

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-01-27

宏观策略

2025年01月27日

宏观深度报告 20250124: 24Q4 固收+基金转债持仓十大亮点

固收+基金整体净赎回，仅可转债型基金为净申购，且可转债型基金在2025年以来业绩增速逐步领先，或将利好后续基金规模继续增长。观察大类资产配置情况，固收+基金整体风格偏稳健，多数降低了杠杆率以及含权资产仓位，仅可转债型基金有提升。按照基金波动性划分看，高波和灵活性基金降低了含权仓位，提高了债券和银行存款仓位比例；中波和低波反而提高了含权仓位比例。按照基金规模来看，大型和中型固收+基金降低了转债仓位，大型基金选择增配股票，中型基金增配债券；小型基金的转债、股票仓位均有提升。

晨会编辑 孙婷

执业证书: S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

宏观点评 20250123: 中长期资金入市细则发布，市场成交活跃

事件 A股今日成交额较上个交易日小幅收缩，仍然稳定在1.2万亿附近，行业热点匮乏，红利板块连续四日下跌，仅通信板块收涨。沪指下跌0.89%至3213.62点，较24年末下跌4.12%；创业板指下跌0.54%至2101.03点，较24年末下跌1.89%；风格指数方面，代表大盘股的沪深300下跌0.93%至3797.02点，较24年末下跌3.50%；中证500下跌0.48%至5607.06点，较24年末下跌2.07%。行业层面，通信上涨1.71%，电子下跌0.05%，钢铁下跌0.15%，房地产下跌3.42%，传媒下跌1.97%，银行下跌1.84%。市场成交额为11477.05亿元，较前一交易日缩量698.49亿元，北向资金总成交1569.79亿元；南向资金净买入41.71亿元。 **板块方面**，年报预告密集披露期将至，业绩预喜股活跃。最新消息，OpenAI等推出“星际之门”计划，在人工智能基础设施方面至少投资5000亿美元，创造10万个工作岗位，算力、液冷服务器、数据中心电源概念股走强。工信部信息通信发展司司长1月21日在国新办新闻发布会上表示，2025年工信部将继续抓好“建、用、研”，推动信息通信业发展实现三个“升级”，试点部署万兆光网，CPO概念股和5G概念股上涨，光纤光缆股大涨，通信板块走高。COMEX黄金2768美元/盎司，COMEX白银31.58美元/盎司，贵金属板块上涨。 **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

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

传媒行业点评报告：OpenAI 正式发布智能体，看好 2025 年 AI agent 落地机遇

随着应用落地、用户规模增长、商业化逐步清晰，我们坚定看好 AI 应用投资机会，推荐在垂类 AI agent 方向持续深耕的公司，建议积极关注 AI 营销、AI 影视应用及版权、AI 游戏等方向，相关核心标的推荐巨人网络、万兴科技、美图公司、世纪天鸿、同花顺、创业黑马等，建议关注汉得信息等。

建筑材料行业+公司首次覆盖：居住产业智能化之一：智能家居格局大稳小动

智能家居市场玩家众多，主要分为三类：1) 科技大厂，以阿里巴巴、华为、小米、百度等为代表。这类企业凭借互联网流量和科技基因，力图构建新的家居生态。2) 家电家居厂商，以海尔、美的、欧派、索菲亚等为代表。这类企业凭借对场景的理解和存量客户，利用科技赋能现有生态。3) 创新单品企业，以石头科技、科沃斯、追觅、好太太、萤石网络、绿米、欧瑞博等为代表。这类企业专注于单品设备或某个产业链环节。我们认为，在 AI 技术快速迭代的背景下，机遇和考验并存。智能家居格局可能进入相对动荡的时期，尤其是在 AI 技术渗透率较低的白电、照明等领域。但新设备、新场景有望增加，市场规模也会进一步放大。整体而言，经济动能向消费倾斜是长期趋势，房地产经过几年的下行之，在强力促稳政策之下，明年有望局部复苏，家装市场有望企稳。财政货币双宽松背景下，以旧换新等逆周期政策有望持续并扩大范围，有效支撑并加快智能家居市场的发展，家电家居建材各细分龙头品牌明显受益。建议投资者关注，小米集团、海尔智家、萤石网络、石头科技、科沃斯、欧普照明、箭牌家居、奥普科技、伟星新材、兔宝宝等。风险提示：经济持续低迷，贸易摩擦扩大化，消费刺激政策低于预期。

非银金融行业点评报告：公募基金费率优化或将迈进“第三阶段”

2025 年 1 月 23 日，证监会吴清主席提出，要进一步稳步降低公募基金的综合费率，在已经降低基金管理费率、托管费率、交易费率的基础上，2025 年还将进一步降低基金销售费用，预计每年合计为投资者节约大概 450 亿元的费用。风险提示：权益市场大幅波动，政策落地不及预期

非银金融行业点评报告：公募持仓观察：非银持仓普遍下降——2024Q4 非银板块公募持仓分析

持仓估值均处于低位，后续预计持续受益于市场环境改善：我们认为，目前非银金融行业持仓占比和估值分位仍处于历史低位。自 2024 年 9 月 24 日以来，伴随增量政策持续推出，市场交投情绪获得大幅改善，24Q4 日均股基成交额达到 20388 亿元，环比 24Q3 提升 161%。非银金融行业作为资本市场的重要参与者，2024 年四季度业绩或将受益于市场活跃度大幅提升。2025 年 1 月 22 日六部委联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》，引导商业保险、社保等中长期资金加大入市力度，有望为资本市场注入更多活力，非银板块有望持续受益于资本市场的生态改善。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。

推荐个股及其他点评

李子园 (605337)：品牌焕新渠道求变，静待成效显现

我们预计 2024-2026 年收入 14.1/15.6/17.2 亿元，同比+0.1%/+10%/+10%；归母净利润为 2.3/2.6/2.9 亿元，分别同比-3%、+11%、+11%，对应估值 19、17、16 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

中信博 (688408)：2024 年业绩预告点评：在手订单充沛，持续保持高产
投资建议：基于公司在手订单丰富、交付稳定增长，我们上调公司 2024-2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润 6.4/9.3/12.1 亿元（前值 2024-2026 年 6/7.7/9.6 亿元），同增 84%/46%/31%，给予 25 年 25xPE，对应股价 106 元，维持“买入”评级。

方盛股份 (832662)：专精换热器及换热系统，多元化+高集成化助力新增长

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2024/2025/2026 年归母净利润分别为 0.35/0.50/0.70 亿元，同比-44.6%/44.7%/40.4%，考虑公司 2024 年业绩受原材料波动影响下滑，预计 2025 年业绩触底回升，风电业务营收高增，新兴业务储能、氢能、数据中心等领域持续高增长，首次覆盖，给予公司“增持”评级。风险提示：行业竞争加剧、需求不及预期、原材料价格剧烈波动。风险提示：行业竞争加剧、需求不及预期、原材料价格剧烈波动。

福莱特 (601865)：2024 年度业绩预告点评：业绩短期承压出货有所放缓，2025 年有望逐步改善

盈利预测与投资评级：考虑上游组件需求放缓，玻璃行业供给略微过剩，竞争加剧，我们下调公司盈利预测，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润 10.1/10.4/21.0 亿元（前值为 11.6/24.5/36.8 亿元），同比-64%/+3%/+102%，维持“买入”评级。风险提示：竞争加剧、政策不及预期。

南极电商 (002127)：国民品牌，反转换新

盈利预测与投资评级：公司预计 2024 年全年，实现收入为 32 至 35 亿元，同比+19~30%；归母净利润-1.9 至-2.5 亿元。亏损主要来自商誉减值和南极人轻奢的前期营销投放费用。我们预计公司 2024-26 年归母净利润为-2.1/3.0/6.0 亿元，2025 年实现扭亏，2026 年归母净利润增长 100%。2025/26 年对应 P/E 为 40/20。我们看好南极人轻奢的品牌升级重大变化，

首次覆盖，给予“买入”评级。

钧达股份 (002865): 2024 年业绩预告点评: Q4 环比减亏, 25 年有望回暖

盈利预测与投资评级: 因光伏产业链竞争加剧, 电池价格持续下行, 我们调整公司 24-26 年归母净利润至 -6.02/11.06/17.36 亿元(前值为 -4.18/10.14/12.43 亿元), 同比-173.81%/+283.68%/+57.00%。考虑后续光伏行业供需关系或将逐步改善, 电池价格有望回归理性水平, 同时公司积极开拓海外高毛利市场, 维持“买入”评级。风险提示: 政策不及预期, 竞争加剧等

皖能电力 (000543): 2024 年业绩预告点评: 归母同增 40%-57%, 机组投产利润加速

盈利预测与投资评级: 公司公告 2024 年业绩预告, 考虑机组投运节奏与 2025 年电价形势, 我们下调 2024-2026 年归母净利润从 22.0/23.7/25.6 亿元至 20.8/21.6/22.0 亿元, 2024-2026 年 PE7.7/7.4/7.3 倍(估值日 2025/1/23), 维持“买入”评级。风险提示: 用电量增速放缓、煤价波动、项目投产进度不及预期等。

巴比食品 (605338): 2024 年业绩快报点评: 单店营收改善, 净利率提升
公司基本面企稳, 逐步看到向上拐点, 我们上调此前盈利预测, 预计 2024-2026 年公司营收为 16.71/18.11/19.46 亿元, 同比增长 2.5%/8.4%/7.5%; 归母净利为 2.77/2.54/2.74 亿元(前次预测为 2.3/2.4/2.6 亿元), 同比+29.5%/-8.2%/+7.9%; 对应 PE 为 14/15/14X。维持“买入”评级。

雅化集团 (002497): 2024 年业绩预告点评: Q4 锂业务扭亏, 25 年销量预计维持高增

盈利预测与投资评级: 由于 24 年锂价总体呈下行趋势, 我们下调公司 2024-2025 年盈利预测, 预计 2024-2026 年归母净利润 3.05/9.35/12.61 亿元(24-25 年原预期为 8.4/11.3 亿元), 同比+658%/+207%/+35%, 对应 24-26 年 50x/16x/12xPE, 考虑公司锂盐产销量维持高增, 且民爆海外项目将体现显著增量, 维持“买入”评级。风险提示: 产能释放不及预期, 需求不及预期

德业股份 (605117): 2024 年业绩预告点评: 业绩符合预期, 看好 25 年户储&工商储增长潜力

公司发布业绩预告, 预计 24 年实现归母净利润 29-31 亿元, 同比增长 62~73%; 扣非后归母净利润 27.1~29.1 亿元, 同比增长 46~57%。对应单 24Q4 归母净利润 6.6~8.6 亿元, 同比+197~286%, 环比-34~-14%; 扣非后归母净利润 6.3~8.3 亿元, 同比+331~468%, 环比-32~-10%。

宏观策略

宏观深度报告 20250124: 24Q4 固收+基金转债持仓十大亮点

观点 透过 2024Q4 基金持仓数据,观察到如下 10 点特征: 特征 1: 固收+基金整体净赎回,仅可转债型基金为净申购,且可转债型基金在 2025 年以来业绩增速逐步领先,或将利好后续基金规模持续增长。特征 2: 观察大类资产配置情况,固收+基金整体风格偏稳健,多数降低了杠杆率以及含权资产仓位,仅可转债型基金有提升。按照基金波动性划分看,高波和灵活性基金降低了含权仓位,提高了债券和银行存款仓位比例;中波和低波反而提高了含权仓位比例。按照基金规模来看,大型和中型固收+基金降低了转债仓位,大型基金选择增配股票,中型基金增配债券;小型基金的转债、股票仓位均有提升。特征 3: 就转债资产仓位而言,公募基金整体略微提升 0.01pct,其中固收+基金整体贡献主要增量,大幅提升 0.26pct,一级债基和转债基金提升明显。若剔除 1 亿以下微型基金,数据显示二级债基和转债基金的转债仓位提升较明显。特征 4: 公募基金持仓集中度大幅提升,持仓换手率也明显提高,或与 24Q4 “题材开花”、轮动较快的市场风格有关。行业方面,超配金融、有色、农林牧渔、交运、汽车较明显;低配建筑装饰、石油石化、电子、公用事业、基础化工、钢铁、环保较明显,减配 TMT 板块。特征 5: 整体配置风格偏稳健,公募基金整体超配偏债型、大市值、大盘品种,继续低配 30 亿以下小市值品种,考虑有 3 点原因:一是 12 月中小盘板块回调;二是底部建仓和加仓阶段,基金偏爱易上仓位的大盘偏债券,且低价券策略占主导;三是可转债 ETF 规模在 24Q4 加速增长,增量资金大量买入转债 ETF,权重较大的大盘大市值转债相对占优,基金配置或倾向与此匹配。特征 6: 可转债型基金风格更偏于进攻,整体加杠杆并提高了含权资产仓位,内部存一定分化。在品种选择上,整体以平衡和偏股型品种为主,超配较多弹性较佳的次新券,可转债型基金规模大部分相对偏小,操作更为灵活。特征 7: 转债持仓在评级上有一定下沉,并大幅加仓超低价首华转债、宏图转债以及海优转债,体现出市场对转债市场后续的流动性较乐观。特征 8: 金融底仓券内部有高切低调仓,浦发、兴业仍为前两大重仓券,上银跻身第三,加仓明显,此外重银、齐鲁、青农、常银也获明显加仓;价格较高的中信、杭银和南银均有减仓。特征 9: 非金融重仓券中,新能源获公募大幅加仓,猪肉、部分高位红利个券、高价题材标的减配明显。新能源内部有分化,晶能、天 23、晶澳、双良、通 22、华友加仓明显,而隆 22 略有下降。转债基金持仓类似,光伏品种中仅重仓晶能、天 23 和双良。升 24 转债跻身第一大非金融重仓券(次新券、机器人概念),此外双良转债仓位也有大幅提升,曾在 8 月份跌破 70 元,在 10 月选择下修,最高涨至 120 元左右。特征 10: 多只在 2024 年中跌破面值的个券,在 24Q4 获大幅增持,例如科顺、科数、广大、强联、金铜、天业、鹰 19、东南、浙建、晶澳等。基本面有改善预期的个券增持明显,包括中环转 2、强联转债、星球转债、龙星转债等。风险提示:(1)数据统计偏差;(2)历史数据为滞后数据,指导性有限。

(证券分析师:芦哲 证券分析师:董含星)

宏观点评 20250123: 中长期资金入市细则发布,市场成交活跃

事件 A 股今日成交额较上日有所提升,红利板块和大盘指数涨幅居前。沪指上涨 0.51%至 3230.16 点,较 24 年末下跌 3.63%;创业板指下跌 0.37%至 2093.31 点,较 24 年末下跌 2.25%;风格指数方面,代

表大盘股的沪深 300 上涨 0.18% 至 3803.74 点, 较 24 年末下跌 3.33%; 中证 500 下跌 0.41% 至 5584.25 点, 较 24 年末下跌 2.47%。行业层面, 银行上涨 2.30%, 非银金融上涨 1.33%, 房地产上涨 0.90%, 通信下跌 1.48%, 电子下跌 1.48%, 国防军工下跌 0.87%。市场成交额为 13694.65 亿元, 较前一交易日放量 2217.60 亿元, 北向资金总成交 1888.11 亿元; 南向资金净买入 54.03 亿元。 板块方面, 昨日中央金融办等六部门印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》, 银行板块涨幅达 2.30%, 非银金融上涨, 保险指数上行。氧化镨等稀土价格上周环比上涨; 下游磁材陆续停工休假, 未来人形机器人或将取代新能源车成为稀土永磁需求新的增长点, 稀土永磁概念股走高。上海国地中心将推出人形机器人 2.0 版本 “DeepSnake”, 机器人概念股上涨。针对 2025 年在房地产领域的重点工作, 各地已经作出了一系列部署, 房地产板块上涨。在 DeepSeek 发布了 DeepSeek-R1 模型之后, Kimi 发布 k1.5 新模型, Kimi 指数上行。中共中央、国务院近日印发《乡村全面振兴规划 (2024—2027 年) 》, 农业概念股震荡拉升。 观点 今日五部委集体发声, 发布推动中长期资金进入市场的具体细则, 市场活跃度提升。保险资金作为后续的主要增量资金, 今日市场风格更倾向于保险长期配置的高股息方向, 但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, 因此场内行业在日内也呈现风格切换, 市场涨幅逐渐收窄。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; 目前在产业结构调整 and 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 的兑付金额相对较大，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

传媒行业点评报告：OpenAI 正式发布智能体，看好 2025 年 AI agent 落地机遇

投资要点 事件：1 月 23 日，OpenAI 正式发布首批智能体 Operator，可为用户执行任务，暂时只面向美区 Pro 会员。OpenAI 总裁 Brockman 认为 2025 年将是智能体 (agents) 之年。OpenAI 首个 AI 智能体正式发布，AI 应用新纪元开启。Operator 拥有自己的浏览器，可以查看网页并通过键入、点击和滚动与之互动。OpenAI 与 DoorDash、Instacart、OpenTable、Priceline、StubHub、Thumbtack、Uber 等公司合作，Operator 可以被要求处理各种重复性的浏览器任务，如填写表格、订购杂货，甚至制作表情包。Operator 由新模型 CUA 提供支持，CUA 通过将 GPT-4o 的视觉能力和高级推理强化学习相结合，经过训练可以与 GUI 进行交互，可以与浏览器“查看”（通过屏幕截图）和“交互”（使用鼠标和键盘允许的所有操作），并在它卡住需要帮助时，将控制权交还给用户。AI Agent 将是大型模型重要落地方式，看好 2025 年相关产业机遇。大型模型时代的 AI AGENT = LLM（核心控制器，构建核心能力）+ 规划能力 + 记忆 + 工具。由于生成式 LLM 存在幻觉问题，记忆力短，在实际应用中难以保持长期一致性和准确性，我们认为补齐了大型模型短板的 AI AGENT 更具备实用性，将是大型模型重要落地方式。2024 年随着大型模型能力进一步增强，海内外 AI 公司更加积极探索 AI 应用，此次 OpenAI 正式发布的 Operator 将 AI 从一个被动的【工具】转变为数字生态系统中一个积极的【参与者】，有望为用户简化任务，并为企业在提供创新的客户体验以及提高转化率等方面带来好处。投资建议：伴随着 OpenAI 推出官方 Agent，以及国内字节跳动等大厂加大对 AI 领域的投入，将有望推动 AI 应用的渗透普及，我们继续看好 AI 应用于 2025 年从逻辑走向落地，投资机会上推荐：1) AI 情感陪伴：对 AI 容错率高且商业化路径清晰，有望率先实现 C 端渗透率提升，同时大型模型持续迭代，如豆包实时语音大型模型带来更强大的语音交互功能，拓展了应用、智能硬件的使用场景，建议关注 AI 玩具终端厂商汤姆猫、实丰文化、奥飞娱乐等，及情感陪伴应用相关标的，推荐恺英网络、昆仑万维等，建议关注盛天网络。2) AI 电商：电商/跨境电商属于产业链长、参与方多、信息呈现形式丰富、数据量和市场规模庞大的行业，AI+电商将成为重要应用场景之一，对产业链的所有玩家都会带来体验和效率的提升，经过国内外重要玩家一年多的探索，AI 大型模型对电商产业链的赋能已初显成效。我们推荐跨境电商平台焦点科技、国内平台值得买、跨境电商卖家华凯易佰、吉宏股份，建议关注返利科技、光云科技等。3) 随着应用落地、用户规模增长、商业化逐步清晰，我们坚定看好 AI 应用投资机

会，推荐在垂类 AI agent 方向持续深耕的公司，建议积极关注 AI 营销、AI 影视应用及版权、AI 游戏等方向，相关核心标的推荐巨人网络、万兴科技、美图公司、世纪天鸿、同花顺、创业黑马等，建议关注汉得信息等。风险提示：海外 AI 产业进展不及预期，国内 AI 产业进展不及预期，模型发布进展不及预期。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖

证券分析师：张家琦 证券分析师：郭若娜 证券分析师：陈欣）

建筑材料行业+公司首次覆盖：居住产业智能化之一：智能家居格局大稳小动

投资要点 智能家居通过集成物联网、网络通信、自动控制等技术，实现家庭设备的智能化管理和控制，提供安全、便利、舒适和节能的居住环境。随着技术的进步，尤其是 IOT、云和 AI 的推广，智能家居从早期的灯光远程控制，逐渐发展到智能门锁、扫地机器人等单一智能化设备，以及安防、离/回家、睡眠/起床等特定场景下的多设备联动。根据艾瑞咨询，2022 年 AI 技术渗透率在智能清洁、智能安防、智能影音娱乐、智能照明、智能白电分别为 70%、47%、40%、15%、5%。综合来看，智能家居的未来需求痛点在于：1) 完成重度家务的智能新品，例如洗衣晾衣、卫生间清洁、收纳整理等；2) 能够与用户进行自然语言甚至是多模态的顺畅沟通，在强关联的场景实现强智能控制，根据用户的生活习惯提供个性化的服务；3) 保护用户隐私和数据。智能家居市场庞大且分散，根据亿欧数据，2022 年中国智能家居渗透率为 14.5%，市场空间约为 6515 亿元。到 2025 年市场空间有望达到 10170 亿元，复合增长率约 12%。从使用功能可以分为六类：智能家电、智能连接、智能安防、智能光感、智能能源控制、智能娱乐，其中智能家电占大部分。从消费内容可以分为三类：1) 购买单一智能化设备，如智能开关、智能插座、智能门锁、摄像头、扫地机器人、空调、智能马桶等，这种以品牌产品零售为主；2) 构建多设备联动场景，如离家/回家场景，老人、宠物看护场景，安全报警场景，空气质量调节场景等，这种以标准化后装零售市场为主，具有少量的服务属性；3) 打造全屋智能场景，主要是大平层或跃层的灯光、开关、窗帘、门锁、摄像头和空调等的全屋联动控制方案，这种以定制化前装工程市场为主，具有较多的服务属性。智能家居市场玩家众多，主要分为三类：1) 科技大厂，以阿里巴巴、华为、小米、百度等为代表。这类企业凭借互联网流量和科技基因，力图构建新的家居生态。2) 家电家居厂商，以海尔、美的、欧派、索菲亚等为代表。这类企业凭借对场景的理解和存量客户，利用科技赋能现有生态。3) 创新单品企业，以石头科技、科沃斯、追觅、好太太、萤石网络、绿米、欧瑞博等为代表。这类企业专注于单品设备或某个产业链环节。我们认为，在 AI 技术快速迭代的背景下，机遇和考验并存。智能家居格局可能进入相对动荡的时期，尤其是在 AI 技术渗透率较低的白电、照明等领域。但新设备、新场景有望增加，市场规模也会进一步放大。整体而言，经济动能向消费倾斜是长期趋势，房地产经过几年的下行之，在强力促稳政策之下，2025 年有望局部复苏，前装市场有望企稳。财政货币双宽松背景下，以旧换新等逆周期政策有望持续并扩大范围，有效支撑并加快智能家居市场的发展，家电家居建材各细分龙头品牌明显受益。建议投资者关注：海尔智家、萤石网络、石头科技、欧普照明、小米集团、科沃斯、箭牌家居、奥普科技、伟星新材、兔宝宝等。风险提示：经济持续低迷，贸易摩擦扩大化，消费刺激政策低于预期。

（证券分析师：黄诗涛）

非银金融行业点评报告：公募基金费率优化或将迈进“第三阶段”

事件：2025年1月23日，证监会吴清主席提出，要进一步稳步降低公募基金的综合费率，在已经降低基金管理费率、托管费率、交易费率的基础上，2025年还将进一步降低基金销售费用，预计每年合计为投资者节约大概450亿元的费用。投资要点 继续优化公募基金费率，“三步走”已达销售费用调降阶段。第一阶段：主动权益双费率齐降。自2023年7月起，新注册的主动权益类基金统一执行“管理费率不超过1.2%、托管费率不超过0.2%”的上限标准；2023年内，存量主动权益类基金的管理费率、托管费率也统一下调至1.2%、0.2%以下。第二阶段：机构交易佣金接棒下调。自2024年7月起实施，调降基金股票交易佣金费率，降低基金管理人证券交易佣金分配比例上限。被动股票型基金产品交易佣金费率不得超过万分之2.62，其他类型基金不得超过万分之5.24，交易佣金分配比例的上限从30%调降至15%。第三阶段：2025年起将进一步降低基金销售费率。受市场震荡+前两项费率新规影响，公募基金“四大费用”明显下滑。2024上半年，公募基金管理费+托管费+销售服务费+交易佣金“四大费用”合计同比-12%至939亿元（较2023H1减少123亿元）；2024H1管理费/客户维护费（尾随佣金）/托管费/销售服务费/交易佣金分别同比-14%/-20%/-9%/+13%/-31%至204/162/135/134/66亿元，其中销售服务费的增长主要系债券型、货币型基金销售服务费增长所致（分别同比+46%/+18%至12/103亿元）。关于“第三阶段”的三个假设。假设一：下调尾随佣金分成比例（由50%调为20%/30%/40%），2024H1公募基金行业客户维护费占比管理费27%，若调降至20%，则有约41亿元从代销机构流入公募机构。本项主要影响公募机构与代销机构之间管理费的分成，若下调，短期影响代销机构收入及利润，长期不排除进一步下调管理费的可能性，进而降低投资者投资成本。假设二：下调基金销售服务费。销售服务费通常按照基金资产净值的一定比例每日计提，按月或按季度支付给销售机构（从基金资产中扣除）。截至2025年1月23日，以年为单位测算，股票型/混合型/债券型/货币型基金销售服务费率调降至0.2%分别可节省5/14/6/42亿元（合计节省67亿元），调降至0.1%分别可节省9/18/16/134亿元（合计节省177亿元）。假设三：基金赎回费计入基金资产。主动权益基金赎回费大多以基民持有基金时间长度为赎回费率划分条件（7日以下1.5%，7~365日0.5%，1~2年0.25%，2年以上0%）。对比2023年末，2024上半年主动权益型基金规模下降2097亿份，新发规模为368亿份，净赎回约2465亿份；为方便测算统一取0.5%作为基金赎回费率，若2024上半年基金赎回费计入基金资产约为12亿份。我们认为，①赎回费计入基金资产可以视为对长期持有者的补偿机制，可以一定程度上保障基金规模的稳定性，有利于长期投资策略的执行；②当大量赎回发生时，基金单位净值将会提高。风险提示：权益市场大幅波动，政策落地不及预期。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：武欣姝）

非银金融行业点评报告：公募持仓观察：非银持仓普遍下降——2024Q4非银板块公募持仓分析

投资要点 事件：2024年公募基金四季报发布完毕，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2024Q3末下降0.57pct。相比沪深300行业流通市值占比低配9.08pct，环比2024Q3末低配幅度收窄0.55pct。个股方面，非银行业前五大重仓股为中国平安、中国太保、华泰证券、中信证券和国泰君安，持仓市值分别为41.67亿元、32.76亿元、18.15亿元、12.22亿元、11.86亿元。上市险企

除新华外均遭减持，平安、太保减持较多：截至 2024 年末，保险板块持仓为 0.62%，较 Q3 末下降 0.41pct。低配 3.86%，低配幅度较 24Q3 末扩大 0.68%。公司方面，从持股数量上看，除新华外均有所减持，其中平安、太保减持较多，分别为 7544 万股、6214 万股，新华则增持 210 万股；从持仓比例上看，平安、太保、国寿明显下降，分别较 Q3 末-0.25pct、-0.15pct、-0.03pct，新华则较 Q3 末提高了 0.01pct，人保基本持平。2024 年末国寿、平安、太保、新华、人保的持仓分别为 0.03%、0.30%、0.23%、0.04%、0.02%。2024 年末保险动态估值为 0.67xPEV，较 2024Q3 末下降 0.03x。券商及互金板块整体遭减持，券商板块估值较 Q3 末基本持平：1) 券商及互金板块整体：截至 2024 年末，公募基金股票投资中券商及互金板块持仓 0.53%，较 2024 年三季度末减少 0.20 个百分点，同比减少 0.44 个百分点。其中传统券商持仓占比 0.41%，较 2024 年三季度末减少 0.03 个百分点，同比减少 0.13 个百分点。2024 年末券商行业（中信 II 指数）估值为 1.49xP/B（静态），2024 年三季度末为 1.50xP/B。2) 互金标的：2024 年末东方财富持仓占比 0.06%，较 2024 年三季度末减少 0.12 个百分点，同比减少 0.09 个百分点；同花顺持仓占比 0.05%，较 2024 年三季度末减少 0.04 个百分点，同比减少 0.19 个百分点。3) 传统大中型券商：截止 2024 年末，公募基金大中型券商持仓为 0.38%，较 2024 年三季度末减少 0.03 个百分点，同比减少 0.11 个百分点。传统券商中，机构持仓仍集中在大中型券商。大中型券商中，国泰君安、中国银河、浙商证券获机构增持较多，中信证券、华泰证券遭减持较多。持仓估值均处于低位，后续预计持续受益于市场环境改善：我们认为，目前非银金融行业持仓占比和估值分位仍处于历史低位。自 2024 年 9 月 24 日以来，伴随增量政策持续推出，市场交投情绪获得大幅改善，24Q4 日均股基成交额达到 20388 亿元，环比 24Q3 提升 161%。非银金融行业作为资本市场的重要参与者，2024 年四季度业绩或将受益于市场活跃度大幅提升。2025 年 1 月 22 日六部委联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》，引导商业保险、社保等中长期资金加大入市力度，有望为资本市场注入更多活力，非银板块有望持续受益于资本市场的生态改善。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）

推荐个股及其他点评

李子园（605337）：品牌焕新渠道求变，静待成效显现

投资要点 引言：当前市场对公司主要担忧来自其产品单一及销售渠道守旧，本篇报告在梳理公司过往发展的同时，重点阐述公司边际积极变化。我们认为：①渠道下沉与扩展下，核心市场仍有挖潜空间；②二代接班下品牌年轻化动作频频，有助于加大品牌曝光、占领年轻消费群体心智。深耕含乳饮料行业多年，单品甜牛奶规模遥遥领先。李子园成立于 1994 年，主要产品包括配制型含乳饮料、发酵型含乳饮料、复合蛋白饮料、乳味风味饮料等。其中甜牛奶系列具有特殊的甜味产品口感、丰富的产品口味、稳定的产品质量、适中的产品定价，2023 年销售收入 10 亿元+，在中性含乳饮料市场占有率约 10%，市场知名度较高。含乳饮料市场规模 1400 亿+，产品创新与升级、消费场景拓展有望打开发展空间。含乳饮料赛道兼具乳制品与软饮料双重属性，2023 年中国含乳饮料市场规模约 1414.6 亿元，2017-2023 年

CAGR 达 7.2%，预计 2023-2026 年市场规模 CAGR 约 4.5%，行业格局较为稳定，2021 年 CR5/CR10 为 54.51%、57.74%，其中全国性大型乳制品企业凭借齐全的乳制品产品线、覆盖全国的销售网络与强大的营销推广占据较高的市场份额，区域性龙头企业区域渠道优势明显，依靠差异化明星产品抢占份额，并逐步推进全国化扩张。我们认为，未来含乳饮料行业量价提升主要驱动因素包括：①渠道多元化拓展、消费场景持续扩容；②产品口味创新、健康化升级推动结构上行。公司渠道积极求变，品牌升级焕新，核心市场深挖潜力。1) 渠道多元拓展进行时：公司一方面推动传统渠道精耕下沉，针对不同渠道差异化推出产品，产品规格细分与品类裂变并进；另一方面积极拓展零售量贩、早餐、餐饮等渠道。24 年以来公司进一步优化渠道管理体系，进行分区域分渠道管理，根据不同渠道特点和诉求适配不同产品，对新渠道销售人员给予差异化薪酬待遇并进行单独考核，以推动新渠道放量。2) 品牌升级焕新，年轻化运营持续深化。公司推动年轻化，邀请年轻演员成毅作为代言人，其年轻活力形象与品牌年轻化高度契合、加速圈粉年轻群体，并提升品牌曝光度。公司规划未来将进一步减少传统媒介费用投放，转至性价比更高新媒体媒介投放，费用投放更聚焦精准，费效比有望进一步提升。3) 聚焦核心市场深挖潜力：24 年以来公司基于各市场发展现状、增长潜力和开拓难度，综合考虑投入产出效益，调整区域发展思路，重点发展品牌基础较好的成熟及半成熟市场（华东、华中及西南地区），通过渠道下沉和延展提升核心市场渗透率，对于薄弱市场进行资源收缩，削减销售人员，进一步提升人效。

盈利预测与投资评级：我们预计 2024-2026 年收入 14.1/15.6/17.2 亿元，同比+0.1%/+10%/+10%；归母净利润为 2.3/2.6/2.9 亿元，分别同比-3%、+11%、+11%，对应估值 19、17、16 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：食安问题、全国化拓展不及预期、单一品类风险。

（证券分析师：苏铖 研究助理：于思淼）

中信博（688408）：2024 年业绩预告点评：在手订单充沛，持续保持高产

投资要点 公司发布业绩预告，公司发布 2024 年全年业绩预告，预计归母净利润约 6.35 亿，同增约 84%；扣非归母约 6.1 亿，同增约 99%；测算 24Q4 归母净利约 2.08 亿，同增约 11%，环增约 6%；扣非归母净利润约 2.01 亿；同增约 13%，环增约 4%。

在手订单充沛、春节开工高企。海外中东、印度需求旺盛，且每年装机高峰为 Q4 和 Q1，业绩继续创新高，Q1 春节不放假，高开工推进交付。公司截至 24Q4 末，公司在手订单约 46.5 亿元（环降 13 亿，同降 0.5 亿），其中跟踪支架约 35 亿元（环降 17 亿，同降 1 亿），其他约 11.5 亿元（环增 3.7 亿，同增 0.5 亿）。考虑假设跟踪支架单价 0.43 元/GW，公司跟踪支架在手订单约 8.1GW，后续仍有新签订单、有望支撑 25 年持续增长。海外布局深化、优势逐步突出。24 年公司筹划建设沙特本地化产能，沙特工厂将成为继印度后第二个海外基地，设计产能达 3GW，预计 25 年释放，配套全球供应体系可具备当地约 10GW 交付能力，满足当地及辐射周边区域的项目交付需求。印度 22 年 6 月落地 3GW 产能，助力后续印度市场份额提升。本土化供应助力公司抢占中东、印度市场份额，竞争优势逐步突出。

投资建议：基于公司在手订单丰富、交付稳定增长，我们上调公司 2024-2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润 6.4/9.3/12.1 亿元（前值 2024-2026 年 6/7.7/9.6 亿元），同增 84%/46%/31%，给予 25 年 25xPE，对应股价 106 元，维持“买入”评级。

风险提示：政策不及预期，竞争加剧等

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 郭亚男)

证券分析师: 徐毓嵘)

方盛股份(832662): 专精换热器及换热系统, 多元化+高集成化助力新增长

投资要点 深耕换热设备领域, 积极开拓新兴领域: 公司 2007 年成立, 专注研发板翅式换热器和换热系统, 逐步渗透新兴领域。二十载苦练内功, 2022 年北交所正式上市。2024Q1-3 实现营收/归母净利润 2.45/0.24 亿元, 同比-8.50%/-55%, 短期受原材料价格影响承压, 2025 年有望触底回升。业务领域多点开花, 下游需求持续高增: 1) 陆海风需求共振, 2025 年装机需求高增: 2025 年国内陆海风装机需求持续共振、看好海风增长空间, 2025 年预计陆风/海风装机达 100GW/13-15GW, 同增 25%/100%, 风电需求高增下公司风电领域有望受益高增。2) 全球储能多点开花, 市场需求持续高增: 大储市场持续高增, 中美大储稳健增长, 欧洲、中东、澳大利亚等地大储需求爆发, 我们预计 2025/2026 年全球新增储能将达到 245/335Gwh, 同增 52%/37%。3) AI 发展推动数据中心需求持续高增: 随着 AI、大数据等新型技术发展, AI 应用开发以及元宇宙等业务创新推进, 将推动新增 IDC 需求, 预计 2028 年中国传统 IDC 市场规模将超 2500 亿元, 2024-2028 年复合增长率达 12.6%。4) 氢能市场规模持续扩大: 公司产品板翅式换热器主要应用于氢燃料电池热管理系统, 2024 年我国氢燃料汽车销售量为 5405 辆, 同比略有下滑, 往未来展望, 随着氢能成本下行, 氢燃料汽车需求有望呈现持续增长趋势。5) 空压机、轨交、工程机械等需求稳健增长: 我国螺杆式空压机需求持续稳健增长, 2024 年我国螺杆式空压机产量约 70 万台, 同增约 6%, 展望未来, 空压机需求有望持续稳健提升; 我国高铁、铁路里程持续增长, 轨道交通市场规模持续扩大; 技术进步促进工程机械行业市场规模持续扩容, 需求持续稳健增长。产品集成化, 领域多元化发展战略: 1) 产品布局多元化, 积极打造新增长点: 公司在工程机械、空压机等领域稳定基础上, 积极拓展新能源(风电、氢能)、储能、数据中心等业务, 为公司积极打造新增长点。2) 收购钜丰铝业, 产业链上游延伸加强供应链优势: 2023 年 12 月公司收购钜丰铝业, 有助增强公司原材料供应优势。3) 较同业可比公司有明显竞争优势: 公司毛利率居同行业前列, 有稳定增长趋势。4) 募资扩产, 助力公司业绩成长: 两项在投募项目有助于扩大公司产能规模, 满足市场对高效换热系统的需求, 推动产品技术创新, 拓展产品应用领域, 提升公司的市场竞争力和盈利能力。盈利预测与投资评级: 我们预计公司 2024/2025/2026 年归母净利润分别为 0.35/0.50/0.70 亿元, 同比-44.6%/44.7%/40.4%, 考虑公司 2024 年业绩受原材料波动影响下滑, 预计 2025 年业绩触底回升, 风电业务营收高增, 新兴业务储能、氢能、数据中心等领域持续高增长, 首次覆盖, 给予公司“增持”评级。风险提示: 行业竞争加剧、需求不及预期、原材料价格剧烈波动。

(证券分析师: 朱洁羽 证券分析师: 易申申)

证券分析师: 余慧勇 研究助理: 薛路熹 研究助理: 武阿兰)

福莱特(601865): 2024 年度业绩预告点评: 业绩短期承压出货有所放缓, 2025 年有望逐步改善

投资要点 事件 公司发布业绩预告, 公司预计 2024 年实现归母净利润 9.4~10.8 亿元, 同比减少 61%~66%; 扣非后归母净利润 9.2~10.5 亿元, 同比减少 61%~66%。对应 2024Q4 归母净利润-3.6~-2.2 亿元, 同比-145~-128%, 环比-76~-8%; 扣非后归母净利润-3.3~-1.9 亿元, 同比-144~-125%, 环比-40~+19%, 业绩符合市场预期。2024Q4 出货环

比略有下滑、盈利最低点已现。我们预计公司全年出货约 13 亿平，其中 2024Q4 出货约 3 亿平，环比略有下滑，主要系需求较弱，公司部分窑炉冷修产能减少所致。我们测算 Q4 单平均价约 10-11 元（不含税），环比略降，供暖季天然气价格上涨，但纯碱继续降价有一定对冲；测算 Q4 单平净利为 -0.8~ -0.9 元/平（未剔除存货减值影响）。随产业链价格回暖、公司出货及盈利有望回升：2025 年 1 月来光伏主产业链价格持续提升，行业自律效果逐步显现，目前看玻璃行业在产产能 8 万吨左右，对应单月供给约 45-50GW，我们认为春节后玻璃库存逐步去化，价格和盈利有望逐步回升。盈利预测与投资评级：考虑上游组件需求放缓，玻璃行业供给略微过剩，竞争加剧，我们下调公司盈利预测，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润 10.1/10.4/21.0 亿元（前值为 11.6/24.5/36.8 亿元），同比 -64%/+3%/+102%，维持“买入”评级。风险提示：竞争加剧、政策不及预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男
证券分析师：余慧勇）

南极电商（002127）：国民品牌，反转换新

投资要点 “南极人轻奢”发力，国民品牌有望重塑：南极人品牌始于 1998 年，是中国最早成立的内衣企业之一。2008 年，公司开始品牌授权模式，目前旗下拥有国民品牌“南极人”以及国际品牌“卡帝乐鳄鱼”、“百家好”等十余项知名品牌。公司传统主力南极人品牌 2020 年以来由于体系内工厂无序内卷导致产品品质下降，进而导致 gmv、货币化率和业绩的下滑。2024 年公司开始发力南极人轻奢系列，通过自营模式严控品质有望实现品牌重塑。2024 年 12 月 31 日，公司完成老货品以及不符合要求的老代理商 100%强清退，目前主流平台均为南极人轻奢系列新产品。“南极人轻奢”，产品&管理模式上都有较大革新和改善：南极人品牌核心品类从原有的授权合作模式转变为自采与加盟模式。增强对产品质量和供应商资质的把控。目前南极人轻奢里程碑系列由公司内专门的设计团队打造，主理人曾操刀世界顶级奢侈品品牌，设计团队成员来自国内外 top 品牌；原料也由公司自采并进行深度把控。2024 年 10 月，南极人抖音销售额环比实现翻倍以上增长，至 2024 年 12 月底南极人轻奢系列全网日均 GMV 已超 2000 万元。百家好品牌实现稳健增长：百家好是公司 2022 年完成收购的韩国女装品牌。公司完成收购后关停了原有线下门店，转为以供应链工厂加盟模式，以抖音渠道为主。根据第三方数据统计，2024 年 9-12 月百家好销售额在抖音女装大类中均处于前 11 名。根据公司投关活动记录，2023 年百家好已完成 25 亿元 GMV（2022 年以前百家好以线下为主，几乎全是增量）；2024 年公司完成 47 亿元 GMV，同比 +88%。看好南极人轻奢&百家好的强管控模式，达到比传统品牌授权更高的高度：我国是世界上最大的服装生产国和出口国，具备世界领先的服装供应链。然而，如何把商品卖给消费者，才是真正的难点所在。因此，品牌是目前整个产业链的稀缺环节，也是壁垒和持续盈利能力之所在。消费者之所以愿意为了品牌支付溢价，是因为相信这个品牌能提供质量靠谱的产品。而相比传统南极人，南极人轻奢最大的变化在于品质大幅提升。品质和长远发展的角度上看，南极人轻奢模式是个比传统南极人更好的模式。盈利预测与投资评级：公司预计 2024 年全年实现收入 32 至 35 亿元，同比 +19~30%；归母净利润 -1.9 至 -2.5 亿元。亏损主要来自商誉减值和南极人轻奢的前期营销投放费用。我们预计公司 2024-26 年归母净利润为 -2.1/ 3.0/ 6.0 亿元，2025 年实现扭亏，2026 年归母净利润增长 99%。1 月 22 日收盘价对应 2025/26 年 P/E 为 40/ 20 倍。考虑到南极人作为国民品牌具备广泛知

名度、轻奢系列的品牌升级有望提升品牌价值 and 盈利能力，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：行业需求波动，行业竞争加剧，营销费用控制，新品牌/新模式的发展目前仍然存在不确定性。

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：阳靖)

钧达股份 (002865): 2024 年业绩预告点评: Q4 环比减亏, 25 年有望回暖

投资要点 事件: 公司发布 24 年业绩预告, 预计全年归母净利润亏损 5.5-6.5 亿元, 扣非归母净利润亏损 10-12 亿元; 测算 Q4 归母净利润亏损 1.33-2.33 亿元, 亏损环比减少; 扣非归母净利润亏损 2.65-4.65 亿元。 电池盈利减亏、节后需求复苏有望回正。24 年公司电池出货 33.7GW, 同增 13%, N 型占比 90%+, 全年外销占比提升至 25% (23 年 5%); Q4 出货约 7.3GW N 型 (无 P 型), 环比持平。Q4 受益外销占比提升+12 月电池价格修复, 亏损环比收窄。25 年随 P 电池出清+行业推动限产限价, N 型电池或有望回升。 技术持续进步、推进中东布局。公司深耕光伏技术, 新一代 N 型“MoNo 2”电池产品创新性叠加 J-HEP 半片边缘钝化及 J-WBSF 波浪背场技术, 双面率达 90%, 电池产品转换效率突破 26.3%; 同时公司持续推动阿曼项目建设落地, 投建 5GW N 型电池, 计划于 25 年建成投产, 享受海外高端溢价。同时推动 H 股发行工作, 预计 25H1 有望落地, 构建海外资本平台, 为公司全球化发展提供有力保障。 盈利预测与投资评级: 因光伏产业链竞争加剧, 电池价格持续下行, 我们调整公司 24-26 年归母净利润至 -6.02/11.06/17.36 亿元 (前值为 -4.18/10.14/12.43 亿元), 同比 -173.81%/+283.68%/+57.00%。考虑后续光伏行业供需关系或将逐步改善, 电池价格有望回归理性水平, 同时公司积极开拓海外高毛利市场, 维持“买入”评级。 风险提示: 政策不及预期, 竞争加剧等

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 郭亚男
证券分析师: 徐毓嵘)

皖能电力 (000543): 2024 年业绩预告点评: 归母同增 40%-57%, 机组投产利润加速

投资要点 事件: 公司公告 2024 年业绩预告。 电量提升成本下行, 2024 年归母净利润同增 40%-57%。公司公告 2024 年业绩预告, 2024 年公司实现归母净利润约 20 亿元-22.5 亿元, 同比增长 40%-57%, 实现扣非归母净利润约为 19.8 亿元-22.3 亿元, 同比增长 54%-74%。2024 年第四季度, 实现归母净利润 4.2 亿元-6.7 亿元, 环比 24 年第三季度变动-18.5%至 30.3%, 中值 5.4 亿元, 环比增长 5.9%, 实现扣非归母净利润 4.1 亿元-6.6 亿元, 环比 24 年第三季度变动-18.8%至 30.5%, 中值 5.4 亿元, 环比增长 5.8%。2024 年业绩高增, 主要系 2024 年发电量上涨, 煤炭价格下跌, 控股发电企业盈利能力增强所致。 安徽优质火电机组加速投产, “疆电入皖”战略布局新疆。截至 2023/12/31, 公司控股在运装机 1138 万千瓦, 随着 2024/4/19 安徽省内 2×45 万千瓦天然气调峰项目投运, 截至 2024/6/30, 公司控股在运装机提升至 1228 万千瓦, 在建项目来看, 安徽省内钱营孜二期 (控股) 1×100 万千瓦煤电项目与中煤新集板集二期 (参股) 2×66 万千瓦项目, 新疆英格玛电厂 (控股) 2×66 万千瓦煤电项目, 均有望在 2025 年贡献显著增量。利用“疆电入皖”通道优势, 公司在吉泉线上布局新疆江布电厂、英格玛电厂, 均为坑口电厂, 利用当地优质低廉的煤炭资源, 盈利能力强。此外, 配套新疆 80 万千瓦光伏项目正在建设, 新疆成为公司重要业绩增长点。 安徽电力需求旺盛, 优质区域电量电价有支撑。2024 年前 11 个月, 安徽省全社会累计用电量 3278.5 亿千瓦时, 同比增长 12.8%, 同期全国全社会累计用电量同比增长 7.1%, 安徽用

电量增速显著高于全国水平，安徽省经济体量的稳步提升，高技术制造业、大数据、新能源汽车、机器人等新兴产业高速发展，为安徽省未来用电量增长提供强劲动力。电力需求充裕，优质区域电力运营商电量、电价有支撑。盈利预测与投资评级：公司公告 2024 年业绩预告，考虑机组投运节奏与 2025 年电价形势，我们下调 2024-2026 年归母净利润从 22.0/23.7/25.6 亿元至 20.8/21.6/22.0 亿元，2024-2026 年 PE7.7/7.4/7.3 倍（估值日 2025/1/23），维持“买入”评级。风险提示：用电量增速放缓、煤价波动、项目投产进度不及预期等。

（证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩）

巴比食品（605338）：2024 年业绩快报点评：单店营收改善，净利率提升

投资要点 事件：公司发布业绩快报，预计 2024 年实现收入 16.71 亿元，同比+2.5%；归母净利润 2.77 亿元，同比+29.6%；扣非净利润 2.10 亿元，同比+18.0%。2024Q4 实现收入 4.61 亿元，同比+3.9%；归母净利润 0.83 亿元，同比+40.8%；扣非归母净利润 0.63 亿元，同比+12.7%。
营收端：逐季修复，单店营收环比改善。2024 年 Q1-4 公司分别实现营收 3.54/4.10/4.47/4.61 亿元，有逐季改善的趋势，预计 2024Q4 单店营收同比仅有小个位数缺口，环比改善。
利润端：净利率同比提升。不考虑投资收益的影响，2024 年实现扣非归母净利率 12.6%，同比+1.7pct；2024Q4 实现扣非归母净利率 13.8%，同比、环比均有改善；公司成本、费用端基本稳定，得益于营收增长带来的规模效应提升。2025 年预计是向上拐点。2025 年公司指引新开 1000 家门店，单店营收也有望进一步修复。毛利率维稳，费用率随着规模扩张有继续下降的空间。
盈利预测与投资评级：公司基本面企稳，逐步看到向上拐点，我们上调此前盈利预测，预计 2024-2026 年公司营收为 16.71/18.11/19.46 亿元，同比增长 2.5%/8.4%/7.5%；归母净利为 2.77/2.54/2.74 亿元（前次预测为 2.3/2.4/2.6 亿元），同比+29.5%/-8.2%/+7.9%；对应 PE 为 14/15/14X。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）

雅化集团（002497）：2024 年业绩预告点评：Q4 锂业务扭亏，25 年销量预计维持高增

投资要点 事件：公司发布业绩预告，24 年归母净利 2.8-3.3 亿元，同增 596-721%，扣非净利 1.85-2.35 亿元，同增 186-210%；其中 Q4 归母净利 1.3-1.8 亿元，同增 116-123%，环增 140-237%，扣非净利 0.7-1.2 亿元，同增 107-113%，环增 97-232%，业绩符合市场预期。24Q4 锂盐业务环比扭亏，雅安三期碳酸锂产线 24 年底投产，25 年锂盐销量预计维持 60%高增。我们预计公司 2024 全年锂盐销量 4.5-5 万吨，同增 60%左右，其中 Q4 销量 1 万吨+。冶炼产能方面，三期项目正在建设中，一阶段规划建设 3 万吨氢氧化锂和 3 万吨碳酸锂冶炼产能，其中碳酸锂产线于 24 年 12 月投产，氢氧化锂产线有望于 25 年年中投产。我们预计 25 年公司锂盐销量有望达 7-8 万吨，同增 60%左右。
盈利端，我们测算 Q4 锂盐单吨盈利 0.2 万元左右，贡献利润 0.2 亿元+，环比扭亏。非洲自有矿二期投产，25 年资源自给率将大幅提升至近 30%。24 年 11 月公司卡玛蒂维锂矿项目二期投产，一二期精矿产能合计 35 万吨，对应 4.4 万吨 LCE。我们预计 25 年精矿产量 20 万吨+，对应 3 万吨 LCE，权益量 1.8 万吨。叠加李家沟矿权益产量，我们测算 25 年公司资源自给率将提升至近 30%。民爆业务景气上行，25 年海外项目开始贡献利润增量。我们预计 2024 全年公司民爆业务贡献利润 5 亿元+，其中 Q4 贡献利润 1.3 亿元左右。25 年公司海外项

目落地开始贡献增量，我们预计 25 年民爆业务有望实现 6-7 亿元利润，同增 20-30%。发布员工持股计划，25-26 年归母净利及锂盐销量目标增速亮眼。2025 年 1 月 17 日，公司发布 2025 年员工持股计划，合计不超过 1000 万股，约占公司当前总股本的 0.87%。业绩考核目标为：2025 年公司归母净利润不低于 2024 年归母净利润的 300%，锂盐销量不低于 2024 年销量的 150%；2026 年公司归母净利润不低于 2024 年归母净利润的 400%，锂盐销量不低于 2024 年销量的 200%。盈利预测与投资评级：由于 24 年锂价总体呈下行趋势，我们下调公司 2024-2025 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润 3.05/9.35/12.61 亿元（24-25 年原预期为 8.4/11.3 亿元），同比+658%/+207%/+35%，对应 24-26 年 50x/16x/12xPE，考虑公司锂盐产销量维持高增，且民爆海外项目将体现显著增量，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
研究助理：胡锦芸）

德业股份（605117）：2024 年业绩预告点评：业绩符合预期，看好 25 年户储&工商储增长潜力

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 29-31 亿元，同比增长 62~73%；扣非后归母净利润 27.1~29.1 亿元，同比增长 46~57%。对应单 24Q4 归母净利润 6.6~8.6 亿元，同比+197~286%，环比-34~-14%；扣非后归母净利润 6.3~8.3 亿元，同比+331~468%，环比-32~-10%。受雨季及出货淡季影响，四季度储能逆变器出货环比下滑。受巴基斯坦等市场雨季、欧洲出货淡季影响，24Q4 储能逆变器出货环比有所下滑；分月份来看，10、11 月份出货偏低，12 月出货环比已出现改善，主要是东南亚、非洲、美国等订单起量。当前亚非拉市场订单已有改善，春节后出货有望持续改善。25 年欧美/新兴市场/工商储多点开花。展望 25 年，我们判断：①亚非拉市场由于国家电网基础设施陈旧，电力短缺对可并离网切换的户用储能产品需求持续高增，25 年市场需求仍维持高增；近期公司推出单相离网混合逆变器，补齐亚非拉市场需求；②俄罗斯天然气借道乌克兰协议到期，带动天然气价格上涨，户储性价比提升；以及乌克兰灾后重建需求持续，欧洲需求预计恢复。③24 年公司补齐 20~50kW 工商储产品，欧美/新兴市场有望获得较大增量。盈利预测与投资评级：由于欧美/亚非拉等终端市场需求具备不确定性，我们下调此前盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润 30/39/47 亿元（前值为 31.6/42/51 亿元），同增 68%/29%/20%，考虑公司储能业务不断开拓新增量，业绩持续高增，给予公司 2025 年 20xPE，对应 120 元/股，维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧、政策不及预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男
证券分析师：胡隽颖）

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>