

晨会纪要

| 国内市场 | | 涨跌幅 (%) | | |
|---------|-------|---------|-------|--|
| 指数 | 收盘 | 1日 | 上周 | |
| 上证综合指数 | 3369 | -0.04 | -1.60 | |
| 深证成份指数 | 10644 | -0.05 | -2.65 | |
| 沪深300指数 | 3919 | -0.33 | -2.29 | |
| 创业板指数 | 2140 | -0.26 | -3.34 | |
| 上证国债指数 | 223 | 0.08 | -0.03 | |
| 上证基金指数 | 7005 | -0.15 | -2.24 | |

资料来源:同花顺iFinD

| 海外市场 | | 涨跌幅 (%) | | |
|-----------|--------|---------|-------|--|
| 指数 | 收盘 | 1日 | 上周 | |
| 中国香港恒生指数 | 23483 | 0.60 | -1.13 | |
| 中国香港国企指数 | 8654 | 0.44 | -1.53 | |
| 中国台湾加权指数 | 22260 | -0.06 | 1.10 | |
| 道琼斯指数 | 42455 | -0.31 | 1.20 | |
| 标普500指数 | 5712 | -1.12 | 0.51 | |
| 纳斯达克指数 | 17899 | -2.04 | 0.17 | |
| 日经225指数 | 38027 | 0.65 | 1.68 | |
| 韩国KOSP100 | 2644 | 1.08 | 2.99 | |
| 印度孟买指数 | 77288 | -0.93 | 4.17 | |
| 英国FTSE指数 | 8690 | 0.30 | 0.17 | |
| 俄罗斯RTS指数 | 1177 | -0.60 | 0.99 | |
| 巴西圣保罗指数 | 132068 | 0.57 | 2.63 | |
| 美元指数 | 104 | 0.10 | 0.40 | |

资料来源:同花顺iFinD

| 大宗商品 | | 涨跌幅 (%) | | |
|----------------|------|---------|-------|--|
| 商品名称 | 收盘 | 1日 | 上周 | |
| 纽约期油(美元/桶) | 70 | 1.36 | 2.03 | |
| 现货金(美元/盎司) | 3025 | 0.00 | 1.20 | |
| 伦敦铜(美元/吨) | 9907 | -1.86 | 0.60 | |
| 伦敦铝(美元/吨) | 2605 | -0.12 | -2.38 | |
| 伦敦锌(美元/吨) | 2952 | -0.56 | -1.94 | |
| CBOT大豆(美分/蒲式耳) | 1001 | -0.10 | -0.69 | |
| CBOT玉米(美分/蒲式耳) | 452 | -1.37 | 0.93 | |
| 波罗的海干散货 | 1634 | -0.49 | -1.56 | |

资料来源:同花顺iFinD

今日重点推荐:

【平安证券】招商银行(600036.SH)*年报点评*营收韧性凸显,分红率稳中有升*强烈推荐20250326

研究分析师:许淼 投资咨询资格编号:S1060525020001

研究分析师:袁喆奇 投资咨询资格编号:S1060520080003

核心观点:公司营收和资产质量受到宏观环境的扰动较大,但长期角度下的竞争优势依然稳固,营收能力绝对水平仍位于同业领先地位,长期价值依然可期。特别是公司24年上调分红率0.31pct至35.32%,按照3月25日收盘价计算股息率达到4.44%,股息价值突出。考虑到当前信贷有效需求不足情况仍存,我们小幅下调公司25-26年盈利预测,并新增27年盈利预测,预计公司25-27年EPS分别为6.01/6.25/6.54元(原25-26年EPS预测分别为6.39/6.83元),对应盈利增速分别为2.2%/3.9%/4.7%(原26-27年盈利增速分别为5.2%/6.9%),当前公司股价对应25-27年PB分别为1.03x/0.95x/0.87x,在优异的盈利能力和资产质量保证下,我们看好招行在零售领域尤其是财富管理的竞争优势,维持“强烈推荐”评级。

【平安证券】小米集团-W(1810.HK)*首次覆盖报告*生态优势稳,汽车绘蓝图*推荐20250326

研究分析师:徐勇 投资咨询资格编号:S1060519090004

研究分析师:闫磊 投资咨询资格编号:S1060517070006

研究分析师:王德安 投资咨询资格编号:S1060511010006

研究分析师:王跟海 投资咨询资格编号:S1060523080001

核心观点:小米汽车的加入意味着小米“人车家全生态”闭环形成,而大部分车企并不具备类似小米的能力,目前小米汽车处于供不应求的状态,交付量很大程度上取决于产能节奏。汽车业务由雷军亲自挂帅,上游产业链也对小米汽车充满信心,其目标是成为全球前五汽车厂商,若以营收测算,年销量需超600万台。我们测算小米汽车的国内市场空间有望达到400万台左右,海外市场凭借手机在全球市场的良好口碑,为汽车出海打下基础。公司手机份额稳居全球第三,ASP、毛利率稳步上升。公司围绕手机以及智能家居的硬件生态不仅在引流的同时获取了利润,同时完整的硬件生态也加强了用户对于小米品牌的粘性,而汽车业务的加入有望拓宽IoT边界,公司围绕汽车推出多项CarIoT设备,生态优势或可复制到汽车行业。我们预计公司2025~2027年公司净利润为354亿/496亿/626亿元,首次覆盖给予公司“推荐”评级。

