



每日晨报

2025 年 3 月 28 日

银河观点集萃

- **宏观：瞭望 2035：人工智能重构大国经济新范式。**展望 2035，AI 将撬动中国经济从“大国规模优势”向“全球协同优势”的范式跃迁。AI 技术的突破性发展，特别是其在知识重组、系统优化、跨域协同方面的独特能力，将成为撬动中国经济范式跃迁的核心杠杆，推动规模优势升维为“协同优势”，重构中国在全球价值链中的战略定位。而未来十年中国的机遇恰恰在于将 AI 驱动的超复杂系统管理能力，与“人类命运共同体”的价值主张结合，为全球化 2.0 时代提供兼顾效率与公平的协同范式。
- **招商银行 (600036)：**负债成本优化，分红率领先同业。公司围绕价值银行战略目标，坚持质量效益规模动态均衡。扩表节奏稳健，零售金融优势显著，财富管理、金融科技、风险管理核心能力增强。2024 年分红率 35.32%，领先同业，并拟于 2025 年实施中期分红。结合公司基本面和股价弹性。
- **中国广核 (003816)：**发电业务稳健运行，惠州 1 号机组投产在即。24Q4 非经对业绩形成扰动，所得税费用、少数股东损益同比大幅提升。24Q4，公司产生非经常性损益-1.45 亿元，23 年同期为 0.62 亿元，主要系其他营业外收入和支出（主要包括陆丰核电和台山核电项目用地用海罚款、固定资产报废损失、对外捐赠及税收滞纳金等）由 23Q4 的 0.11 亿元变为 24Q4 的-3.48 亿元。而针对 24Q4 公司营收增速和利润增速之间的差异，主要系所得税费用、少数股东损益同比分别增长 163.6%、56.3%所致。新机组投产贡献增量，发电业务维持稳健运行。惠州 1 号机组投产在即，支撑公司 25 年业绩表现。
- **中裕科技 (871694)：**深耕流体传输软管，布局中东拓展下游应用。中裕科技自成立以来深耕流体传输高分子材料软管领域，发展至今形成了多层次的系列产品格局，在页岩油气开采和应急救援领域具有较强的市场竞争力。未来公司将在逐步开发并拓展流体传输软管的其他市场领域与应用场景的同时，加大开拓公司柔性增强热塑性复合管、钢衬改性聚氨酯耐磨管新产品在油气开采、矿产开发等领域的市场力度，打造公司新的成长曲线。
- **晨光股份 (603899)：**24 年营收个位数增长，线上、海外业务发力。公司持续优化传统核心业务布局，调整产品结构，提升渠道效率，零售大店业务稳步扩张，办公直销业务持续深化发展，未来有望维持成长。
- **复星医药 (600196)：**利润端显著改善，创新驱动成长。公司上市产品丰富，抗肿瘤等高毛利生物药销售额和销售占比逐步提升，公司持续布局大分子和小分子研发和引进，创新化和国际化为公司贡献新增量，同时复宏汉霖 H 股全流通预期提升创新药估值。

责任编辑

周颖

☎：010-80927635

✉：zhouying_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130511090001

要闻

1-2 月规模以上工业企业营业收入继续改善，
利润降幅收窄

银河观点集锦

宏观：瞭望 2035：人工智能重构大国经济新范式

核心观点

2025 年第一季度，AI 终端创新呈现高性能计算、轻量化设计、场景多元化三大特点。CES 2025 成为技术落地的核心舞台，推动 AI 从云端向端侧渗透，同时加速具身智能、自动驾驶等领域的商业化进程。未来，AI 与终端硬件的深度融合将重塑消费电子生态，进一步拓展人机协作的边界。

当前中国经济面临“需求侧动能弱化”与“供给侧效率瓶颈”的双重挑战：1、需求侧动能弱化体现为固定资产投资增速放缓、出口竞争力重构、消费升级的“未完成转型”。财政紧平衡下基建投资增速放缓导致固定资产投资增速下行，出口在全球价值链中的地位面临重构，而居民可支配收入、储蓄率与 GDP 占比之间的剪刀差揭示了消费升级进程的未完成状态；2、供给侧效率瓶颈体现为资本边际产出率衰退的“索洛悖论”、人口红利消逝、碳达峰目标下的要素重置压力等多重瓶颈。

