释放，我们预计 25 年盈利水平维持 1 万元/吨左右。 铁锂：24 年出货规模持续提升，24Q4 扭亏，25 年将盈利。出货端，我们测算 24 全年铁锂正极出货 5-6 万吨，其中 Q4 铁锂出货 2-3 万吨，我们预计 25 年出货近 10 万吨，增量明显。盈利端，我们预计 24Q4 铁锂业务扭亏，25 年有望实现盈利。 盈利预测与投资评级：考虑行业竞争加剧，我们下调公司 2024-2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年公司归母净利润 4.9/6.0/7.3 亿元（原预期 6.7/8.3/10.3 亿元），同比 -75%/+24%/+22%，对应 24-26 年 40x/32x/27xPE，考虑剔除减值影响，公司盈利仍好于市场平均水平，且 25 年海外客户占比有望进一步提升，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）

华测检测（300012）：2024 年业绩快报点评：业绩增长稳健，毛利率稳中有升

投资要点 2024 年 Q4 营收、归母净利润同比增长 11%，公司经营持续稳健 公司发布业绩快报：2024 年公司实现营业收入 61 亿元，同比增长 8.5%，归母净利润 9.3 亿元，同比增长 2.6%，扣非归母净利润 8.7 亿元，同比增长 11.4%。2024 年非经常性损益约 0.61 亿元，同比减少 0.65 亿元，主要系政府补助减少影响。2024 年 Q4 公司实现营业收入 17 亿元，同比增长 10.6%，归母净利润 1.9 亿元，同比增长 10.8%，扣非归母净利润 1.7 亿元，同比增长 65.0%。2024 年受内需整体偏弱影响，第三方检测服务行业整体承压，华测检测作为龙头，阿尔法属性明显：（1）于生命科学、贸易保障等传统领域保持竞争优势，深挖如宠物食品、新能源等新兴细分市场需求，（2）主动加码半导体等战略赛道，打造第二成长曲线，（3）完善海外布局，提高国际影响力。2024 年 9 月末以来，我国宏观调控政策进行重大调整，密集推出了一系列重要举措和增量政策，看好检测服务行业需求回升，2025 年公司业绩有望持续增长。 毛利率稳中有升，精益化管理成效显著 2024 年公司综合毛利率为 49.5%，同比提升 1.4pct，归母净利润率 15.4%，同比下降 0.9pct；单 Q4 公司综合毛利率 45.8%，同比提升 4.0pct，归母净利润率 11.3%，同比基本持平。公司通过精益管理和数字化、智能化手段提高运营效率，毛利率稳中有升，净利率则阶段性受到政府补助减少影响。我们认为公司精益管理仍在推广早期，后续随成熟经验复用、内需复苏带动实验室产能利用率提升，盈利能力仍有提升空间。 前瞻性新兴业务布局叠加国际化战略，看好公司长期增长 我国检测行业小散弱现象明显，头部企业有望凭借资金、管理优势吸收整合资源保持增长，公信力保证强者恒强。公司已战略性：（1）布局低空经济：华测较早布局航空服务领域，是中国商飞、中国商发认可的第三方检测实验室。目前已在深圳、广州、上海等航空及低空经济

产业集群布局产能，可为民用有人驾驶和无人驾驶航空器等提供各类试验。(2) 加码半导体检测：公司 2022 年末收购蔚思博，当前蔚思博正处于转型投资期，管理团队优化调整、产能爬坡，后续有望释放业绩。(3) 推进国际化战略：2020 年收购新加坡 Maritec，进军国际船用油检测市场，2021 年收购德国易马 90% 股份，进军汽车检测全球化，2024 年收购希腊 NAIAS、常州麦克罗泰克，加码全球航运绿色能源和 PCB 检测。海外市场拓展将为公司中长期增长提供支持。盈利预测与投资评级：公司 2024 年业绩部分受政府补助同比减少影响，出于谨慎性考虑，我们对 2024-2026 年的公司盈利预测分别下调为 9.3（原值 9.6）/11.0（原值 11.4）/12.8（原值 13.4）亿元，当前市值对应 PE 为 21/18/16X，维持“增持”评级。风险提示：宏观经济及政策变动、实验室投产不及预期、并购后协同效应不及预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：韦译捷）

中烟香港（06055.HK）：中烟体系唯一烟草上市公司，资源整合市值显化空间较大

投资要点 中国烟草行业概览：专卖专营的第一大市场。1) 规模：第一大烟叶种植及烟草制品消费市场。中国烟叶 2021 年产量为 213 万吨，占当年亚洲的 54% 产量，即占全球产量的 36%，是第一大烟叶种植国。卷烟是烟草制品的第一大消费品类，按销售额计占全球的 79%，中国从消费端来看是第一大市场，中国卷烟销量占到全球的 45%。2) 格局：统一领导、专卖专营。国家烟草专卖局、中国烟草总公司以“一套机构、两块牌子”为组织形式推进国家烟草专卖治理体系持续发展。中国烟草行业上交财政总额达 1.5 万亿级别，是消费税的主要贡献行业。3) 进出口：原材料烟叶进优出劣，加热烟草出口值得期待。2023 年中国烟草进口规模为 23 亿美元级别，以烟叶类原材料为主；中国烟草出口规模达 92 亿美元，烟叶类原材料进优出劣。2023 年全球加热烟草规模达 345 亿美元，是新型烟草中第一大品类，且仍在增长。中烟香港：中烟体系唯一烟草业务上市公司。1) 中烟进出口业务唯一上市平台。中烟国际承接中烟总公司国际贸易相关业务，中烟香港为中烟国际控股的唯一上市平台，主要管理班子承袭中烟国际。2) 业务分析：烟叶进出口为基本盘，卷烟出口、新型烟草出口可期。2023 年公司收入 118 亿港元，其中烟叶类进口/烟叶类出口/卷烟出口/巴西经营/新型烟草制品出口等五项业务收入占比分别为 68%/14%/10%/6%/1%，烟叶进出口业务占中烟香港收入超 8 成，毛利超 7 成。由于中国烟草行业特殊的运营体系，中烟香港与中烟总公司旗下主体关联交易占进销总额的 65% 左右。分业务来看，烟叶进出口量稳价增，烟叶进口毛利率 2022 年后上台阶，烟叶出口毛利率相对平稳；卷烟出口业务随出入境重启量价齐升；新型烟草出口业务仍在起步期，规模效应逐步释放。3) 中烟体系海外业务市值显化空间较大。我们估算中烟香港上市公司 2023 年进出口烟草、出口卷烟体量占全国体量的 38-48% 之间。另中烟在主要烟叶产地投资设立、开拓海外市场的贸易公司，也存在资源整合空间，参考中烟巴西对税后净利润 1.4 亿港币的经营主体按 4.9 亿港币评估值收购，整合增厚利润空间可期。盈利预测与投资评级：中烟香港作为中国烟草“走出去”业务平台中烟国际旗下唯一上市公司，主营业务烟叶类产品进出口稳健发展，卷烟及新型烟草产品出口打开向上弹性，进一步整合境外产业链资源空间可期。预期 2024-2026 年归母净利润分别为 8.1/9.3/10.2 亿元港币，对应 PE 为 19/17/15 倍，作为独占赛道且未来仍有较大资源整合空间的烟草行业核心标的，首次覆盖给与“买入”评级。风险提示：各国对烟草相关产品管控政策变化、各国烟叶种植及购销政策变化、地

缘政治带来的进出口贸易受阻风险等。

(证券分析师: 吴劲草 证券分析师: 石旂瑄
研究助理: 王琳婧)

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>