【平安证券】芯原股份(688521.SH)*事项点评*定增项目获批,公司技术矩阵持续丰富*推荐20250326

研究分析师:徐勇 投资咨询资格编号:S1060519090004

研究分析师:徐碧云 投资咨询资格编号:S1060523070002

核心观点:投资建议:公司是国内半导体IP领先企业,主营业务为一站式芯片定制业务和半导体IP授权业务,主要客户包括成熟的芯片设计公司和IDM、新兴的芯片设计公司,以及系统厂商、大型互联网公司。由于公司尚未稳定盈利,我们选用PS估值法,基于公司公告,我们下调公司的盈利预测,预计2024-2026年公司的营收分别为23.23亿元、29.80亿元和36.68亿元(前值分别为30.14亿、39.33亿、51.86亿),对应3月26日收盘价的PS分别为21.1X、16.5X和13.4X。公司已拥有用于集成电路设计的GPU IP、NPU IP、VPU IP、DSP IP、ISP IP、显示处理器IP六类处理器IP,以及1600多个数模混合IP和射频IP。鉴于公司在国内IP领域的领先地位,以及在AI相关IP布局的稀缺性,我们看好公司未来的中长期发展,维持“推荐”评级。

一、重点推荐报告摘要

1.1 【平安证券】招商银行（600036.SH）*年报点评*营收韧性凸显，分红率稳中有升*强烈推荐 20250326

【事项说明】

3月25日，招商银行发布2024年年报，全年实现营业收入3375亿元，同比下降0.48%，实现归母净利润1484亿元，同比增长1.22%。年化加权平均ROE为14.49%，较去年同期下降1.73个百分点。2024年末总资产12.15万亿元，较上年末增长10.19%，其中贷款较上年末增长5.83%，存款较上年末增长11.54%。2024年公司利润分配预案为：每股派息2.000元（含税），分红率约35.32%。

【平安观点】

1、利差韧性支撑净利息收入回暖，盈利增长保持稳健。招商银行2024年全年归母净利润同比增长1.2%（-0.6%，24Q1-3），盈利的稳健增长来源于公司营收端韧性。首先从利差业务来看，公司全年净利息收入负增缺口较前3季度收窄1.5个百分点至-1.6%，负债成本红利的加速释放支撑利差业务企稳。非息收入方面，全年同比增长1.4%（-2.6%，24Q1-3），债券投资相关的其他非息收入仍是主要的贡献因素，全年增速较前3季度上行5.9个百分点至34.1%。中收业务保持稳定，全年同比负增14.3%，负增缺口较前3季度略有收敛2.61个百分点，其中占比27.2%的财富管理手续费及佣金全年同比负增22.7%，增速较上半年回暖9.81个百分点，代销理财（占财富管理手续费比35.7%）同比增长44.84%，对中收的贡献不可忽视。

2、成本红利支撑息差企稳，扩表速度稳健。招商银行2024年全年净息差水平为1.98%，其中24Q4单季度净息差水平1.94%，环比下降3BP，我们预计成本红利的释放是在资产端利率下行背景下支撑息差企稳的重要因素，4季度单季度贷款收益率环比下行21BP至3.70%，单季度环比下行幅度较3季度扩大16BP，存量按揭调降落地拖累资产端定价水平。但4季度存款成本率则环比下行14BP至1.40%，其中定期存款成本率下降更为明显，24年全年对公和零售定期存款成本率分别较半年度下降10BP/13BP至2.45%/2.58%。此外，24年4季度同业存款自律机制推动24Q4同业存款成本率环比3季度下行17BP，两者共同作用下推动4季度计息负债成本率环比3季度下行14BP至1.50%。

规模方面，公司2024年资产规模同比增长10.2%（+9.2%，24Q3），其中贷款规模同比增长5.8%（+4.7%，24Q3），对公和零售业务均有所回暖，4季度对公/零售贷款分别环比增长3.2%/2.0%。负债端，公司全年存款同比增长11.5%（+9.4%，24Q3），其中活期存款日均余额占客户存款的比例为50.34%，较3季度末下行0.26pct，整体保持稳定。

3、不良率环比上行，拨备水平略有下降。招商银行2024年末不良率环比3季度末上升1BP至0.95%，不良贷款生成率1.05%（1.02%，24Q3），我们预计与零售业务的资产质量扰动有关，2024年末零售贷款不良率环比三季度末上行2BP至0.96%，其中小微贷款和个人住房贷款不良率分别环比半年末上行14BP/2BP至0.79%/0.48%。此外，公司对公贷款不良率环比3季度末上升1BP至1.06%，但房地产不良贷款环比3季度末下降6BP至4.74%，重点领域风险得到有效管控。前瞻性指标方面，公司24年末关注率环比3季度末下行1BP至1.29%，逾期率环比3季度末下行3BP至1.36%，潜在资产质量风险缓释。拨备方面，2024年末拨备覆盖率和拨贷比环比3季度末下降20.2pct/14BP至412%/3.92%，绝对水平仍然较高，风险抵补能力夯实。

4、投资建议：短期承压不改业务韧性，关注股息配置价值。公司营收和资产质量受到宏观环境的扰动较大，但长期角度下的竞争优势依然稳固，营收能力绝对水平仍位于同业领先地位，长期价值依然可期。特别是公司24年上调分红率0.31pct至35.32%，按照3月25日收盘价计算股息率达到4.44%，股息价值突出。考虑到当前信贷有效需求不足情况仍存，我们小幅下调公司25-26年盈利预测，并新增27年盈利预测，预计公司25-27年EPS分别为6.01/6.25/6.54元（原25-26年EPS预测分别为6.39/6.83元），对应盈利增速分别为2.2%/3.9%/4.7%（原26-27年盈利增速分别为5.2%/6.9%），当前公司股价对应25-27年PB分别为1.03x/0.95x/0.87x，在优异的盈利能力和资产质量保证下，我们看好招行在零售领域尤其是财富管理的竞争优势，维持“强烈推荐”评级。

5、风险提示：1）经济下行导致行业资产质量压力超预期抬升。2）利率下行导致行业息差收窄超预期。3）房企现金流压力加大引发信用风险抬升。

研究分析师：许淼 投资咨询资格编号：S1060525020001

研究分析师：袁喆奇 投资咨询资格编号：S1060520080003

1.2 【平安证券】小米集团-W（1810.HK）*首次覆盖报告*生态优势稳，汽车绘蓝图*推荐 20250326

【平安观点】

1、稀缺的人车家全生态能力。小米汽车的加入意味着小米“人车家全生态”闭环形成，小米由过去的“人”和“家”互联进入到人、车、家三者的互联互通，而大部分车企尚不具备类似小米的能力。目前小米汽车处于供不应求的状态，交付量取决于产能节奏，受限于汽车产能，目前小米汽车门店扩张节奏稍慢，但单店效率高，渠道效率领先。

2、内外部资源强赋能，汽车业务前景可观。小米汽车由雷军亲自挂帅，为小米汽车带来极高关注度，上游产业链对小米汽车信心足，推动汽车业务毛利率稳步提升，亏损逐季收窄。小米汽车的目标是成为全球前五汽车厂商，年销量需超600万台，我们测算小米汽车中期国内空间有望达约400万台/年。凭借智能手机在全球积累的良好口碑，小米建立起全球品牌基础，并在海外构建了成熟的销售服务网络，为小米汽车出海打下坚实基础。

3、手机、IoT构建生态壁垒，基本盘稳步向上。公司手机份额稳居全球第三，ASP、毛利率稳步上升。公司构建起领先的AIoT平台，围绕手机以及智能家居的硬件生态在引流的同时获取了利润，完整的硬件生态亦增强了小米品牌的用户粘性，汽车业务的加入拓宽IoT边界，公司围绕汽车推出多项CarIoT设备，生态优势或可复制到汽车行业。

4、盈利预测与投资建议：我们预计公司2025~2027年公司净利润为354亿/496亿/626亿元，我们认为公司汽车业务潜在发展空间大，目前呈现出较强的增长势头，且在智能生态、出海、产业链等方面优势突出，随着产能增加以及新车型投产，汽车业务的有望为公司带来更高的业绩弹性，首次覆盖给予公司“推荐”评级。

5、风险提示：1) 公司汽车产能节奏释放不达预期的风险；2) 汽车业务达到盈亏平衡的节奏可能低于预期；3) 智能手机、IoT产品市场份额下滑的风险；4) 公司估值回调的风险。

研究分析师：徐勇 投资咨询资格编号：S1060519090004

研究分析师：闫磊 投资咨询资格编号：S1060517070006

研究分析师：王德安 投资咨询资格编号：S1060511010006

研究分析师：王跟海 投资咨询资格编号：S1060523080001

1.3 【平安证券】芯原股份（688521.SH）*事项点评*定增项目获批，公司技术矩阵持续丰富*推荐20250326

【事项说明】

近日，芯原微电子(上海)股份有限公司关于2023年度向特定对象发行A股股票申请获得中国证券监督管理委员会同意注册批复。

【平安观点】

定增项目获批，面向AIGC、智慧出行、图形处理等：据2024年12月17日披露的2023年度向特定对象发行A股股票预案（修订稿），公司拟募资不超过18.07亿元。募集资金将用于两大关键项目：1) AIGC及智慧出行领域 Chiplet解决方案平台研发项目预计实施周期为5年，计划总投资为10.89亿元，该项目公司Chiplet研发项目围绕AIGC Chiplet解决方案平台及智慧出行Chiplet解决方案平台，主要研发成果应用于AIGC和自动驾驶领域的SoC，并开发出针对相关领域的一整套软件平台和解决方案。通过发展Chiplet技术，公司可更大程度地发挥自身先进芯片设计能力与半导体IP研发能力的价值，结合公司丰富的量产服务及产业化经验，既可从事半导体IP授权业务，同时也可升级为Chiplet供应商，提高公司的IP复用性，有效降低芯片客户的设计成本和风险，缩短芯片研发迭代周期，帮助芯片厂商、系统厂商、互联网厂商等企业快速发展高性能计算芯片产品，降低大规模芯片设计的门槛，提高客户粘性，并进一步提高公司盈利能力。2) 面向AIGC、图形处理等场景的新一代IP研发及产业化项目同样预计实施周期为五年，计划总投资为7.19亿元，该项目本项目将在现有IP的基础上，研发面向AIGC和数据中心应用的高性能图形处理器(GPU)IP、AI IP、新一代集成神经网络加速器的图像信号处理器AI-ISP，迭代IP技术，丰富IP储备，满足下游市场需求。项目实施有利于充分发挥公司现有的技术优势及产品优势，巩固公司在行业内的市场地位，扩大市场占有率，为公司持续发展、做大做强打下坚实基础。

在手订单已连续五季度保持高位，研发资源已逐步投入至客户项目中：根据公司的业绩快报，2024年，公司预计实现营业收入23.23亿元，同比下降0.66%；归母净利润为-6.05亿元，同比增亏3.09亿元。由于在产业下行周期客户项目短期有所减少，公司

较以往加大了研发投入的比重，2024年度研发费用同比增加约32%。随着公司芯片设计业务订单增加，2024年下半年芯片设计业务收入同比大幅增加约81%，研发资源已逐步投入至客户项目中，预计未来公司研发投入比重将会下降，恢复到正常水平。截至2024年末，公司订单情况良好，在手订单24.06亿元，较三季度末的21.38亿元进一步提升近13%，在手订单已连续五季度保持高位。2024年四季度公司新签订单超9.4亿元，2024年下半年新签订单总额较2024年上半年提升超38%，较2023年下半年同比提升超36%，较半导体行业周期下行及去库存影响下的2023年上半年大幅提升超66%，对公司未来的业务拓展及业绩转化奠定坚实基础。定增项目的实施有利于公司丰富技术矩阵，打造利润增长点，推进公司的先进技术布局，满足AIGC类市场对大算力芯片的需求，强化公司的市场领先优势。

投资建议：公司是国内半导体IP领先企业，主营业务为一站式芯片定制业务和半导体IP授权业务。公司产品下游应用广泛，包括消费电子、汽车电子、计算机及周边、工业、数据处理、物联网等，主要客户包括成熟的芯片设计公司和IDM、新兴的芯片设计公司，以及系统厂商、大型互联网公司。由于公司尚未稳定盈利，我们选用PS估值法，基于公司公告，我们下调公司的盈利预测，预计2024-2026年公司的营收分别为23.23亿元、29.80亿元和36.68亿元（前值分别为30.14亿、39.33亿、51.86亿），对应3月26日收盘价的PS分别为21.1X、16.5X和13.4X。公司已拥有用于集成电路设计的GPU IP、NPU IP、VPU IP、DSP IP、ISP IP、显示处理器IP六类处理器IP，以及1600多个数模混合IP和射频IP。鉴于公司在国内IP领域的领先地位，以及在AI相关IP布局的稀缺性，我们看好公司未来的中长期发展，维持“推荐”评级。

风险提示：（1）半导体IP技术迭代升级风险。若公司在新技术的开发和应用上无法持续取得领先地位，或将导致公司行业地位和市场竞争力下降，从而对公司的经营产生不利影响。（2）供应商EDA等工具授权风险。如果由于国际政治经济局势剧烈变动或其他不可抗力因素，供应商停止向公司进行EDA技术授权时，将对公司的经营产生不利影响。（3）半导体IP授权服务持续发展风险。若公司无法持续拓展新客户和继续与存量客户维持合作，则半导体IP授权服务存在难以持续发展的风险。

研究分析师：徐勇 投资咨询资格编号：S1060519090004

研究分析师：徐碧云 投资咨询资格编号：S1060523070002

二、一般报告摘要-行业公司

2.1 【平安证券】金宏气体（688106.SH）*年报点评*特气和大宗气产销高增，现场制气成为新增长极*推荐20250326

【事项说明】

公司发布2024年年报，2024年实现营收25.25亿元，yoy+4.03%；实现归母净利润2.01亿元，yoy-36.12%；归母扣非净利润1.56亿元，yoy-45.70%；24Q4实现营收6.68亿元，yoy+3.11%；归母净利润-0.09亿元，yoy-116.49%。2024年利润分配预案：每10股派发现金红利1.00元（含税）。

【平安观点】

高纯氨因光伏链竞争加剧而降价，整体特气和大宗气产销维持高增。2024年，公司特种气体业务营收为9.63亿元，yoy-11.68%，占主营业务收入的38.1%，产销量分别为19.52万吨和26.19万吨，同比增加76.6%和37.2%，单吨特气售价约3675.6元/吨、同比下降2034.2元/吨，特气业务毛利率为27.69%、同比减少12.67pct，主要是由于光伏产业链竞争加大、上下游产品存在打价格战现象，导致公司核心产品高纯氨和高纯氢气等价格受到一定压制。2024年，公司大宗气体产品营收为9.73亿元，同比增加14.23%，占总营收的38.53%，产销量分别为51.48万吨和95.60万吨，同比增加81.81%和54.33%，该业务毛利率为31.26%、同比减少2.94pct；2024年公司燃气业务营收为2.13亿元，同比增加1.29%，毛利率为18.08%。

高毛利的现场制气项目有序推进，成为公司新增长极。现场制气及租金为2024年新增单独核算的业务，2024年该业务营收达2.78亿元、同比高增39.06%，占总营收的11.0%，该业务毛利率高达62.16%、同比提升2.32pct。2024年，云南呈钢集团3套空分供气项目(合同金额23.4亿元)，营口建发单套7万等级空分供气项目(合同金额24亿元)，山东睿霖高分子3万等级空分供气项目(合同金额18.6亿元)均正常履约，稷山铭福钢铁3套空分合作项目于2024年6月正式投运。2024年12月，公司新获得泰国现场制气项目；2025年2月，成立金宏气体(湛江)有限公司，为中集绿能提供现场制气服务。此外，公司利用自建空分项目和现场制气富

余液体积极开拓零售市场，在上海区域和江苏中部地区并购多家公司，两大区域整合公司分别实现营收同增15.64%和9.11%，净利润同增21.28%和34.46%。

投资建议：公司核心产品超纯氨、高纯氧化亚氮、二氧化碳等具有技术和规模优势，且多款高端产品电子级TEOS、六氟丁二烯等持续导入半导体客户，2025-2026年超纯氨、氢气、空分气、二氧化碳、多款特气产品规划的大规模产能陆续投产，公司特气和大宗气销售规模有望继续保持增长，同时随着多项现场制气合同和电子大宗载气订单的兑现，公司整体业绩有望逐年稳步提升，但由于产业竞争激烈、市场格局变化，公司产品价格和毛利率有所下降，特别是用于光伏电池制造的超纯氨、高纯氢气等特气产品，因此结合2024年年报下调2025-2026年业绩预期，新增2027年盈利预测，预计2025-2027年实现归母净利润3.10（原值4.02亿元）、4.29（原值5.12亿元）、4.70亿元（新增），对应2025年3月25日收盘价PE分别为28.9、20.8、19.0倍，下游光伏和半导体基本面逐渐改善，气体价格下行空间有限，后续新产品批量供货和现场制气项目陆续投运有望贡献增量收益，维持“推荐”评级。

风险提示：1）终端需求增速不及预期。若半导体和显示面板产业上行周期延后开启，光伏电池产业需求下行，终端需求不及预期，则公司电子特气业务需求难释放，业绩增速可能受限。2）海外企业大幅扩产。若海外巨头企业大幅提高特气产能规模，以规模和技术优势挤占中国特气市场，则可能造成部分特气产品竞争激增，产能过剩的局面。3）技术突破受阻的风险。若海外严格限制相关技术出口，国内企业在高壁垒高纯特气产品上的研发和工业化量产短期难以突破，则可能造成国产替代进程受阻延后的情况。4）原材料价格大幅波动的风险。若原料空分气和能源价格受极端气候、海外地缘政治等因素影响，供需格局出现较大变动，则价格可能大幅波动，从而造成公司生产成本的抬升。

研究分析师：陈潇榕 投资咨询资格编号：S1060523110001

研究分析师：马书蕾 投资咨询资格编号：S1060524070002

2.2 【平安证券】联瑞新材（688300.SH）*年报点评*半导体行业上行周期，公司高阶球粉产销显著提升*推荐20250326

【事项说明】

公司发布2024年年报，2024年实现营收9.60亿元，yoy+34.94%；实现归母净利润2.51亿元，yoy+44.47%；归母扣非净利润2.27亿元，yoy+50.99%；24Q4实现营收2.67亿元，yoy+32.78%；归母净利润0.66亿元，yoy+35.27%。2024年利润分配预案：每10股派发现金红利5.00元（含税）。

【平安观点】

乘半导体行业上行周期之风，高阶球形粉体销售规模显著提升。据SIA半导体行业协会统计，2024年全球半导体销售额达6276亿美元，同比增加19.1%，半导体产业迎来上行周期，并且在AI等应用技术快速发展的带动下，高性能封装材料需求呈快速增长趋势。公司高阶球形产品销售规模显著提升，2024年公司球形无机粉体材料产销量分别达3.71万吨和3.67万吨，同比增加40.03%和42.29%，实现营收5.49亿元、同比增加48.79%，占总营收的比例达57.2%，该业务毛利率高达49.12%、同比提升2.9pct。角形无机粉体方面，2024年产销量分别为7.74万吨和7.67万吨，同比增加8.91%和8.65%，该产品实现营收2.53亿元、同比增加8.68%，毛利率为27.57%、同比下降5.18pct。此外，2024年公司突破了氮化物球化技术、氮化铝防水解等诸多技术难题，持续推出多种规格低CUT点Low α 微米/亚微米球形二氧化硅、球形氧化铝，高频高速基板用低损耗/超低损耗球形二氧化硅，热界面材料用高导热微米/亚微米球形氧化铝等高端品类。

2025年电子级硅微粉项目有望建成爬坡，新增高速基板用超纯球形粉体项目。截至2024年底，公司2.52万吨集成电路用电子级功能粉体材料项目工程进度已达53.31%，该项目主要规划生产角形硅微粉，为进一步加工成高性能球硅提供原料，2025年产能有望建成爬坡；2024年3月26日公告的3000吨先进集成电路用超细球形粉体生产线项目建设周期为1年，主要设计产品为超细球形粉体，可用于高频高速覆铜板、IC载板等高端领域，2025年或有望建成。此外，2025年2月27日公司新发布公告，拟投资3亿元建设高性能高速基板用超纯球形粉体材料项目，项目分三期建设，一期拟投资1.26亿元，设计产能为1200吨/年，建设周期预计12个月。

合理进行成本管控，期间费用率下调。2024年公司总期间费用率为12.95%，较2023年的14.73%下降1.78个百分点；2024年销

售、管理、研发、财务费用率分别为1.14%、5.93%、6.29%、-0.40%，相较2023年的1.50%、6.92%、6.66%、-0.35%，除财务费用外，其余各项期间费用率同比均有所下降。

投资建议：公司是国内电子级硅微粉头部生产商，产能规模国内领先，同时在HBM存储芯片封装用高壁垒的Low- α 球形硅微粉和球形氧化铝粉体上已有批量供货，随着新建的2.52万吨大规模集成电路用电子级功能性粉体项目和3000吨先进集成电路用超细球形粉体产线投产，2025年产能和销售规模将进一步扩大，同时随着多个规格高性能产品的持续推出，公司高毛利的球形粉体材料收入占比有望继续提高。半导体行业 β 修复和硅微粉赛道 α 共振，公司业绩有望维持良好增势，维持2025-2026年盈利预测，新增2027年盈利预测，预计2025-2027年公司归母净利润分别为3.33、4.18、5.13亿元，对应2025年3月25日收盘价的PE分别为32.0、25.5、20.8倍。半导体行业基本面转暖，公司高性能球形粉体产能规模持续扩大，高毛利产品占比提升，维持“推荐”评级。

风险提示：1、下游需求可能不及预期。若5G、AI、云计算、消费电子等终端产业需求增速放缓，半导体基本面难修复或上行周期拐点再延后，则将导致集成电路封装材料、覆铜板等需求增速不及预期，公司硅微粉销量和售价或将无法保持增长态势。2、项目进程放缓的风险。若公司在研产品和在建项目因技术瓶颈、设施建设放缓等因素导致延后，则对公司业绩增长存在负面影响，同时在相关产品的竞争力上可能下降。3、原材料价格波动的风险。4、同业产能加速释放风险。

研究分析师：马书蕾 投资咨询资格编号：S1060524070002

研究分析师：陈潇榕 投资咨询资格编号：S1060523110001

2.3【平安证券】宁德时代（300750.SZ）*年报点评*营收表现稳健，盈利能力优良*强烈推荐 20250326

【事项说明】

公司发布2024年年度报告。2024年，公司实现营收3620.1亿元，同比-9.70%；实现归母净利润507.5亿元，同比+15.0%。2024Q4公司实现单季度营收1029.7亿元，同/环比分别-3.1%/+11.6%；单季度归母净利润147.4亿元，同/环比分别+13.6%/+12.2%。公司2024年度利润分配预案为：向全体股东每10股派发现金分红45.53元（含税）；不实施资本公积金转增股本，不送红股。

【平安观点】

电池销量稳步增长，营收水平保持稳健。营收端来看，2024年，公司实现营收3620.1亿元，同比-9.70%。分板块来看，公司动力电池板块营收2,530.4亿元（同比-11.3%），占公司营收比重的69.9%；储能系统板块实现营收572.9亿元（同比-4.4%），占公司营收比重的15.8%；电池材料及回收板块实现营收287.0亿元（同比-14.6%），占公司营收比重的7.9%。公司电池产品销量均呈现增长，营收下降主要由于原材料成本下降导致的单价下降。2024年，公司实现锂离子电池销量475GWh，同比增长21.8%，其中，动力电池系统销量381GWh，同比增长18.9%，折算单Wh营收0.66元；储能电池系统销量93GWh，同比增长34.3%，折算单Wh营收0.62元。

公司动储产品毛利率均有提升，盈利能力优良。2024年公司整体毛利率为24.44%，同比提升1.53个百分点，主要得益于原材料成本下行和公司高端产品对毛利的贡献等因素。分业务板块来看，2024年公司动力电池系统毛利率23.94%，同比提升5.81个百分点，单Wh毛利0.159元；公司储能电池系统毛利率26.84%，同比大幅提升8.19个百分点，单Wh毛利0.165元。公司动储电池毛利率同比提升，一方面由于电池材料成本下降，产品单位毛利降幅低于原材料成本降幅，毛利率数值提升；另一方面也有产能利用率的同比提升、高端产品渗透率增加等因素影响。材料相关板块，公司电池材料及回收业务毛利率10.51%（同比-0.87pct），电池矿产资源业务毛利率8.53%（同比-11.33pct）。净利率方面，2024年公司销售净利率14.92%，同比增加3.26pct。

产品研发、市场开拓和产能布局均稳步推进，为后续成长奠定基础。产品开发方面，2024年，公司持续推出创新产品。乘用车产品包括神行Plus电池、新一代麒麟高功率电池和骁遥增混电池，形成乘用车三大产品线，巩固用户认知。商用车领域，公司推出天行系列多款产品，分别针对不同应用场景提供有针对性的产品。储能场景，公司发布全球首款5年零衰减、单体6.25MWh的天恒储能系统，全面降低生命周期内使用成本。创新解决方案方面，公司升级巧克力换电解决方案，推出骐骥换电和滑板底盘产品等，增强市场竞争力。市场开拓方面，公司与全球多家动力和储能客户形成密切合作；全球产能建设稳步推进，德国工厂产能

提升，匈牙利和西班牙工厂筹建中。此外，公司积极开发零碳科技产品与解决方案，与国内多个城市或地区签署战略合作协议，推动新能源产品绿色智造和基础设施建设，促进各领域绿色低碳转型。

投资建议：公司作为全球领先的锂电池企业，动力和储能电池技术实力领先，全球市场布局全面。2024年全球动力和储能锂电池市场需求增长的同时，产品价格经历了较大的降幅；公司盈利预测前值系近1年前做出，依据当时市场情况给出的预测值相对偏高，我们下调公司2025-2026年盈利预测，预计2025/2026年公司归母净利润分别为662.56/797.29亿元（预测前值为727.45/829.01亿元），新增2027年归母净利润预测为923.57亿元，对应3月25日收盘价PE分别为17.2/14.3/12.4倍。2025年，全球锂电池需求有望继续增长、供需格局改善，我们看好公司作为全球锂电池领先企业的技术和成本控制优势，以及在固态电池等新技术领域的前瞻性布局，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：1) **市场需求不及预期风险：**随着全球新能源汽车渗透率进一步提升，市场需求增长率将可能放缓，将影响新能源汽车产销量，进而对锂电池行业的发展产生不利影响。2) **技术路线变化风险：**全球众多知名车企、电池企业、材料企业、研究机构等纷纷加大对新技术路线的研发，若出现可产业化、市场化、规模化发展的新技术路线和新产品，产业链现有企业的市场竞争力将会受到影响。3) **原材料价格波动风险：**动力电池材料受锂、镍、钴等大宗商品和化工原料价格的影响较大。若原材料价格大幅上涨，对中下游电池材料和电芯制造环节的成本将形成较大压力。4) **市场竞争加剧风险：**近年来锂离子电池市场快速发展，不断吸引新进入者参与竞争，同时现有产业链企业也纷纷扩充产能，市场竞争日趋激烈，目前行业内企业未来发展面临一定的市场竞争加剧风险。

研究分析师：张之尧 投资咨询资格编号：S1060524070005

研究分析师：皮秀 投资咨询资格编号：S1060517070004

三、新股概览

图表 1 即将发行的新股 - 新股发行一览表

| 股票名称 | 申购日 | 申购代码 | 发行价(元) | 申购限额(万股) | 发行市盈率 | 承销商 |
|------|------------|--------|--------|----------|-------|-------------------------|
| 宏工科技 | 2025-04-08 | 301662 | | 0.45 | | 广发证券股份有限公司,中信证券股份有限公司 |
| 肯特催化 | 2025-04-07 | 732120 | | 0.90 | | 国金证券股份有限公司 |
| 泰禾股份 | 2025-03-31 | 301665 | | 0.70 | | 光大证券股份有限公司 |
| 信凯科技 | 2025-03-31 | 001335 | | 0.90 | | 国投证券股份有限公司 |
| 泰鸿万立 | 2025-03-28 | 732210 | 8.60 | 2.70 | 18.60 | 东方证券股份有限公司 |
| 中国瑞林 | 2025-03-26 | 732257 | 20.52 | 0.95 | 18.17 | 中信证券股份有限公司,长江证券承销保荐有限公司 |
| 首航新能 | 2025-03-24 | 301658 | 11.80 | 0.75 | 15.88 | 国泰君安证券股份有限公司 |

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

图表 2 已发行待上市的新股 - 新股上市一览表

| 股票名称 | 申购中签率(%) | 上市日 | 交易代码 | 发行价(元) | 申购限额(万股) | 发行市盈率 |
|------|----------|------------|--------|--------|----------|-------|
| 开发科技 | 0.17 | 2025-03-28 | 920029 | 30.38 | 158.96 | 8.36 |
| 浙江华远 | 0.02 | 2025-03-27 | 301535 | 4.92 | 1.20 | 25.91 |
| 浙江华业 | 0.01 | 2025-03-27 | 301616 | 20.87 | 2.00 | 25.22 |

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

四、资讯速递

4.1 国内财经

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容

商务部：支持国际消费中心城市培育建设 积极推进首发经济，扩大出入境消费，促进服务消费提质扩容

3月26日，国务院办公厅转发商务部《关于支持国际消费中心城市培育建设的若干措施》的通知。《措施》提出积极推进首发经济、优化入境政策和消费环境、更好发挥免税店和离境退税政策作用、办好各类大型消费促进活动、推动商贸流通高质量发展、促进服务消费提质扩容、提升消费供给品质等方面的具体举措，支持上海市、北京市、广州市、天津市、重庆市(下称“相关城市”)加快国际消费中心城市培育建设，打造具有全球吸引力的消费环境，全方位扩大国内需求，扩大高水平对外开放。《措施》提出，相关城市要积极推进首发经济，吸引全球优质品牌开设首店，设立研发设计中心和地区总部，完善首发经济生态链。在中国发展高层论坛2025年年会上，不少跨国企业高管就明确指出当前中国不仅是外企的消费中心、生产中心，更是研发中心。扩大出入境消费方面，《措施》提出，要推动相关城市实施过境免签政策区域联动，支持相关城市增设境外直飞航线；落实市内免税店政策，推动已批准设立的市内免税店尽快完成建设并营业；优化离境退税商店布局，引导更多优质商户成为离境退税商店，打造一批离境退税特色街区。

4.2 国际财经

日本央行新委员首秀未透露加息时间点，5月会议悬念增加

日本央行新任政策委员小枝顺子周三在东京首秀中展现审慎立场，既未排除5月加息可能，也未明确支持市场主流预期的6-7月行动窗口。这位刚开启五年任期的经济学家表示：“正利率政策的经济效应需要持续观察，但这并不急于要求我们立即作出加息决定。在下次会议前，我们有充足时间仔细考量。”小枝顺子的策略与行长植田和男如出一辙——既承认需要进一步收紧政策，又刻意模糊时间节点。这种“打太极”式的表态让市场继续揣测5月1日政策会议可能出现意外。

