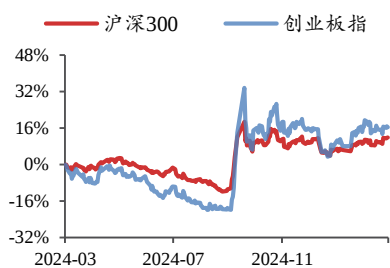


2025 年 03 月 20 日

开源晨会 0320

——晨会纪要

沪深 300 及创业板指数近 1 年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
银行	1.419
公用事业	1.278
汽车	0.674
家用电器	0.603
有色金属	0.261

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
通信	-2.473
电子	-1.588
传媒	-1.509
计算机	-1.430
综合	-1.172

数据来源：聚源

吴梦迪（分析师）

wumengdi@kysec.cn

证书编号: S0790521070001

观点精粹

行业公司

【纺织服装:特步国际(01368.HK)】索康尼规模及盈利大幅提升,主品牌加大 DTC 战略——港股公司信息更新报告-20250319

考虑主品牌加大 DTC 投入期间回收库存对收入略有影响，我们略下调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计归母净利润为 13.7/15.3/16.9 亿元（原值为 13.98/15.7 亿元），当前股价对应 PE 为 10.4/9.3/8.4 倍，主品牌加大 DTC 投入提升店效且电商、童装增速预计延续，索康尼品牌势能不断攀升预计收入维持高增长势头，维持“买入”评级。

【地产建筑：城投控股(600649.SH)】深耕上海筑根基，城市更新启未来——公司首次覆盖报告-20250319

城投控股背靠上海城投集团，深耕上海多年，待结转资源充足，后续在上海城市更新积极推动下，有望获取更多优质土储。同时公司保障房运营经验丰富，投融管退路径清晰，投资业务有望持续增厚公司利润。我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 7.2、18.4、20.8 亿元，EPS 分别为 0.28、0.73、0.82 元，当前股价对应 PE 为 14.9、5.8、5.2 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

【电子：奥士康(002913.SZ)】业绩预期出现反转，多领域重拳出击步入收获阶段——公司首次覆盖报告-20250319

2024 年在原材料价格上涨、汇率波动、工厂投产等因素影响下，业绩有回调，2025 年全方面改善，业绩有望反转。具体来看：(1) 业务结构改善，PC、服务器、汽车电子等高毛利率产品占比提升；(2) 泰国基地产能释放，将在营收端给予正向贡献，爬坡顺利将促进利润率提升；(3) 新客户导入进程加快，随着泰国基地放量，在日本名幸的“背书”下，海外重点客户导入有望更加顺利。我们预计 2024/2025/2026 年公司归母净利润分别为 3.69/5.66/8.33 亿元，EPS 分别为 1.16/1.78/2.63 元，对应 PE 分别为 25.6/16.7/11.3 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

【传媒：阅文集团(00772.HK)】IP 商业化加速，IP 内容及衍生品或继续驱动成长
——港股公司信息更新报告-20250319

IP 内容释放驱动 2024 年收入增长，IP 商业化加速，维持“买入”评级。IP 内容生态持续拓展，“IP+AI”打开内容行业增长空间。IP 精品内容持续释放，短剧、卡牌等新赛道快速增长，IP 价值有望加速释放。我们维持 2025-2026 并新增 2027 年盈利预测，预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 13.49/15.13/16.81 亿元，对应 EPS 分别为 1.3/1.5/1.7 元，当前股价对应 PE 分别为 19.1/17.0/15.3 倍，我们看好公司 IP 内容释放及 IP 商品化持续驱动业绩增长，维持“买入”评级。

研报摘要

行业公司

【纺织服装：特步国际(01368.HK)】索康尼规模及盈利大幅提升，主品牌加大 DTC 战略——港股公司信息更新报告-20250319

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 周嘉乐（分析师）证书编号：S0790522030002 | 张霜凝（分析师）证书编号：S0790524070006