新一轮 AI 技术成为破局关键，AI 核心产业及 AI 赋能产业成为驱动经济增长的双引擎。AI 技术正在引发一场“静默的工业革命”——其本质是通过数据智能重构经济系统的熵减机制。我们预计到 2035 年 AI 核心产业，包括算力基础设施、AI 智能终端与硬件、AI 算法与软件等，将直接贡献 GDP 约 10%；AI 赋能产业，通过提升全要素生产率，间接拉动经济增长。

我们预计 2025-2035 年人工智能将对 TFP 平均增速拉动 1.3% 左右，到 2035 年，人工智能对实际 GDP 额外拉动 14.8% 左右。我们在柯布道格拉斯生产函数框架下，分别在有 AI 影响和无 AI 影响条件下对全要素生产率进行测算，2025-2035 年人工智能对 TFP 平均增速拉动 1.3% 左右。进一步外推出 AI 对 GDP 的拉动效应，测算得到到 2035 年，人工智能将对 GDP 额外拉动 14.8% 左右。

AI 技术通过“消费创造、投资提质、出口升级”的三维重构路径，推动中国经济动能转换。AI 经济下，中国的独特优势在于超大规模市场为 AI 提供丰富的训练场景，新型举国体制能快速聚合创新要素，完备的产业体系保障 AI 产业链上下游协同发展。具体而言，AI 技术通过“消费创造（场景创新×需求激活）、投资提质（能算协同×空间智联）、出口升级（质量溢价×跨境服务 AI 化），促使全要素生产率与制度创新协同共进，以 AI 为代表的新质生产力将成为突破“中等收入陷阱”，重塑全球经济格局的核心驱动力。

DeepSeek 成为中国 AI 经济从规模扩张转向全球竞争力构建的核心加速器。DeepSeek 通过其高效的模型架构和优化策略，显著降低了 AI 技术的部署成本，提升了模型的响应速度和吞吐量，使得 AI 能够在更广泛的场景中实现快速落地，此外 DeepSeek 通过自研编译器和开源框架，实现国产芯片与全球主流技术生态兼容，降低 AI 算力成本同时，缩短了中国智能算力的海外代际差，加快企业智能化改造周期，加速中国 AI 经济推进。

展望 2035，AI 将撬动中国经济从“大国规模优势”向“全球协同优势”的范式跃迁。AI 技术的突破性发展，特别是其在知识重组、系统优化、跨域协同方面的独特能力，将成为撬动中国经济范式跃迁的核心杠杆，推动规模优势升维为“协同优势”，重构中国在全球价值链中的战略定位。而未来十年中国的机遇恰恰在于将 AI 驱动的超复杂系统管理能力，与“人类命运共同体”的价值主张结合，为全球化 2.0 时代提供兼顾效率与公平的协同范式。

风险提示

市场需求不及预期风险；产品研发不及预期风险；创新商业落地不及预期风险。

分析师：章俊，吴砚靖，张迪，赵良毕，何伟，鲁佩，程培，高峰，石金漫，李良，吕雷，黄林，段尚昌，岳铮，邹文倩，李璐昕，胡浩森

招商银行 (600036): 负债成本优化, 分红率领先同业

核心观点

全年净利与 Q4 单季度营收增速均回正：2024 年，公司营收同比-0.48%，归母净利润同比+1.22%，均较 2024Q1-Q3 改善；年化加权平均 ROE14.49%，同比-1.73pct。2024Q4，营收同比+7.53%，较 2024Q3 由负转正；归母净利润同比+7.63%，较 2024Q3 提升 6.9pct。公司净息差降幅收窄，且其他非息收入高增，拉动营收向好。

存款成本优化成效释放，个人消费贷高增：2024 年，公司利息净收入同比下降 1.58%，2024Q4 单季度同比+3.05%。2024 年公司净息差 1.98%，较 2023 年末-17BP，主要受贷款收益率下降拖累较多，但存款重定价对负债成本的优化释放。具体来看，生息资产收益率、付息负债成本率分别为 3.5%、1.64%，分别较 2023 年-26BP、-9BP；贷款收益率、存款付息率分别较 2023 年-35BP、-6BP，其中，存款成本较 2024 年前三季度-4BP。截至 2024 年末，公司各项贷款同比+5.83%，对公信贷投放提速，贷款结构整体优化。具体来看，对公贷款同比+10.15%，其中，普惠、制造业贷款增速高于贷款平均。零售贷款同比+6.01%，主要由消费贷高增拉动，同时，小微增量扩面，按揭重回正增，个人消费、小微、按揭贷款分别增长 31.38%、9.87%、2.31%。公司各项存款同比+11.54%，主要受益于个人存款同比+15.4%，增速稳中有升。2024 年末，定期存款占比 47.24%，较 2023 年末+2.57pct，较 2024H1-0.23pct。

代理理财收入增速亮眼，其他非息收入高增：2024 年，公司非息收入同比+1.41%，重回正增长。公司中收同比-14.16%，主要由于受降费影响，财富管理收入-22.7%；资管及银行卡业务收入分别-6.2%、-14.16%，也形成拖累。然而，受益于代销规模和产品优化驱动，代销理财收入同比+44.84%。财富管理规模稳步增长，零售 AUM 同比+12.05%，其中金葵花客户 AUM 同比+12.98%。公司其他非息收入同比+34.13%，主要来源于投资收益+34.74%、公允价值变动收益+229.63%。

资产质量较优，零售不良略有上升：2024 年末，公司不良贷款率 0.95%，关注类贷款占比 1.29%，分别较 2023 年末持平、+19BP；不良贷款生成率 1.05%，较 2023 年末+2BP。对公贷款不良率 1.06%，较 2023 年末-13BP，其中，房地产风险敞口规模-6.23%，贷款不良率下降至 4.94%。零售贷款不良率 0.96%，较 2023 年末+7BP，其中按揭、小微贷款不良率上升较多。2024 年末，公司拨备覆盖率 411.98%，较 2023 年下降 25.72pct，风险抵补能力仍充足。公司核心一级资本充足率 14.86%，较 2023 年末上升 1.13pct。

投资建议

公司围绕价值银行战略目标，坚持质量效益规模动态均衡。扩表节奏稳健，零售金融优势显著，财富管理、金融科技、风险管理核心能力增强。2024 年分红率 35.32%，领先同业，并拟于 2025 年实施中期分红。结合公司基本面和股价弹性。

风险提示

经济不及预期，资产质量恶化风险；利率下行，NIM 承压风险。

分析师：张一纬

中材国际 (600970): 业绩如期稳健提升, 生产运营服务增速快

核心观点

事件：公司发布 2024 年年报。

生产运营服务增速较快。2024 年，公司实现营收 461.27 亿元，同比增长 0.72%；其中，工程服务实现营收 271.25 亿元，同比增长 1.73%；装备业务实现营收 62.14 亿元，同比减少 18.42%；生产运营服务实现营收 129.20 亿元，同比增长 21.88%。公司实现归母净利润 29.83 亿元，同比增长 2.31%；实现扣非净利润 27.21 亿元，同比增长 1.64%。公司实现经营活动现金净流量 22.9 亿元，同比减少 12.46 亿元，主要系水泥市场行情影响结算及回款进度以及本年收款使用票据结算增加所致。2024 年公司现金分红 10.57 亿元，股息率为 4.75%，公司提出未来有条件地稳步提升现金分红比例。

盈利能力稳中有升，减值损失有所减少。2024 年公司毛利率为 19.63%，同比提高 0.2pct；净利率为 6.99%，同比提高 0.03pct。期间费用率为 10.76%，同比提高 0.24pct。销售费用率为 1.19%，同比下降 0.03pct。管理费用率为 5.15%，同比提高 0.42pct。财务费用率为 0.59%，同比提高 0.04pct。研发费用率为 3.82%，同比降低 0.2pct。公司资产负债率为 61.28%，同比降低 0.85pct。报告期公司资产减值损失和信用减值损失合计 4.02 亿元，去年同期为 4.91 亿元，资产减值损失减少 0.89 亿元。

新签合同稳健提升，生产运营合同增速较快。2024 年，公司新签合同 634.44 亿元，同比增长 3%，其中，境外新签合同 362.01 亿元，同比增长 9%，公司获取了沙特、菲律宾、伊拉克、加拿大等 15 个国家 19 条境外水泥整线项目。公司境内新签合同 272.43 亿元，同比减少 4%，主要受境内水泥行业产能过剩矛盾突出、效益整体下行影响。分业务看，公司新签工程服务合同 371.78 亿元，同比降低 4.84%；新签装备合同 71.64 亿元，同比下降 3%；新签生产运营服务合同 173.12 亿元，同比增长 27%；其中，新签矿山运维合同 108.35 亿元，同比增长 36%；新签水泥运维和其他合同 64.77 亿元，同比增长 15%。

风险提示

固定资产投资下滑的风险；新签订单不及预期的风险；应收账款回收不及预期的风险。

分析师：龙天光，张涿荻

中国广核 (003816): 发电业务稳健运行, 惠州 1 号机组投产在即

核心观点

事件：公司发布 2024 年年报，2024 年实现营收 868.04 亿元，同比+5.2%，实现归母净利润 108.14 亿元（扣非 107.13 亿元），同比+0.8%（扣非同比+0.9%）。24Q4 单季度实现营收 245.34 亿元，同比+8.1%，实现归母净利润 8.30 亿元（扣非 9.75 亿元），同比-19.0%（扣非同比+1.3%）。2024 年，公司向全体股东每 10 股派发现金红利 0.95 元（含税），对应现金分红比例 44.36%，相较 2023 年的 44.26% 小幅提升。以 2025/3/26 股价为基础，测算公司 2024 年现金分红对应的股息率为 2.54%。

24Q4 非经对业绩形成扰动，所得税费用、少数股东损益同比大幅提升。24Q4，公司产生非经常性损益-1.45 亿元，23 年同期为 0.62 亿元，主要系其他营业外收入和支出（主要包括陆丰核电和台山核电项目用地用海罚款、固定资产报废损失、对外捐赠及税收滞纳金等）由 23Q4 的 0.11 亿元变为 24Q4 的-3.48 亿元。而针对 24Q4 公司营收增速和利润增速之间的差异，主要系所得税费用、少数股东损益同比分别增长 163.6%、56.3% 所致。

期间费用率&资产负债率持续优化，经营性净现金流同比增长。2024 年，公司 ROE（摊薄）为 9.05%，同比下降 0.42pct；拆分来看：1）销售毛利率同比下降 1.94pct 至 34.03%，其中受电价下降和燃料、折旧等成本上升影响，核电业务毛利率同比下降 2.25pct 至 43.60%；期间费用率持续压降，2024 年同比下降 1.2pct 至 11.87%，主要由于利率下行导致财务费用率同比下降 0.95pct 至 5.91%；二者共同作用下销售净利润率同比下降 0.55pct 至 20.10%；2）公司资产负债率持续优化，2024 年向下突破 60% 达到 59.49%。此外，2024 年公司实现经营性净现金流 380.16 亿元，同比增长 14.78%。

新机组投产贡献增量，发电业务维持稳健运行。2024 年，公司子公司实现发电量 1,908.07 亿千瓦时，同比增长 7.08%（其中 24Q4 为 516.48 亿千瓦时，同比+13.2%），主要得益于防城港 4 号机组的投运以及台山 1 号机组恢复正常运行；子公司及联营企业合计实现发电量 2,421.81 亿千瓦时，同比增长 6.08%（其中 24Q4 为 641.12 亿千瓦时，同比+9.4%）。2024 年，受市场化电价下行影响，公司平均上网电价为 0.416 元/kWh（含税），同比下跌 7 厘/kWh 或 1.57%。价跌量增下，公司发电业务实现营收 659.32 亿元，同比增长 5.5%。而从成本端来看，防 4 商运、台 1 恢复运行使得公司按产量法摊销/计提的燃料、折旧成本均有所增加，同时阳江 5 号、6 号、台山 1 号、2 号机组商运满五年导致计提的乏燃料处置金也有所增加，综合影响下，公司发电业务成本同比增长 9.8% 至 371.86 亿元。尽管毛利率有所下降，但考虑费用端的节省、红沿河核电投资收益增加等有利因素，公司发电业务净利润表现稳健，2024 年达到 172.45 亿元（核电业务运营、电力销售及相关技术服务分部净利润），同比基本持平。

惠州 1 号机组投产在即，支撑公司 25 年业绩表现。展望 2025 年，存量机组方面，公司计划新安排 19 个换料大修，其中，包含两个十年大修和一个首次大修（2024 年计划新安排 18 个换料大修，包括 4 个十年大修、1 个首次大修）；增量机组方面，惠州 1 号机组投产在即，且根据公司控股股东最新的避免同业竞争承诺，即最晚不迟于核电项目正式开工建设日之后的六年

内注入上市公司，预计惠州 1 号机组（2019/12/26 开工）的注入工作有望于年内开启。基于此，我们预计电量端的增长有望部分对冲 2025 年广东、广西等省份市场化电价下降对公司的不利影响。

风险提示

新项目建设进度不及预期的风险；资产注入不及预期的风险；电价超预期下跌的风险等。

分析师：陶贻功，梁悠南

中裕科技 (871694)：深耕流体传输软管，布局中东拓展下游应用

核心观点

公司自成立以来深耕流体传输软管行业：中裕科技成立于 2000 年，于 2023 年 4 月在北交所上市，是一家专业从事流体传输高分子材料软管的研究、生产和销售的高新技术企业、国家级专精特新“小巨人”企业。公司实控人为黄裕中先生及秦俊明女士，泰州大裕、黄昕亮为一致行动人。

公司主要经营情况：海外市场订单下降，公司业绩阶段性承压。2024 年公司营业收入为 59,927.09 万元，同比下降 10.23%；实现归母净利润 10,482.72 万元，同比下降 17.32%。公司业绩阶段性承压主要系美国和中东市场订单数量比去年同期减少所致。2024 年公司毛利率为 48.85%，净利率为 17.26%，研发费用为 3,444.49 万元，过去 3 年研发投入稳步增长。随着下游需求的恢复和公司海外布局的逐步落地，公司的营业收入和净利润有望重回增长轨道。

橡胶软管行业分析：（1）橡胶软管是用以输送气体、液体、浆状或粒状物料的一类管状橡胶制品，可广泛应用于石油、化工、工程机械、采矿、冶金、建筑、汽车、航空、航海、农林园艺、医疗、家用等诸多领域。（2）我国橡胶软管生产企业已经发展到 1000 多家，规模以上企业达 300 多家；产品产量、质量、结构和企业效益等方面都取得长足进步；产品性能基本满足国内各行业需求，整体水平接近或达到发达国家标准。（3）页岩油气压裂供水软管主要用于向页岩油气井处的蓄水池远距离大流量高压供水，以及将从地下回抽的水力压裂后的废水输送至污水处理厂。全球市场主要水力压裂供水软管企业均为国外的大型企业，包括 Kuriyama Holdings Corporation、Mandals、Gollmer & Hummel、Midwest Hose 等。以公司为代表的中国企业凭借性价比优势和服务优势，正逐步扩大市场份额，发展速度较快。（4）橡胶软管行业材料配方的重要性日益凸显，并具有产品结构持续优化、应用领域不断拓展的行业发展趋势。

投资建议

中裕科技自成立以来深耕流体传输高分子材料软管领域，发展至今形成了多层次的系列产品格局，在页岩油气开采和应急救援领域具有较强的市场竞争力。未来公司将在逐步开发并拓展流体传输软管的其他市场领域与应用场景的同时，加大开拓公司柔性增强热塑性复合管、钢衬改性聚氨酯耐磨管新产品在油气开采、矿产开发等领域的市场力度，打造公司新的成长曲线。

风险提示

原材料价格波动的风险；下游行业需求波动风险；汇率波动风险。

分析师：张智浩

晨光股份 (603899):24 年营收个位数增长,线上、海外业务发力

核心观点

事件：公司发布 2024 年年度报告。2024 年，公司实现营收 242.28 亿元，同比+3.76%；归母净利润 13.96 亿元，同比-8.58%；扣除股份支付后归母净利润 14.46 亿元，同比-2.81%。24Q4，公司实现营收 71.14 亿元，同比-5.04%；归母净利润 3.74 亿元，同比-13.5%；扣非净利润 3.06 亿元，同比-23.92%。

毛利率同比略有改善，费用率提升致扣非净利率受损。

2024 年，公司综合毛利率为 18.9%，同比+0.04 pct。24Q4，单季毛利率为 16.78%，同比+1.15 pct，环比-3.68 pct。

报告期内，公司期间费用率为 11.84%，同比+1.18 pct。其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.17% / 4.05% / 0.78% / -0.16%，同比分别变动+0.53 pct / +0.55 pct / +0.02 pct / +0.07 pct。

2024 年，公司扣非净利率为 5.09%，同比-0.89 pct。24Q4，公司扣非净利率为 4.30%，同比-1.07 pct，环比-1.66 pct。

传统核心业务持续深化产品&渠道布局。

产品方面，公司注重产品开发减量提质，提高单款上柜率和销售贡献；优化产品结构，进一步拓展品牌阵营、丰富产品线，提高必备品上柜率。同时，公司积极布局年轻人喜爱的 IP 与二次元产品；报告期内，奇只好玩快速成长，与国内外多款经典 IP 合作输出的谷子和文具产品，获得市场的良好反馈。

渠道方面，公司推进全渠道布局，传统渠道聚焦单店质量提升，并借助晨光联盟 APP 助力渠道提效，积极推动直供模式、线上渠道发展。此外，公司非洲和东南亚市场的海外业务稳步增长。2024 年，晨光科技实现营业收入 11.44 亿元，同比增长 33%；公司海外市场实现营业收入 10.38 亿元，同比增长 21%。

零售大店新业务稳健发展。九木杂物社线下门店数量稳步增加，门店在产品组合、精细化运营以及消费者洞察及服务等方面继续提升。线上业务多渠道发展，天猫、拼多多、抖音、社区电商、即时零售等新型渠道均有提升。产品方面，IP 类（二次元、谷子及周边衍生品）产品资源投入和销售占比均有提升；晨光产品和自有品牌的占比提升。

报告期内，晨光生活馆（含九木杂物社）实现营业收入 14.79 亿元，同比增长 10%，其中，九木杂物社实现营业收入 14.06 亿元，同比增长 13%。截至报告期末，公司在全国拥有 779 家零售大店，其中九木杂物社 741 家，晨光生活馆 38 家。

办公直销新业务稳步增长。报告期内，办公直销业务实现 138.31 亿元，同比+3.94%。晨光

科力普聚焦发展四大业务板块，办公一站式、MRO 工业品、营销礼品和员工福利，着力拓展营销礼品及 MRO 工业品供应链的开发。

央企客户方面，成功拓展军工、电力、能源等多个领域的业务版图，包括中国石油、中国中化、中国电子信息等新项目成功中标。

政府客户方面，成功续写与军网和中央政府采购中心等项目的深入合作。

金融客户方面，新入围华夏银行、泰康保险和阳光保险等项目，进一步扩大在金融领域的优势。

MRO 工业品方面，对已合作项目做到持续深挖，在国家电投、三峡集团、中国有色和电气装备等多个项目上拓宽新的业务边界。

投资建议

公司持续优化传统核心业务布局，调整产品结构，提升渠道效率，零售小店业务稳步扩张，办公直销业务持续深化发展，未来有望维持成长。

风险提示

经济及消费表现不及预期的风险，原材料价格波动的风险，新业务拓展不及预期的风险，市场竞争加剧的风险。

分析师：陈柏儒，刘立思

复星医药 (600196): 利润端显著改善, 创新驱动成长

核心观点

事件：公司 2024 年实现营业收入为 410.67 亿元，同比减少 0.80%。归属于上市公司股东的净利润为 27.7 亿元，同比增长 16.08%，归母净利率 6.74%，同比增长 1pct。扣非归母净利润为 23.14 亿元，同比增长 15.10%。经营活动产生的现金流量净额为 44.77 亿元，同比增长 31%。公司拟向全体股东派发现金红利总额为 8.5 亿元，现金分红比例 30.7%。

聚焦创新药和高值器械，推进产品结构和策略转型。2024 年公司业绩包含四大板块，1) 制药业务实现收入 289.24 亿元，同比减少 4.29%，毛利率 54.30%，同比增加 1pct；分部利润 32.50 亿元，同比增长 65.73%。主要得益于高毛利创新产品收入稳步增长，核心品种创新型抗 PD-1 单抗帕鲁单抗注射液、CAR-T 细胞治疗产品奕凯达等均实现较快增长，同时资产减值减少和研发费用率下降带动净利率提升，2024 年制药业务研发投入 49.10 亿元，占制药业务收入的 16.98%；其中，研发费用 30.71 亿元，占制药业务收入的 10.62%，同比下降 1.4pct。2) 医疗器械与医学诊断业务实现营业收入 43.23 亿元，同比减少 1.53%，主要由于新冠相关产品收入下降所致。分部利润-0.52 亿元，同比增加亏损 0.19 亿元；利润端受损主要受诊断试剂带量采购的影响，价格承压，销售未达预期，以及联合营投资收益同比下降。3) 医疗健康服务业务实现营业收入 76.47 亿元，同比增长 14.61%；分部利润为-3.15 亿元，同比减少亏损 1.25 亿元，

主要由于持续打造重点专科建设，通过智慧医疗提升服务效率与服务质量，以及通过一体化运营提升运营效率。4) 医药分销和零售业务，联营公司国药控股实现营业收入 5845.08 亿元、归母净利润 70.50 亿元，同比减少 2.02%和 22.14%。