核心设备投资意外下滑，美国制造业步入观望期

美国商务部最新数据显示，2月份核心设备投资意外“降温”。剔除飞机和军工设备的核心资本货物订单较上月下降0.3%，这是自去年10月以来的首次负增长。未经通胀调整的数据表明，部分企业在关税政策和减税立法悬而未决之际，正暂缓投资计划。尽管整体耐用品订单(使用寿命超三年的商品)环比增长0.9%，但若扣除波动较大的运输设备，增幅仅0.7%。这种分化显示，企业对长期资本支出的谨慎态度，与特朗普政府关税政策的不确定性及减税法案引发的争议密切相关。

4.3 行业要闻

乘联分会：2025年2月乘用车市场产品竞争力指数为88.9

3月26日，乘联分会发文称，以2019年1月为基期，2025年2月整体市场产品竞争力指数为88.9，环比上升0.4个点；从三大细分市场来看，轿车和SUV市场环比分别上升0.7和0.3个点，而MPV市场环比下滑16.4个点。2025年2月，乘用车批发量176.7万辆，创当月历史新高，同比大增，而环比两位数下降；本月是春节后的开局月，随着2025年报废更新与置换更新政策的逐步启动，加之各大车企主动稳定价格预期，总体车市价格战相对往年较为温和一些，整体市场的价格力度环比上升0.3个点；总体来看，整体市场产品竞争力指数环比上月上升0.4个点。备注：仅保留最近12个月数据，以2019年1月为基点100%总体来看，2025年2月轿车市场产品竞争力指数为85.9，环比上升0.7个点，其中价格力度和用户口碑指标环比分别下滑0.6和0.5个点，市场热度指标环比上升0.1个点，产品评价指标环比保持不变。备注：仅保留最近12个月数据，以2019年1月为基点100%总体来看，2025年2月SUV市场产品竞争力指数为92.5，环比上升0.3个点，其中价格力度、产品评价和市场热度指标环比均上升，上升幅度分别为1.0、0.2和0.2个点，而用户口碑指标环比下滑0.3个点。备注：仅保留最近12个月数据，以2019年1月为基点100%总体来看，2025年2月MPV市场产品竞争力指数为83.5，环比下滑16.4个点，其中产品评价、用户口碑和价格力度指标环比均下滑，下滑幅度分别为25.1、1.1和0.3个点，而市场热度指标环比保持不变。

硅业分会：本周多晶硅价格以平稳为主 下游企业补库意愿较低

硅业分会发文称，本周多晶硅价格维持稳定。n型复投料成交价格区间为3.90-4.60万元/吨，成交均价为4.17万元/吨，n型颗粒硅成交价格区间为3.80-4.10万元/吨，成交均价为3.90万元/吨，p型多晶硅成交价格区间为3.20-3.60万元/吨，成交均价为3.40万元/吨。本周部分多晶硅企业开始签订下月订单，仅有较少的成交量。本周n型多晶硅有成交的企业数量为5家。根据企业反馈，3月整体成交量低于预期，下游企业去库意愿较强，部分订单甚至有可能出现要求延迟交货的现象。

4.4 两市公司重要公告

丽珠集团：2024年净利同比增5.5% 拟10派11元

丽珠集团披露年报。公司2024年实现营业收入118.12亿元，同比下降4.97%；实现归属于上市公司股东的净利润20.61亿元，同比增长5.50%；基本每股收益2.24元/股。公司2024年度利润分配预案为：向全体股东每10股派发现金股利11.00元（含税）。

青岛银行：2024年净利同比增两成 拟10派1.6元

青岛银行披露年报。公司2024年实现营业收入134.98亿元，同比增长8.22%；实现归属于母公司股东的净利润42.64亿元，同比增长20.16%；基本每股收益0.69元/股。公司2024年度利润分配预案为：向全体普通股股东每10股派发现金股息1.60元（含税）。截至2024年末，不良贷款率1.14%，比上年末下降0.04个百分点，拨备覆盖率241.32%，比上年末提高15.36个百分点；资本充足率13.80%，比上年末提高1.01个百分点，核心一级资本充足率9.11%，比上年末提高0.69个百分点。

美能能源：2024年净利同比增6.71% 拟10转3派8元

美能能源披露年报。公司2024年实现营业收入6.65亿元，同比增长15.53%；实现归属于上市公司股东的净利润8729.82万元，同比增长6.71%；基本每股收益0.47元/股。公司2024年度利润分配预案为：以公司未来实施分配方案时股权登记日的总股本扣除回购专户上已回购股份后的股本为基数，向全体股东每10股派发现金红利8.00元（含税），以资本公积金向全体股东每10股转增3股。

三维化学：2024年净利同比降6.92% 拟10派3元

三维化学披露年报。公司2024年实现营业收入25.54亿元，同比下降3.88%；实现归属于上市公司股东的净利润2.63亿元，同比下降6.92%；基本每股收益0.40元/股。公司2024年度利润分配预案为：向全体股东每10股派发现金红利3.00元（含税）。

仲景食品：2024年净利同比增1.81% 拟10派8元

仲景食品披露年报。公司2024年实现营业收入10.98亿元，同比增长10.40%；实现归属于上市公司股东的净利润1.75亿元，同比增长1.81%；基本每股收益1.20元/股。公司2024年度利润分配预案为：向全体股东每10股派发现金红利8元（含税）。

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级:

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代理行独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2025版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话:4008866338

深圳

深圳市福田区益田路5023号平安金融中心B座25层

上海

上海市陆家嘴环路1333号平安金融大厦26楼

北京

北京市丰台区金泽西路4号院1号楼丽泽平安金融中心B座25层