索康尼规模及盈利大幅提升，主品牌加大 DTC 战略，维持“买入”评级

2024 年收入 135.77 亿元（同比+6.5%，下同），归母净利润 12.38 亿元（+20.2%），剔除 K&P 亏损影响后的净利润增长 4.1%，进一步还原一次性税项后利润增长约 10%，普通以及特别派息共计全年派息率 138.2%。考虑主品牌加大 DTC 投入期间回收库存对收入略有影响，我们略下调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计归母净利润为 13.7/15.3/16.9 亿元（原值为 13.98/15.7 亿元），当前股价对应 PE 为 10.4/9.3/8.4 倍，主品牌加大 DTC 投入提升店效且电商、童装增速预计延续，索康尼品牌势能不断攀升预计收入维持高增长势头，维持“买入”评级。

主品牌：童装电商亮眼、生活类服装影响毛利率，加大 DTC 战略开启新篇章

（1）2024 年收入略慢于流水增长：2024 年主品牌流水高单增长，收入 123.3 亿元（+3.2%），其中儿童及电商收入增长约 20%，预计 2025 年童装及电商仍保持较好增长。2024 年毛利率-0.2pct 至 41.8%，主要系非功能性服装毛利率下降，预计 2025 年服装中功能性产品占比提升，受益于费用管控 OPM+0.1pct 至 15.9%。（2）加大 DTC 战略投入：截至 2024 年，成人 6382 家店（-189）、儿童 1584 家店（-119），关店中以亏损店为主，预计 2025 年继续优化渠道结构，成人 9 代店占比持续提升。2025 年加大 DTC 战略投入，预计 2025H2 至 2026 年回收 400-500 家，DTC 模式转变有利于与消费互动并增强品牌黏性。

专业运动：索康尼突破 10 亿营收成为第二曲线，盈利能力大幅提升

2024 年收入 12.50 亿元（+57.2%），收入占比 9.2%（+3.0pct），毛利率提升 17.2pct 至 57.2%主要系收回合资公司权益获得全额毛利率，经营利润为 7821 万，较 2023 年大幅增长，OPM 为 6.3%（+5.2pct），其中索康尼品牌流水增长超 60%，规模突破 10 亿，门店净拓 35 个至 145 间，2024 年为索康尼品牌元年，渠道端在高端购物中心开设全新旗舰店及概念店，营销端合作代言人提升曝光，产品端为精英跑者提供高性能跑鞋装备并拓宽服装及生活休闲产品系列以渗透更广泛人群。

运动分部并表推高费用率，集团盈利能力保持稳健，K&P 剥离致存货额下降

盈利能力：2024 年集团毛利率 43.2%（+1.4pct），销售费用率+0.3pct 主要系专业运动并入集团后导致 A&P 及租金费用提升；电商物流仓储及平台费提升。管理费用率+0.3pct，OPM 为 14.5%（+0.4pct），归母净利率为 9.1%（+1pct），剔除 K&P 亏损净利率 9.6%。营运能力：截至 2024 年公司存货为 15.96 亿元（-11%），K&P 剥离导致存货周转天数为 68 天（同比-22 天），净现金 9.85 亿元（+5.6%）。

风险提示：行业竞争加剧、新品接受度不及预期。

【地产建筑：城投控股(600649.SH)】深耕上海筑根基，城市更新启未来——公司首次覆盖报告-20250319

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002 | 胡耀文（分析师）证书编号：S0790524070001 | 杜致远（联系人）证书编号：S0790124070064

背靠上海城投，深耕上海，城市更新土储充裕，给予“买入”评级

城投控股背靠上海城投集团，深耕上海多年，待结转资源充足，后续在上海城市更新积极推动下，有望获取

更多优质土储。同时公司保障房运营经验丰富，投融管退路径清晰，投资业务有望持续增厚公司利润。我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 7.2、18.4、20.8 亿元，EPS 分别为 0.28、0.73、0.82 元，当前股价对应 PE 为 14.9、5.8、5.2 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