持续推进创新转型，创新药增长动能提升。2024 年公司自主研发及许可引进的 7 个创新药/生物类似药共 16 项适应症、79 个仿制药品种于境内外获批，4 个创新药/生物类似药、81 个仿制药品种于境内外申报上市；获临床试验批准的创新药/生物类似药项目共 18 项。2024 年曲妥珠单抗美国上市，狂犬疫苗（Vero 细胞）中国上市，阿达木单抗 4 项新增适应症中国获批，马来酸阿伐曲泊帕片第二项适应症中国获批，2024 年 9 月注射用 A 型肉毒毒素（达希斐®）中国获批上市，用于暂时性改善成人因皱眉肌和/或降眉间肌活动引起的中度至重度眉间纹。此外，2024 年 9 月公司现金出资 2700 万美元受让 Kite Pharma 持有的复星凯瑞 50% 的股权，增持复星凯瑞股权至 100%，复星凯瑞也将与 Kite Pharma 继续推进既有许可产品 Axi-Cel（已上市产品“奕凯达”）及 Brexu-Cel（在研项目 FKC889）在中国境内及香港、澳门的开发和商业化合

投资建议

公司上市产品丰富，抗肿瘤等高毛利生物药销售额和销售占比逐步提升，公司持续布局大分子和小分子研发和引进，创新化和国际化为公司贡献新增量，同时复宏汉霖 H 股全流通预期提升创新药估值。

风险提示

原材料价格上涨的风险；汇率波动影响公司汇兑收益的风险；下游需求恢复不及预期的风险；产品销售不及预期风险；研发进度不及预期的风险。

分析师：程培，宋丽莹

舍得酒业 (600702):2024 年业绩承压, 期待 2025 年修复

核心观点

事件：舍得酒业公告 2024 年度业绩。2024 年公司实现营业收入 53.6 亿元，同比-24.4%；归母净利润 3.45 亿元，同比-80%。其中，4Q24 收入 8.97 亿元，同比-51%；4Q24 归母净利-3.23 亿元。

2024 年业绩承压：受行业需求变化影响，2Q24 以来公司业绩承压，控货、大力度去库存使 4Q24 业绩进一步下滑。

中高端和普通酒销售均下滑：分产品，2024 年中高端酒收入 40.96 亿元，同比-27.6%；普通酒收入 6.9 亿元，同比-23.4%。大单品品味舍得销售下降，除商务场景消费需求偏弱之外，也因公司注重维护其价格稳定性，避免低价促销，并清收了不合作的小经销商库存。舍之道全年收入基本稳定，在下半年也加强了渠道管控，该产品在城乡下沉市场宴席场景增长较快。高线光瓶

酒产品沱牌特级 T68 快速增长，但体量尚小，未来会聚焦大众餐饮和核心网点打造，提升产品铺货率。其余如定制产品收缩清理拖累普通酒收入表现。公司将聚焦打造藏品 10 年、品味舍得、舍之道、沱牌特级 T68 等战略单品，我们预计 2025 年品味舍得以稳为主，舍之道、沱牌特级 T68、藏品 10 年将贡献增量。

省内销售下滑幅度低于省外：分区域，2024 年省内收入 15.1 亿元，同比-19.7%；省外收入 32.8 亿元，同比-29.9%。省内销售下滑幅度相较于省外小，得益于本地市场中例如遂宁在聚焦打造基地样板市场策略下销售取得韧性增长。省外市场中河南市场大幅下滑触底，山东、河北市场略有下滑，东北市场因治理价格销售波动但高市占率基础仍在。公司 2025 年将聚焦于 7 个基地市场和 200 个区县市场重点深耕，加强厂家直达 C 端的服务，我们认为有助于夯实市场销售。

去库存使盈利能力承压：2024 年公司净利润下滑幅度较大，归母净利率仅录得 6.5%，同比-18.6pcts。其中毛利率同比-9pcts，销售费用率同比+5.6pcts，税金及附加占收入比重+5.1pcts。主要因公司去年帮助经销商去库存、促动销投入导致。我们预计 2025 年公司净利率将会有所恢复。

风险提示

白酒商务消费需求持续低迷的风险，公司经销商流失的风险。

分析师：刘来珍

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

周颖策略分析师。清华大学本硕，2007年进入证券行业，2011年加入银河证券研究院。多年消费行业研究经历。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn