

2024年12月27日 星期五

分析师推荐

【东兴交运】交通运输行业 2025 年投资展望：稳中求进，优选供需改善板块 (20241226)

行业回顾：量升价降贯穿全年，消费降级对行业影响较明显

截至 2024 年 12 月 24 日，年初以来交运板块涨幅约 12.5%，与之对比沪深 300 涨幅为 15.4%。虽然涨幅略低于沪深 300，但运输板块在申万一级板块中涨幅依旧相对靠前。子板块中，市场对于高确定性子板块和周期底部反转的子板块更加关注。

回顾今年全年，我们认为量升价降是今年运输行业比较明显的一个趋势，而消费端的降级对于这种变化起到了比较关键的作用。量升意味着国内市场的潜在需求依旧有待挖掘，价降则说明了增量客户对于性价比提出了更高的要求，下沉市场的重要性继续凸显。

25 年展望：正视行业价格竞争，重视供需边际改善和政策调控

我们认为，量升价降不仅是今年的现状，由此可能带来的价格内卷性竞争也是 25 年行业可能会面临的挑战。12 月召开的中央经济工作会议中明确提出，要综合整治“内卷式”竞争，规范地方政府和企业行为，说明政府部门对于明年价格竞争加剧的可能性有充分的认识，同时也说明国家对于反内卷的态度更加坚决，且将更多的付诸于行动。

在这样的背景下，行业方面，我们建议关注存在供需边际改善或改善预期的板块，以及业绩确定性高并受益于降息周期的板块。个股方面，我们关注能够在价格下行周期维持较高盈利水平的行业龙头，以及深耕细分领域，具备穿越周期能力的个股。对于价格竞争较为激烈的领域，还需要重点关注政策调控带来的变化，反内卷可能会为行业的竞争划定比较清晰的底线，进而推动行业基本面的触底回升。

快递：价格战进入新阶段，业绩分化或更加明显

今年低价件的持续增长超出了市场预期，在这一背景下，快递龙头中通从偏重盈利转向偏重市场份额。随着中通重新加入市场份额的争夺，2025 年快递行业的价格战烈度大概率会高于 24 年。

相比于今年行业重点比拼降本增效，预计 25 年行业竞争会重新回到加盟商稳定性的比拼，这是因为规模效应边际收益递减，在产能利用率已经明显提升的情况下，单票成本继续摊薄的空间受限。若明年行业价格继续下探，很容易侵蚀到加盟商的利润空间，因此加盟商更稳定的快递公司将在竞争中获得明显优势，这在上一轮价格战中已经得到了验证。

A 股港股市场

指数名称	收盘价	涨跌%
上证指数	3,400.14	0.06
深证成指	10,659.98	-0.13
创业板	2,204.9	-0.22
中小板	6,518.24	-0.22
沪深 300	3,981.03	-0.16
香港恒生	20,095.66	-0.01
国企指数	7,308.76	0.07

A 股新股日历（本周网上发行新股）

名称	价格	行业	发行日
钧威电子	10.40	电子	20241230
赛分科技	4.32	基础化工	20241230

*价格单位为元/股

A 股新股日历（日内上市新股）

名称	价格	行业	上市日
国货航	2.30	交通运输	20241230

*价格单位为元/股

数据来源：恒生聚源, 东兴证券研究所

在竞争加剧的环境下，行业内各公司的业绩分化较正常年份也会更加明显，龙头企业的盈利占比提升和市场份额提升是大概率事件。行业龙头中通与圆通在加盟商稳定性上具备较为明显的优势，在下行周期中具备保持盈利稳定的能力，是我们重点关注的标的。

高速公路：降息周期下，高股息个股或持续强势

高速公路板块受益于其现金流充沛，盈利稳定且高股息的特质，受到市场的持续关注。随着市场对于高股息概念关注度提升，高速公路个股对分红也越发重视。同时，股息率对于个股股价的锚定作用还在提升，可以观察到行业重点公司的股息率曲线有逐步向 LPR 曲线贴近的趋势，降息直接影响市场对于企业股息率的要求。

我们认为市场对稳定回报的诉求并非短期改变，而是长期趋势；降息周期则进一步提高了高速公路股的安全边际，因此新的一年，高速公路板块高股息个股的强势表现有望延续。我们重点关注皖通高速、宁沪高速、越秀交通基建等高股息标的。

航空：需求缓慢恢复，供给极低增长，过剩有望逐步缓解

今年航空整体表现为量高价低，客座率方面，国内和国际航线客座率四季度都已经明显高于 19 年同期，但价格方面则低于 19 年同期，更是明显低于 23 年同期。航空业目前量价难以兼得，主要是由于行业同时面临需求不足和供给过剩的双重影响。

展望 25 年，行业的供需关系有望逐步改观。需求端方面，国际航线的结构性过剩有望随着北美航线的恢复逐步改善。供给端方面，三大航近几年的飞机实际引进明显低于其引进计划，由于三大航对飞机的引进越发保守，我们预计 25 年行业供给端依旧会维持非常低的增速。

我们预计明年行业将逐步由供大于求向供需平衡转换，盈利弹性有望逐步释放。相比于三大航，我们认为经营净现金流已经明显超过疫情前水平的中型航司股价有更大的向上空间，因此相比三大航，我们相对更看好明年中型航司的股价表现。

风险提示：行业政策变化、宏观经济增速下滑，油价汇率大幅波动，地缘政治风险等。

(分析师：曹奕丰 执业编码：S1480519050005 电话：021-25102904)

【东兴有色金属】金属行业 2025 年度展望：流动性周期切换叠加库存周期开启或催化金属行业强势周期再现 (20241226)

新一轮基钦周期开启有助商品价格弹性释放。从 2003 年 2024 年，我们观察发现，市场已经经历了 5 轮库存周期的切换。每轮库存周期的变化重点有分化，而从库存周期的变化角度观察，当前或已经到了主动去库存周期的尾声。

当前，市场在低库存状态下进入被动库存调整阶段，库存的变化受订单的实际推动及行业需求预期的变动影响，而企业利润率及有效现金流亦对库存周期的变化起到实质影响。考虑到低库存状态下经济新动能的有效带动，新一轮基建周期的开启或令行业由被动库存操作向主动补库存转变（从制造业新订单及新出口订单差额观察，该数据已从 24 年 8 月的 0.2% 增至 24 年 11 月的 2.7%）。库存周期抬头对估值提升存在递导关系，如 20Q2 主动补库存开启，上证综指 PE 由 11.75X 升至 16.91X，金属板块 PE 由 30.8X 升至 58X。

金属行业的供给状态仍显刚性，乐观预期下的行业供给增速弹性或于 2027 年显现。1997 年至 2023 年，以 3 年平均资本投入为周期测算，近 3 年（21-23）全球矿山领域年均勘探投入已升至 123.2 亿美元（累计上升 35.4%），该数据创历史前 9 个周期中第二高位，并触及 2009-2011 年该阶段水平。但另一方面，2024 年最新的数据显示全球金属勘探预算在金属价格重心整体高企背景下却未能延续周期性增长，其中有色金属项目的全球勘探预算从 2023 年的 129 亿美元降至 125 亿美元（-3%），追踪全球钻井活动的全球勘察指数（PAI）亦在 24Q3 创出自 2016 年最低值，这显示了当前全球矿业融资项目风险的加大（优质矿业项目的减少及融资环境的弱化），也与当前矿企更多聚焦于优化开采已有矿业项目相印证。虑到矿端行业实际产能释放的滞后效应，即使在乐观预期下行业上游的供给弹性或于 2027 年左右显现，而当前全球矿端有效供给增量仍呈刚性化特征。

绿色低碳能源转型及新质生产力发展提振多金属品种需求曲线右移。我们坚定认为金属行业成长将持续聚焦于绿色低碳能源转型及新质生产力产业链发展所带来的需求端结构性的强扩张。成长属性体现于新质生产力的积极发展所推动的各金属品种需求结构性的外扩，具体包括新能源产业链（智能网联汽车产业链及绿色低碳发电产业链），存储及产业升级链（储能、温控以及设备及工艺升级等）以及再生能源低碳循环产业链的扩张及优化。从品种角度观察，新能源金属（导电、储能、轻量化、催化、合金性能优化等要素金属）及金属粉末新材料（代表冶金最上游的原材料端）成长属性强且成长空间大，传统工业中用量相对较小的稀贵小金属亦有望在本身供给相对强刚性背景下呈现供需状态的有效优化。新质生产力的持续发展有助于推动各金属品种定价属性的强韧性显现并且有助于强化金属板块估值的成长性。

关注行业周期性、成长性及对冲性的配置价值。考虑到 2025 年全球流动性市场的宽松切换与行业基建周期或再度重启的预期，结合金属行业景气度及周期性配置的攀升状态，我们认为金属行业仍需关注四条主线，分别是周期配置属性持续强化的工业金属，行业成长属性持续优化的金属新材料，供应状态刚性但需求曲线弹性的小金属以及具有强对冲属性的贵金属。四条主线分别代表了周期性（流动性周期、供给周期及库存周期的共振机会），成长性及定价弹性（需求曲线右移及需求总量长期扩张的成长机会）以及对冲性（“胀”与风险）的配置机会。

风险提示：政策执行不及预期，利率超预期急剧上升，金属库存大幅增长及

现货贴水放大，市场风险情绪加速回落，区域性冲突加剧及扩散。

(分析师：张天丰 执业编码：S1480520100001 电话：021-25102914)

重要公司资讯

- 宁德时代：**为进一步推进公司全球化战略布局，打造国际化资本运作平台，提高综合竞争力，公司拟发行境外上市外资股(H股)股票并申请在香港联合交易所有限公司主板挂牌上市。(资料来源：iFinD 同花顺)
- 实益达：**公司发布异动公告，表示发现市场对“微信小店”概念较为关注，公司(含合并报表范围内的控股公司)目前不涉及“微信小店”的业务。(资料来源：iFinD 同花顺)
- 宝立食品：**截至2024年12月26日，上海厚旭资产管理有限公司持有公司股份2500.75万股，占公司总股本的6.25%。上海厚旭拟减持公司股份合计不超过1200.03万股，即不超过公司总股本的3%。减持期间自2025年1月21日至2025年4月20日。(资料来源：iFinD 同花顺)
- 特斯拉：**特斯拉已与亿纬锂能达成储能电池供货协议，亿纬锂能的马来西亚工厂计划在2026年开始向特斯拉美国供应储能电池。亿纬锂能表示“公司业务以公司公告为准。”(资料来源：iFinD 同花顺)
- 得润电子：**公司及实际控制人之一邱建民先生于2024年12月25日分别收到中国证监会下发的《立案告知书》，因涉嫌信息披露违法违规，根据《中华人民共和国证券法》《中华人民共和国行政处罚法》等法律法规，中国证监会决定对公司及邱建民先生立案。(资料来源：iFinD 同花顺)

经济要闻

- 中国人民银行、农业农村部、金融监管总局：**三部门联合召开金融服务乡村振兴工作推进会议。会议要求，要强化支农支小再贷款、再贴现、存款准备金率等货币政策工具运用。加强金融与产业、财政等政策联动，发挥好政府性融资担保机构的融资增信和风险分担作用。加强人才队伍建设，尽快培育一支既懂金融又懂“三农”的工作队伍。推动涉农信息共享运用，加快农村产权交易和融资服务平台建设应用，搭建银企精准对接桥梁。加强涉农领域信用风险监测，强化涉农信贷行为监管，做好贷款“三查”，提高金融资金使用效率。打击农村非法金融活动，防范农村金融领域风险，营造良好农村金融环境。(资料来源：iFinD 同花顺)
- 国家发改委：**国家发改委低空经济发展司召开推动低空基础设施建设座谈会，了解相关领域低空经济典型场景应用和相关基础设施建设发展情况，并就推动低空基础设施有序规划建设进行交流。(资料来源：iFinD 同花顺)
- 外交部：**美国近日再次宣布向中国台湾地区提供大额武器援助并出售武器，美国“2025财年国防授权法案”包括多项涉华消极条款，严重违反一个中国原则和中美三个联合公报，严重干涉中国内政，严重损害中国主权和领土完整。外交部发布关于对美国7家军工企业及高级管理人员采取反制措施的决定。(资料来源：iFinD 同花顺)
- 财政部：**1-11月，全国国有及国有控股企业营业总收入同比增长1.3%，利润总额同比下降0.1%。一、营业总收入。1-11月，国有企业营业总收入748971.0亿元，同比增长1.3%。二、利润总额。1-11月，国有企业利润总额38485.9亿元，同比下降0.1%。(资料来源：iFinD 同花顺)
- 农业农村部：**据农业农村部监测，12月27日“农产品批发价格200

指数”为 121.85，比昨天上升 0.16 个点，“菜篮子”产品批发价格指数为 123.22，比昨天上升 0.20 个点。（资料来源：iFinD 同花顺）

6. 全国工业和信息化工作会议：12 月 26 日至 27 日，全国工业和信息化工作会议在京召开。会议深入学习贯彻习近平总书记关于新型工业化的重要论述，认真贯彻落实中央经济工作会议精神，进一步落实全国新型工业化推进大会部署要求，总结 2024 年工作，分析当前形势，部署 2025 年任务。（资料来源：iFinD 同花顺）

7. 上海嘉定区：在上海嘉定区新型工业化工作互动交流会上，据嘉定区经委综合规划科相关负责人介绍，嘉定区正全力打造未来智能、未来能源产业集群，突破打造未来材料、未来健康产业集群，探索打造未来空间集群。目前，重点在新型储能、低空经济、人工智能 3 个细分赛道发力。（资料来源：iFinD 同花顺）

8. 上海：上海印发《上海市推动银发经济高质量发展若干政策措施》，其中提到，支持养老服务机构专业化、规模化、品牌化发展，增加高品质服务供给。持续提升养老机构专业照护能力，增加认知障碍照护床位、护理型床位供给，优化养老机构长期护理费用测算和支付保障。（资料来源：iFinD 同花顺）

9. 呼和浩特：呼和浩特市大数据管理局就《呼和浩特市支持以绿色算力、人工智能为支撑的新一代信息技术产业集群发展的激励措施(征求意见稿)》公开征求意见。其中提到，成立规模不低于 30 亿元的绿色算力及人工智能产业专项引导基金，重点支持“未来信息产业”、绿色算力及人工智能产业上下游集聚发展。（资料来源：iFinD 同花顺）

10. 美国：美国 12 月 21 日当周首次申请失业救济人数为 21.9 万人，预期为 22.3 万人，前值为 22 万人。（资料来源：iFinD 同花顺）

每日研报**【东兴】一月金股汇（20241227）**

以下汇总东兴证券行业组 1 月推荐标的及简要推荐理由：

江苏银行（600919.SH）：盈利实现平稳增长，对公贷款投放强劲

中国海油（600938.SH）/中国海洋石油（0883.HK）：油气净产量同比增高，现金流持续健康，高成长性值得期待

越秀交通基建（01052.HK）：收购平临高速，优质资产将增厚公司业绩

中国巨石（600176.SH）：玻纤龙头优势引领，低迷期夯实新发展基础

山金国际（000975.SZ）：矿山运营能力持续提升，强成长下的估值弹性有待释放

川环科技（300547.SZ）：高温影响消散，新客户开拓顺利

精智达（688627.SH）：“精”于求索，“智”造卓越

华工科技（000988.SZ）：数通光模块具备产品矩阵优势、技术前瞻优势、产能优势，驱动联接业务保持较快增长

风险提示：行业景气度不达预期，宏观经济超预期波动，政策变化超预期。

（分析师：林瑾璐 执业编码：S1480519070002 电话：021-25102905 分析师：莫文娟 执业编码：S1480524070001 电话：010-66555574 分析师：曹奕丰 执业编码：S1480519050005 电话：021-25102904 分析师：赵军胜 执业编码：S1480512070003 电话：010-66554088 分析师：张天丰 执业编码：S1480520100001 电话：021-25102914 分析师：李金锦 执业编码：S1480521030003 电话：010-66554142 分析师：刘航 执业编码：S1480522060001 电话：021-25102913 分析师：石伟晶 执业编码：S1480518080001 电话：021-25102907）

【东兴】首席周观点：2024 年第 52 周（20241227）

张天丰 | 东兴证券金属首席分析师

S1480520100001, 021-25102914, Zhang_tf@dxzq.net.cn

金属行业：西部矿业（601168.SH）：持续优化的多金属采选冶一体化西部龙头（II）-冶炼及多元板块拆分梳

理

公司具备稳定的矿山运营与产业链纵向一体化优势。公司通过持续的技术创新和改革，形成了稳定的矿山运营体系，并实现了产业链的纵向一体化布局。公司业务涵盖矿山采选、有色冶炼、金融贸易和盐湖化工等领域，为中国西部地区重要的矿业企业。

铜冶炼产能受益于项目技改升级而逐步提高。公司旗下青海铜业与西部铜材负责铜冶炼的生产运营。2024年西部铜材实施节能环保升级改造项目，采用大极板和永久阴极的电解生产工艺，增加10万吨阴极铜年产能，实现铜电解提质降耗及环保节能升级。预计2024年末，公司将形成电解铜产能30万吨/年（青海铜业与西部铜材各15万吨）。2019-2023年期间，公司电解铜产量CAGR为6.8%，由2019年的14.04万吨升至2023年的18.3万吨。我们预计2024年公司或生产电解铜21.79万吨，同比增长19.1%。

多金属改造项目助力铅锌冶炼产能升级。西豫金属与青海湘和分别负责铅与锌的冶炼生产运营。2024年，西豫金属开展环保升级及多金属综合循环利用改造项目，计划于9月末试生产，投产后将形成电铅20万吨/年、金锭6吨/年、银锭430吨/年、硫酸25万吨/年的产能，电铅产能较2023年的10万吨/年实现翻倍。青海湘和2024年开展锌湿法冶金多金属回收及资源综合化利用绿色提质节能升级改造项目，持续开展系统挖潜工作，提高锌锭产量，预计2024年末将形成锌锭10万吨/年、锌粉1万吨/年产能规模，行业发展比较优势明显。我们预计2024年全年公司或生产12.88万吨锌锭（同比增长8.4%）；2025年公司或生产电铅14万吨，较23年增长55.6%。

公司积极融入世界级盐湖产业基地建设，通过股权投资等方式进入盐湖提镁、盐湖提锂等相关领域。公司拥有青海团结湖镁盐矿，含镁盐资源量3046.25万吨，氯化镁品位36%，证载规模50万吨/年，剩余资源可开采年限60年。2023年，公司镁类产品实现营业收入4.62亿元，同比增长41.29%，毛利率高达21.69%，较2022年增加3.93个百分点。2024H1，公司生产高纯氢氧化镁58919吨，完成计划的58.92%。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司2024-2026年营收分别为496.2/550.85/609.23亿元，净利润分别为38.43/46.42/54.86亿元，对应EPS为1.61/1.95/2.30元/股，对应PE分别为9.49X/7.86X/6.65X。考虑到公司具有较强的资源扩张潜力，公司核心矿山玉龙铜矿三期改扩建项目、以及公司在镁、锂等新能源金属的多元化产品布局，维持“推荐”评级。

风险提示：金属价格下滑及矿石品位下降，矿业项目储备量风险，项目投建进度不及预期，矿山实际开工率受政策影响出现下滑等。

刘航 | 东兴证券电子行业首席分析师

S1480522060001, 021-25102909, liuhang-yjs@dxzq.net.cn

参考报告：《西部矿业（601168.SH）：持续优化的多金属采选冶一体化西部龙头（II）-冶炼及多元板块拆分梳理》，张天丰，2024-11-13

电子行业 2025 年度投资展望：关注硬件创新

2024 年，电子行业指数（中信）跑赢沪深 300 指数。2024 年初至 2024 年 12 月 6 日，电子行业指数（中信）上涨 17.39%，沪深 300 指数上涨 14.30%，创业板指上涨 17.45%。2024 年初至 2024 年 12 月 6 日，电子板块指数涨幅在全行业指数（中信）中居前。2024Q3 基金持仓 5344.09 亿，占流通市值的 5.76%，相较于 2024Q2 的 8.45% 持仓水平，有明显的降低；同时，电子板块 2024Q3 基金持仓电子行业总市值为 5344.09 亿，持仓占比为 5.76%，在申万一级行业中排名第二。我们分析认为主要是受到行业复苏和 AI 拉动影响。

当前硬件创新周期叠加 AI 浪潮，电子行业迎来新的发展阶段。我们建议积极关注行业层面边际变化，重视智能硬件端创新，看好方向如下：

（一）AI 眼镜：AI 眼镜是具有便携和交互性的可穿戴设备，AI 端侧最佳载体之一。目前 AI 智能眼镜发展仍处于探索期，多家公司布局探索 AI 智能眼镜方案，包括传统手机厂商、互联网大厂、以及初创公司等，2024 年下半年有相关 AI 智能眼镜新品亮相发布。Wellsenn XR 预测，预计到 2035 年 AI+AR 智能眼镜渗透率有望达到 70%，全球 AI+AR 智能眼镜销量达到 14 亿副，或将成为下一代通用计算平台和终端。

（二）高速铜连接：高速铜缆 DAC 具有成本低且能最大程度降低功耗的优势，在服务器内部的短距离传输场景中实现高速平行互联。英伟达作为全球 AI 产业的领航者，GB200 NVL72 基于 Blackwell 的架构，在性能上具有巨大的升级，采用铜缆连接方式作为数据中心柜内连接方式，将助力高速铜互联将进入快速发展时期。LightCounting 预测，至 2027 年年底，全球高速铜缆的出货量将达到 2000 万条规模，届时年收入将超过 12 亿美元。

（三）HBM：AI 大模型的兴起催生了海量算力需求，而数据处理量和传输速率大幅提升使得 AI 服务器对芯片内存容量和传输带宽提出更高要求，HBM 作为基于 3D 堆栈工艺的高性能 DRAM，打破内存带宽及功耗瓶颈。目前，全球 HBM 市场主要由三星、海力士等少数几家国际巨头垄断；美国进一步升级对华出口管制凸显 HBM 全产业链国产自主可控的重要性。TrendForce 集邦咨询预估 2025 年 HBM 将贡献 10% 的 DRAM 总产出，较 2024 年增长一倍。由于 HBM 平均单价高，估计对 DRAM 产业总产值的贡献度有望突破 30%。预计到 2029 年，HBM 市场规模将增长至 79.5 亿美元。

投资建议：当前硬件创新周期叠加 AI 浪潮，电子行业迎来新的发展阶段。我们建议积极关注行业层面边际变化，重视智能硬件端创新，看好方向如下：

（1）AI 眼镜受益标的：恒玄科技、瑞芯微、中科蓝讯、亿道信息、天健股份、佳禾智能等。

（2）高速铜连接受益标的：沃尔核材、神宇股份、兆龙互连等。

（3）HBM 方向推荐精智达，受益标的：通富微电、长电科技、赛腾股份、华海诚科等。

风险提示：产品价格波动、行业景气度下行、行业竞争加剧、中美贸易摩擦加剧

参考报告：《电子行业 2025 年投资展望：关注硬件创新》，2024-12-18

孟斯硕 | 东兴证券食品饮料行业首席分析师

S1480520070004, 010-66554035, mengssh@dxzq.net.cn

食品饮料行业：微信小店增加“送礼物”功能，关注休闲食品节假日送礼投资机会

2024 年 12 月 19 日微信小店启动“送礼物”功能的灰度测试。从社交切入购物需求，叠加礼赠的娱乐属性，我们认为此功能迎合礼赠需求，在当下网络竞争激烈的环境下，微信送礼物功能将成为新的消费渠道，特别是对有礼赠属性的食品饮料企业销售将有积极的帮助。

目前微信小店“送礼物”渠道除去珠宝首饰、教育培训两大类目所有商品，和单价高于 1 万元的商品暂不支持外，其他商品默认支持。礼赠的功能流程也相对简单，赠送方只需在“送礼物”页面选择收礼人，完成支付后，礼物将自动发送。接收方点击聊天中的礼物消息，填写收货地址并点击“收下礼物”即可完成领取。在完成领取之前，接收方还可选择更换同等价位的其他款式，并拥有订单管理权限。

微信小店“送礼物”功能是在社交需求下叠加礼赠的需求属性，接下来的圣诞节、元旦、春节、情人节等重要节日，作为礼赠需求的高峰时刻，这一功能有望实现馈赠交易的暴增。食品饮料中酒类、休闲食品、乳制品等与送礼场景契合度较高，目前看到休闲食品企业均在积极布局这一赛道，我们认为这些企业将有望通过“送礼物”功能提升用户的消费频率，增强微信店铺的用户粘性，有望形成线上销售的增量。

我们认为微信小店“送礼物”功能将会增加微信小店在消费者网购中的使用粘性，带来线上新的消费增量，积极拥抱这一渠道的企业有望率先获益。目前休闲食品企业更加快速反应，有望从今年春节的礼赠场景获益。建议关注三只松鼠、洽洽食品等企业。

风险提示：宏观经济复苏不及预期，微信小店推广不及预期，食品安全问题等。

参考报告：《食品饮料行业：微信小店增加“送礼物”功能，关注休闲食品节假日送礼投资机会》2024-12-24

曹奕丰 | 东兴证券交运首席分析师

S1480519050005, 021-25102903, caoyifengwx@163.com

东兴交运：快递双十一峰值淡化，旺季维持稳健增长

11月全国快递服务企业完成件量 172.1 亿件，同比增长 14.9%，增速较 10 月的 24.0% 环比下降。价格方面，通达系总部单票收入的表现显示，行业价格战仍在继续。

综合考虑 10-11 月件量，双十一行业增长较为稳健。11 月业务量增速下降主要系今年电商双十一的周期明显拉长。作为史上周期最长的双十一，大量的电商销售及与之对应的快递投送业务被分流至 10 月，导致 11 月业务量增速下降。综合考虑双十一对行业造成的影响，今年 10-11 月行业件量合计较去年同比增长约 19.2%，旺季表现稳健。长期来看，快递业务量季节性波动正在被抹平，有利于快递公司规划产能，避免行业淡季出现供给过剩。

通达系公司单票收入同比降幅扩大，价格战依旧激烈：通达系方面，韵达、圆通及申通业务量增速都略高于行业增速均值，市场份额分别同比提升 0.3pct、0.6pct 和 0.3pct。价格端看，申通、韵达与圆通 11 月单票收入同比降幅分别为 5.5%、14.7% 和 6.9%，同比降幅较 10 月皆略有扩大；环比看，申通与韵达单票收入环比 10 月分别增长 0.05 元和 0.01 元，提升幅度有限，圆通单票收入则同比略降 0.02 元。从通达系总部的价格表现来看，行业价格战依旧较为激烈。

顺丰双十一增速稳健。公司 11 月业务量同比增长 8.7%。受快递旺季提前至 10 月影响，11 月公司速运物流业务的同比增速环比下降；以 10-11 月累计数据来看，顺丰速运物流业务收入同比增长 7.85%，业务量同比增长 16.84%，表现稳健。

投资建议：进入下半年之后通达系公司的单票收入有筑底回升趋势，我们认为这体现出行业价格竞争的底线逐渐清晰，目前通达系总部单票收入继续下滑的空间并不大。虽然行业竞争依旧激烈，但长期来看价格内卷的现象会趋于缓和。因此我们建议重点关注服务质量领先的行业龙头中通与圆通。

风险提示：行业价格战加剧；人力成本攀升；政策面变化等

参考报告：《交通运输 11 月数据点评：双十一峰值淡化，旺季维持稳健增长》，2024-12-23

刘嘉玮 | 东兴证券非银首席分析师

S1480519050001, 010-66554043, nkuliujiawei@126.com

非银周观点：各类利好政策效果有望逐步显现，建议继续关注非银板块

证券：继新“国九条”颁布后，房地产政策效果也有望逐步显现。同时我们看到，近期海外主流投行对内地和香港资本市场&房地产市场的观点更趋正面，内外部政策和舆论的共同发力有助于显著提升海内外各类投资者的风险偏好。结合国内更为积极的财政、货币政策支持，和经济的持续复苏，“政策—宏观经济—资本市场—投资者”间的正循环有望加快形成，进而有效改善资本市场投资回报和证券公司业绩预期。

我们认为，资本市场改革节奏和宏观经济复苏趋势将成为主导行业价值回归的核心因素，业务模式创新将为券商盈利增长开启想象空间，同时应重点关注政策边际变化。整体上看，并购重组仍是行业年内主线，我们更加看好行业内头部机构在中长期创新发展模式和外延式并购趋势下的投资机会，当前具备较高投资价值的标的仍集中于估值仍在低位的价值个股，此外证券ETF为板块投资提供了更多选择。

从中长期趋势看，除政策和市场因素外，有三点将持续影响券商估值：1.国企改革、激励机制的市场化程度；2.财富管理转型节奏和竞争者（如银行、互联网平台）战略走向；3.业务结构及公司治理能力、风控水平、创新能力。

保险：展望全年，我们预计2024年险企负债端将延续复苏势头。居民保险意识增强和消费复苏趋势不改，叠加资产保值增值需求提升和竞品吸引力下降，保险产品的整体需求仍在上升通道。且随着LPR的下调，存款利率继续下行是大概率事件，储蓄型险种的比较优势凸显。全年寿、财险有望协同发力，推动险企经营业绩修复。综合来看，考虑到负债端需求回暖，地产、非标等风险暂时无法量化且在房地产利好政策加速落地之下风险逐步有序释放，保险股的投资价值有望持续回归。需要注意的是，自2021年起涉及险企经营行为规范的监管政策频出，2022年以来政策推出频率进一步上升，可以预期监管政策仍是当前险企经营重要的影响因素。

风险提示：宏观经济下行风险、政策风险、市场风险、流动性风险。

参考报告：《非银行金融行业跟踪：各类利好政策效果有望逐步显现，建议继续关注非银板块》，2024-06-05

（分析师：刘航 执业编码：S1480522060001 电话：021-25102913 分析师：张天丰 执业编码：S1480520100001 电话：021-25102914 分析师：孟斯硕 执业编码：S1480520070004 电话：010-66554041 分析师：曹奕丰 执业编码：S1480519050005 电话：021-25102904 分析师：刘嘉玮 执业编码：S1480519050001 电话：010-66554043）

【东兴汽车和汽车零部件】川环科技（300547.SZ）点评报告：获服务器液冷管路订单，新业务开拓可期（20241227）

近日，公司发布《关于获得客户订单的公告》，公告提到获得某服务器整体解决方案服务商的某项目采购订单。对此，我们点评如下：

获服务器液冷管路订单，新业务开拓可期。据公告。公司将为本项目本批次提供60,000套用于服务器的液冷管路系统，后续公司将按照客户要求按期交付。本次订单的获取是对公司持续在新领域（储能、数据中心）耕耘的认可。公司数据服务器领域所用的液冷管路系统相关技术指标达到了V0标准，现已通过了美国UL认证。据华为2023年报，多样性算力正在改变数据中心算力格局，AI算力成为主要增量。预计到2030年，全球通用算力需求将达到3.3ZFLOPS，是2020年的10倍；AI算力需求将达到105ZFLOPS，是2020年的500倍；全球每年产生的数据总量将达1YB，是2020年的23倍。而数据中心能效要求趋严，液冷技术将成为其提效发展的必然趋势。因此，我们看好公司的橡塑类管路在数据中心应用的前景。

汽车管路超市与成本费用控制能力强：公司产品具有种类多样性，涵盖了车用燃料、冷却、制动、动力转向、

车身附件、进排气等系统管路及总成。被客户称为“车用软管超市”工厂。公司具备多类型管路的研发、生产能力，这种模式符合零部件集成采购的发展趋势。公司在成本和费用端控制能力强，近年来，国内汽车市场竞争激烈，2023-2024年1-9月公司毛利率维持25%以上，净利润率从2022年的13.5%不断提升至2024年前三季度的15.76%。公司较好的盈利能力彰显了其在橡胶材料配方、工艺的技术实力和较强的费用控制能力。

新客户开拓顺利。除了本次服务器液冷管路订单，公司在汽车、储能及数据中心领域的开拓顺利。我们收集了近期公司在互动易平台披露的客户开拓情况，车用管路领域，公司已经取得了华为江淮合作的尊界车型某管路系统的定点，参与了智界等相关管路的开发工作。储能领域，公司进入了国轩高科、弗迪、时代星云、奇点科技、苏州北人和航电微等客户配套使用。液冷服务器领域，公司管路产品在1号客户的基础上稳步推进，目前已经进入了迅强、兴奇宏、飞荣达、英维克的供应商体系。

公司盈利预测及投资评级：我们看好管路行业发展前景，尤其是在数据中心和储能领域的发展。公司具备较强的研发能力（材料开发）和成本控制能力，2024Q3公司毛利率和净利率实现了较高的水平（分别为25.51%和16.54%）。我们仍然看好公司未来发展前景，预计公司2024-2026年归母净利润2.1/2.6/3.3亿元，对应EPS0.96/1.21/1.54元。按照当前股价对应PE21x/17x/13x，维持“推荐”评级。

风险提示：全球汽车需求不及预期、新能源汽车及混动车型销量不及预期、石油、天然气带来的合成橡胶价格上涨超预期等。

（分析师：李金锦 执业编码：S1480521030003 电话：010-66554142）

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

以上内容来源于东兴证券研究报告的观点。

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（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）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（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）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。