开发业务深耕上海，项目储备价值高

受项目拿地和推盘周期性变化影响，公司近年销售规模有所波动，2024 年得益于黄浦区露香园二期项目入市，以及长宁区青溪云邸、杨浦区兴华里等项目热销，公司实现签约销售金额 175.3 亿元，同比增长 113%，为历年销售金额新高，销售均价超 15 万元/平。公司 2024 年新增黄浦小东门组团地块和闵行华漕镇项目，拿地总价近百亿。公司已售未结转资源较充裕，预估 2025 年结转货值有望超过 150 亿元。2024 年 9 月，公司公告拟分别与闵行区浦江镇政府和华漕镇政府签订改造项目合作协议，将有效补充公司未来土地储备。

资产投融管退路径清晰，投资业务增厚利润

公司资产运营业务涵盖办公、商业和租赁住房，截至 2024 年末，出租总面积 32.57 万方，同比增长 5%，租金收入 2.98 亿元，同比增长 1%。公司积极参与上海市租赁住房业务建设，首批布局的八大租赁社区全部投入运营，于 2024 年 1 月发行了规模最大的保租房公募 REITs，募集规模 30.50 亿元，供应近 3000 套租赁住房。公司投资板块平稳运作，截至 2024H1 持有已上市证券市值约 38.18 亿元。

待结转资源充裕，现金流情况稳健

2023 年以来由于房地产项目开发结转节奏差异，整体收入有所下降，截至 2024Q3，公司合同负债+预收账款规模达 155.6 亿元，可覆盖 2023 年收入 6.1 倍，待结转资源较充裕；在手现金达 90.9 亿元，同比增长 101%。截至 2024H1，公司有息负债 405.3 亿元，同比下降 3.6%，资产负债率和净负债率分别为 73.7%和 147.7%，负债结构有所优化；融资成本降至 4.05%，较年初压降 12BPs。

风险提示：上海销售市场下行、公司城市更新拓展不及预期。

【电子：奥士康(002913.SZ)】业绩预期出现反转，多领域重拳出击步入收获阶段——公司首次覆盖报告-20250319

陈蓉芳（分析师）证书编号：S0790524120002 | 刘琦（分析师）证书编号：S0790525020001

业务转型收获期，业绩有望迎来反转，估值低位具有安全垫

2024 年在原材料价格上涨、汇率波动、工厂投产等因素影响下，业绩有回调，2025 年全方面改善，业绩有望反转。具体来看：(1) 业务结构改善，PC、服务器、汽车电子等高毛利率产品占比提升；(2) 泰国基地产能释放，将在营收端给予正向贡献，爬坡顺利将促进利润率提升；(3) 新客户导入进程加快，随着泰国基地放量，在日本名幸的“背书”下，海外重点客户导入有望更加顺利。我们预计 2024/2025/2026 年公司归母净利润分别为 3.69/5.66/8.33 亿元，EPS 分别为 1.16/1.78/2.63 元，对应 PE 分别为 25.6/16.7/11.3 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

AIPC+AI 服务器+汽车电子多领域重拳出击

AIPC 方面，DeepSeek 等模型出现有望带动 AIPC 渗透率提升，相较于传统 PC，AIPC 所需 PCB 的层数更高，且应用 HDI 技术，价值量提升明显，公司是 PC 领域 PCB 核心供应商，将充分受益。AI 服务器方面，在英伟达、AMD、云厂商等的主导下，公司与 AMD 战略合作，未来有望供应其 AI 服务器产品，同时泰国基地也将助益公司开拓其他海外服务器客户，增量可期。汽车电子方面，汽车智能化、自动化水平升级带动 PCB 需求提升，公司服务于国内外重点客户，且目前有较大机会拓展北美知名车企，具有较大增量弹性。

泰国基地产能逐渐释放，海外市场拓展节奏加快

公司泰国基地投资 12 亿元分两期建设，一期设计月产能 12 万平，一厂已于 24 年末投产，处于产能爬坡阶段，目前进展顺利，有望在 2025 年贡献利润新增量。日本名幸增资泰国基地，持股比例约 15%，日本名幸主要与海外

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

重点客户合作，其汽车业务占比超过 50%，同时也在服务器等领域和知名企业合作，公司有望在日本名幸的“背书”下加快海外业务拓展节奏，更好实现产品和客户结构的调整。

风险提示：下游需求复苏不及预期、产能爬坡节奏、工厂建设进程不及预期、竞争激烈对产品价格和毛利率的不利影响。

【传媒：阅文集团(00772.HK)】IP 商业化加速，IP 内容及衍生品或继续驱动成长——港股公司信息更新报告-20250319

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004 | 田鹏（分析师）证书编号：S0790523090001

IP 内容释放驱动 2024 年收入增长，IP 商业化加速，维持“买入”评级

2024 年公司实现营业收入 81.2 亿元（同比+15.8%），其中在线业务收入 40.3 亿元（同比+2.1%），主要系公司提升核心产品运营、生成高质量内容驱动自有平台产品收入增长所致。IP 运营及其他业务收入 40.9 亿元（同比+33.5%），主要系公司爆款剧集、电影及动画上线数量增加及 IP 授权改编业务规模扩大所致。实现 Non-IFRS 归母净利润 11.4 亿元（同比+0.01%）。我们维持 2025-2026 并新增 2027 年盈利预测，预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 13.49/15.13/16.81 亿元，对应 EPS 分别为 1.3/1.5/1.7 元，当前股价对应 PE 分别为 19.1/17.0/15.3 倍，我们看好公司 IP 内容释放及 IP 商品化持续驱动业绩增长，维持“买入”评级。

IP 内容生态持续拓展，“IP+AI”打开内容行业增长空间

公司在线阅读内容生态不断拓展，2024 年新增作家 33 万，新增作品 65 万，达到 5 万订阅的新书数量同比增长约 50%，年收入超 50 万元的新人作家数量同比增长超 70%。同时用户社区也更加活跃，2024 年投出千张月票的用户数量同比增长超 60%，驱动月付费用户增长至 910 万，同比增长 4.6%。此外，公司积极探索 AI 赋能内容产业，2025 年公司作家辅助工具“作家助手”率先在行业内集成独立部署了 DeepSeek-R1 大模型，为作家提供更加智能的辅助创作服务。

IP 精品内容持续释放，短剧、卡牌等新赛道快速增长，IP 价值有望加速释放

公司 2024 年成功推出《热辣滚烫》《与凤行》《庆余年 2》《玫瑰的故事》和《大奉打更人》等爆款内容，进一步巩固行业领先地位。同时，借助爆款内容影响力，公司加速 IP 商品化进程，2024 年 IP 衍生品 GMV 突破 5 亿元，其中卡牌 GMV 突破 2 亿元，创历史新高。2025 年春节期间，公司成功拿下 FunCrazy《哪吒 2》衍生品总经销权，有望进一步推动 IP 衍生品业务增长。此外，公司 2025 年上线的短剧新作《好孕甜妻被钻石老公宠上天》实现 7 天流水破 5000 万的成绩。公司储备 IP 内容还包括《赘婿 2》《斗罗大陆 2》《完美世界》等，IP 内容释放及 IP 商品化加速有望继续驱动版权运营业务增长。

风险提示：内容行业政策变化、IP 作品表现不及预期、IP 商业化不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

¹ 根据新凤鸣 2024 年三季报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团有限责任公司控股孙公司共青城胜帮投资管理有限公司持有新凤鸣 5.43% 的股份。尽管开源证券与共青城胜帮投资管理有限公司分别属于陕西煤业化工集团有限责任公司的控股子公司和孙公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对共青城胜帮投资管理有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与新凤鸣不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn