

晨会集萃

制作：产品中心

重点推荐

《策略|向海图强——海洋经济产业链分析——海洋经济专题》

1、海洋经济驱动经济提速，深海科技为其注入新质内涵。海洋经济有效拉动 GDP 增长，产业空间具备规模。根据《2024 年中国海洋经济统计公报》，2024 年全国海洋生产总值首次突破 10 万亿元，占 2024 年国内生产总值 7.8%，产业规模上，海洋经济具备广阔的空间，是驱动经济增长的重要模块。海洋经济对 GDP 的拉动作用达 11.5%，已成为驱动经济增长的新引擎。2、政府报告在新质生产力部分首次提及“深海科技”，为海洋经济注入新内涵。深海科技与商业航天、低空经济并列，有望获得较高速发展，尤其是在深海装备、深海探索等核心科技领域。3、海洋强国投资图谱包含海洋经济专项债和海洋经济产业链投资。海洋经济产业链较长，这也是海洋经济产出体量大原因之一。具体来看，1) 海上风电：我国海上风电在经历三年的低迷期后，有望步入新的增长周期。建议关注风机、海上风电运营、海底电缆、海上桩基、打桩船、吊船等领域。2) 海洋油气装备：未来海上油气储量产量增长潜力仍然很大。建议关注海上油气钻井平台、LNG 船只等细分领域。3) 港口航运：港口的吞吐量和航运运输增长有望得到发展海洋经济强国的支撑。建议关注港口、航运等细分领域。4) 海水淡化：建议关注海水淡化设备制造材料以及海水淡化工程等细分领域。5) 海洋水产：关注海洋捕捞以及水产养殖等细分领域。

风险提示：1) 过去历史经验仅供参考；2) 产业链分类仅供参考；3) 政策出台和落地具备不确定性。

《交运&海外满帮集团（YMM）首次覆盖：数字货运龙头，享新能源重卡红利》

1、满帮集团是中国领先的跨城数字货运平台。2023 年，我们估计满帮集团的数字货运 GTV 在 3300 亿元左右，市场份额接近 50%，远高于同行。在跨城数字货运领域，我们估计 2023 年满帮集团的 GTV 在 3000 亿元左右，也远高于同行。2023 年满帮集团的履约订单量为 1.59 亿单、活跃托运人 224 万家、活跃车主 390 万个。2、新能源汽车运输和智能驾驶有望大幅降低运输成本，红利将由货主、车主、运输平台等分享。天然气重卡和新能源重卡销量快速增长，2025 年初渗透率都超过 20%，未来有望继续提高。如果 2025 年天然气重卡和新能源重卡销量都达到 18 万辆，那么数字货运平台 GTV 将下降 62 亿元左右。当车货双方自由交易，运输成本下降将大部分转化为运价下跌，货主享受大部分红利。预计 2024-26 年满帮集团净利润 30.7、44.3、63.3 亿元，同比增长 39%、44%、43%。考虑到满帮集团 2024-26 年净利润增速 40%左右，按照 1 倍 PEG 对应 PE 为 40 倍；可比公司 2025 年平均预期 PE 在 20 倍左右，取两者平均值，给予满帮集团目标 PE30 倍，对应目标价 17.52 美元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：公路货运市场萎缩风险，公路运价下跌风险，市场竞争加剧风险，监管要求降低佣金率风险，政府退税减少风险，现金贷利率过高风险，中概股退市风险，可比公司估值差异风险

《房地产|销售、融资指标向好，关注货币政策支撑——25 年 1-2 月统计局数据点评》

1、销售：市场热度持续，降幅显著收窄。2025 年 1-2 月新建商品房销售

天风 3 月金股推荐

简称	调入时间
中际旭创	20240430
锦波生物	20240630
百济神州-U	20240731
纳睿雷达	20240731
海光信息	20240930
中烟香港	20240930
吉祥航空	20241031
名创优品	20241130
中国人寿	20241231
腾讯控股	20241231
蓝思科技	20250127
工业富联	20250127
中芯国际	20250127
金山办公	20250127
金蝶国际	20250127
洪都航空	20250127
北部湾港	20250127
拓邦股份	20250228
新易盛	20250228
移为通信	20250228
智微智能	20250228
神州泰岳	20250228
火炬电子	20250228
蓝晓科技	20250228
隆平高科	20250228
美的集团	20250228
海尔智家	20250228
科伦博泰生物-B	20250228
益方生物-U	20250228
好未来	20250228
浙江自然	20250228
牧高笛	20250228
潮宏基	20250228
海底捞	20250228
鸿路钢构	20250228
三棵树	20250228
龙源电力	20250228
博迁新材	20250228
贝壳	20250228
奥比中光-UW	20250228

资料来源：天风证券研究所
最新调整日期 2025.02.28

市场数据

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3426.43	-0.1

面积同比下降 5.1%，降幅比上年全年收窄 7.8 个百分点。需要关注 3 月小阳春后，市场潜在的动能减弱压力，和二手价格下行可能造成对新房造成的拖累。短期我们认为，行业仍较难走出“存量房分流新房需求”的通道，我们看好年内降息、限购调整、土地规划调整、优质土地供应、城中村改造等政策增量空间，或对新房需求提供持续支撑。2、融资：销售回款改善显著，仍待货币政策协同。2025 年前 2 月，到位资金同比降幅快速收窄，主要得益于占比最大的销售回款（预收款）企稳，按揭贷增速同比仍有双位数降幅，反映居民购房信心虽有边际改善，但加杠杆意愿仍在低位，有待货币政策继续发力修复“预期”。此外，国内贷款同比同样维持较低降幅，我们认为白名单等融资政策有望在 2025 年内继续积极发力，为行业企稳提供坚实外部融资支撑。

风险提示：行业信用风险蔓延；行业销售下行超预期；因城施策力度不及预期

买方观点

客户今年战略看好港股和 A 股，全年维度看好机器人，算力。二季度密切关注消费，短期关注一季度业绩超预期个股。

晨会焦点

《轻纺|居然智家（000785）：多维度构建智能家居生态》

1、2025 年居然智家在数智化转型上提速，加码智能家居板块创新。近日公司与人形机器人领军企业优必选正式签订战略合作协议，此次合作以“场景革命”为核心逻辑，构建起覆盖商业零售、家庭养老、家装服务三大维度的战略布局。2、截至 2025 年 2 月底，居然设计家 AI 设计平台拥有超 1800 万全球用户，1700 万商品模型。基于此，居然设计家将于英伟达 GTC 大会发布商品交易、跨境电商功能，让设计与商品交易无缝对接，真正实现“所见即所得”。在以 AI 为核心的赋能设计、赋能装修产业链上，居然设计家一直奋勇向前，致力于为家装家居行业注入新动能。此前公司已前瞻性打造三大智能平台并率先接入 DeepSeek，并与阿里云、火山引擎等平台合作加速构建 AI 基础大模型；当前合作优必选、参与 GTC 大会等均彰显公司加码智能家居生态及以 AI 重构“人货场”逻辑的战略步伐。维持盈利预测，维持“买入”评级。我们预计公司 24-26 年 EPS 分别为 0.17 元、0.18 元以及 0.19 元，PE 分别为 29X、27X、25X。

风险提示：家居卖场业务开发风险；宏观经济波动风险；AI 领域研发投入过高风险

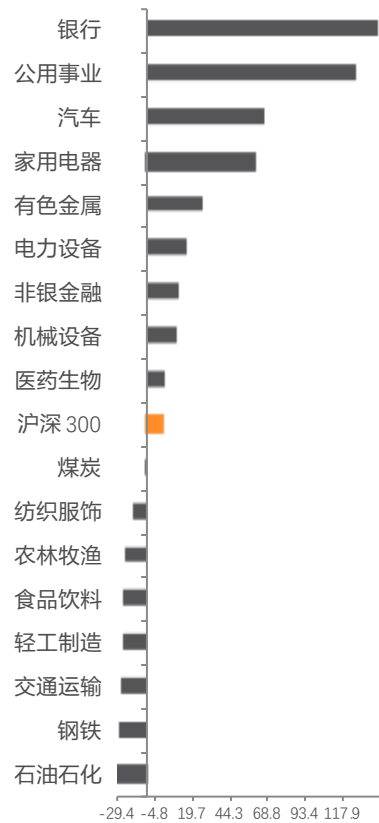
《轻纺|海澜之家（600398）：再开三店，加大人员招聘，关注拓店进展》

近期京东奥莱安徽首家旗舰店签约入驻百大心悦城，郑州首家京东奥莱入驻朗悦公园茂，同时入驻郑州正商国际广场项目。1、进驻城市能级提升。合肥郑州均为中部核心省会，人口虹吸效应有望带来更大客流与生意机会。2、从京东发布招聘看，不排除京东部分介入门店运营及管理，增强实力。我们认为京东奥莱在关注货源及品牌结构外，需重视运营能力。若年度店铺数量不断扩张，对运营能力也是较大考验。目前伴随更多门店成熟，人才培训及输送有望逐步成型，可复制性有望持续加强。3、伴随近期多店新开，我们预计五一前或可持续关注开店进展。我们认为，或在五一及十一等传统消费旺季前完成开业，加快模型优化及渠道卡位。维持盈利预测，维持“买入”评级我们预计 24-26 年 EPS 分别为 0.46 元，0.55 元以及 0.62 元，对应 PE 分别为 19x、16x、14x。

风险提示：项目落地不及预期；国内需求不及预期；库存积压。

沪深 300	4010.17	0.06
中证 500	6101.44	-0.52
中小盘指	4003.4	-0.63
创业板指	2222.35	-0.28
国债指数	222.02	-0.07

上一交易日行业表现



资料来源：聚源数据；天风证券研究所

海外市场

指数名称	收盘	涨跌%
香港恒生	24771.14	0.12
道琼斯	41581.31	-0.62
纳斯达克	17504.12	-1.71
标普 500	5614.66	-1.07
日经 225	37751.88	-0.25
德国 DAX	23380.70	0.98
法国 CAC	8114.57	0.5
富时 100	8705.23	0.29
台湾	21960.83	-1.4

申万行业指数预览

类别	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	市盈率 PE	市净率 PB
农林牧渔	97149	37960	58	4.1
基础化工	284899	109879	44	2.9
钢铁	59892	18942	134	1.4
有色金属	148793	73425	113	3.3
电子	189993	91062	71	3.9
汽车	194340	68889	24	2.6
家用电器	96846	44260	18	3.2

《建筑建材|塔牌集团 (002233): Q4 扣非利润环比显著修复, 非水泥业务全年增速亮眼, 高分红凸显投资价值》

公司发布 24 年年报, 全年实现收入/归母净利润 42.78/5.38 亿元, 同比 -22.71%/-27.46%。其中 Q4 单季度实现收入/归母净利润 13.47/1.57 亿元, 同比 -5.01%/+23.41%。1、24 年公司非水泥业务增速亮眼, 石灰石及废渣/环保处置/光伏发电业务收入分别同比+78%/+100%/+108%达 45/113/4 百万元, 主要受销量提升所致, 毛利率同比分别+19/+9/+2pct 达 40%/78%/62%, 看好公司未来环保产业带来的新增长点。此外, 24 年公司新增机制砂石营业收入 1059 万元, 系蕉岭恒塔机制砂石骨料生产线项目投产所致。2、高分红凸显投资价值。公司 24 年现金分红总额预计为 5.37 亿元, 分红率高达 99.74%, 每股派发现金股利 0.45 元, 对应股息率约 5.9%, 高股息充分彰显投资价值。24 年公司资产负债率 11.04%, 同比-0.02pct, 资本结构有所优化。考虑到公司 24 年业绩有所下滑, 下调公司 25-26 年归母净利润为 5.6/6.9 亿元 (前值 7.8/9.0 亿元), 预计 27 年归母净利润为 8.1 亿元, 维持“买入”评级。

风险提示: 公司水泥价格推涨不及预期、水泥需求不及预期、煤炭成本上涨等。

《房地产|招商积余 (001914): 业绩稳健, 分红再上新台阶——招商积余 2024 年报点评》

2024 年公司实现营业收入 171.72 亿元, 同比+9.89%; 归母净利润 8.40 亿元, 同比+14.24%; 基本每股收益 0.79 元, 同比+14.24%。1、平台增值业绩回落, 资管业务运营稳定。平台及专业增值服务方面, 2024 年公司分别同比-8.22%、+23.77%; 资管业务方面, 截至 2024 年末, 招商商管在管商业项目 70 个 (含筹备项目), 管理面积 393 万 m²。2、分红方面, 公司拟每 10 股派现 2.4 元, 现金分红比例提升至 30.25%。3、非住宅拓展“多点开花”。分业态看, 住宅业态拓展合同额同比+47%, 非住宅业态中医疗、交通、IFM 业态分别新增合同额 1.76、1.62、3.2 亿元。截至 2024 年, 来自招商局集团内部的新签年度合同额为 3.36 亿元, 招商蛇口在公司大客户业务拓展等方面也提供重要支持, 关联方优势继续显现。公司背靠招商局集团, 关联方交付规模大、外拓维持较高体量, 基础物业支撑下业绩表现具备韧性, 考虑公司基础物业盈利能力改善, 我们预测公司 25-26 年归母净利润分别为 9.22、10.78 亿元, 新增 27 年预测 11.88 亿元, 维持“买入”评级。

风险提示: 市场不确定性加大风险、行业竞争加剧风险、创新业务孵化风险

《中小市值|思摩尔国际 (06969): 传统业务受益合规市场发展, HNB+雾化美容业务开辟新增长曲线!》

公司发布 2024 年度业绩, 2024 年公司实现营收 118.0 亿元, 同比增长 5.3%; 实现净利润 13.03 亿元, 同比减少 20.8%。1、全球雾化设备制造龙头地位稳固, 24 年自有品牌业务涨势亮眼。公司雾化美容自有品牌“岚至”于 2024 年上线并在 24 年下半年顺利上线面向美容院的雾化美容仪, 雾化美容产品在中国内地实现收入 0.27 亿元; 同时, 自有品牌 VAPORESSO 在开放式产品市场份额进一步提升。2、公司提出科学技术是企业发展的原动力, 2024 年公司研发开支为 15.72 亿元, 同比增长 6.0%, 占营收的比重达到 13.3%。2024 年公司继续保持全球最大的电子雾化设备制造商的地位, 市场份额达到约 13.1%。我们认为, 公司作为提供雾化科技解决方案的全球领导者, 壁垒优势不断凸显, 在监管不断趋严的背景下, 预计产业链集中度或将加速提升。由于公司产品结构变化以及加大自有品

食品饮料	165837	66516	30	4.5
纺织服饰	69031	28573	34	3.4
轻工制造	84127	38265	55	3.6
医药生物	314266	133399	44	4.7
公用事业	205664	69972	22	2.3
交通运输	161911	54710	22	1.9
房地产	245497	95805	23	2.3
商贸零售	102758	42765	45	2.6
社会服务	37510	12590	55	4.6
银行	558268	146973	7	1
非银金融	324232	142795	14	2
综合	37355	21781	89	4.3
建筑材料	57398	25148	40	2.4
建筑装饰	154468	55693	16	1.9
电力设备	169901	74240	47	3.6
机械设备	227280	97341	65	3.1
国防军工	76728	33026	148	4
计算机	220504	99085	60	5.9
传媒	194561	72896	52	4.8
通信	90698	45155	52	3.9
美容护理	6318	3473	19	3.7

注:PE、PB 的计算采用 23 年报数据; 市值为最近一个交易日的数据

牌业务营销投入，我们下调公司 2025-2027 年调整后净利润为 13.38/16.84/22.14 亿元（25/26 年前值为 19.66/24.94 亿元），同比 +2.66%/+25.86%/+31.45%。基于公司的技术和龙头优势，维持“买入”评级。

风险提示：新型烟草政策变动风险，美国 FDA 监管变动风险，销售不及预期风险，消费者拓展速度不及预期风险，公司产能建设不及预期风险，新技术开发不及预期风险，价格变动风险，汇率风险。

评级调整

公司/行业	评级调整日期	盈利预测与价格区间
满帮集团(YMM)	买入(首次) 20250319	
祥鑫科技(002965)	买入(首次) 20250313	25/26EPS 2.41/3.03

报告列表

中国宏桥 (01378): 高盈利持续, 分红大超预期-买入-刘奕町/陈凯丽
山金国际 (000975): 业绩符合预期, 维持量增规划-买入-刘奕町/曾先毅
思摩尔国际 (06969): 传统业务受益合规市场发展, HNB+雾化美容业务开辟新增长曲线! -买入-吴立
满帮集团 (YMM): 数字货运龙头, 享新能源重卡红利-买入-陈金海/孔蓉/李宁
平安银行 (000001): 非息亮眼, 质量稳健-增持-刘杰
招商积余 (001914): 业绩稳健, 分红再上新台阶——招商积余 2024 年报点评-买入-王雯/鲍荣富/师亮
塔牌集团 (002233): Q4 扣非利润环比显著修复, 非水泥业务全年增速亮眼, 高分红凸显投资价值-买入-鲍荣富/王涛/林晓龙
居然智家 (000785): 多维度构建智能家居生态-买入-孙海洋/张彤
向海图强——海洋经济产业链分析: 海洋经济专题-吴开达/肖峰/孙希民/朱俊福

报告摘要

宏观策略

向海图强——海洋经济产业链分析: 海洋经济专题

吴开达 wukaida@tfzq.com SAC 执业证书编号: S1110524030001

核心结论: 海洋经济驱动经济提速, 深海科技为其注入新质内涵。海洋经济有效拉动 GDP 增长, 产业空间具备规模。2024 年全国海洋生产总值首次突破 10 万亿元, 对 GDP 的拉动作用达 11.5%, 已成为驱动经济增长的新引擎。政府工作报告在新质生产力部分首次提及“深海科技”, 为海洋经济注入新内涵。2025 年政府工作报告提出, “开展新技术新产品新场景大规模应用示范行动, 推动商业航天、低空经济、深海科技等新兴产业安全健康发展。”我们认为, 深海科技与商业航天、低空经济并列, 有望获得较高速发展, 尤其是在深海装备、深海探索等核心科技领域。

复盘我国海洋经济的发展, 自 2021 年提出“海洋强国”战略目标以来, 海洋经济在政策驱动下不断深化发展, 2021 年后随着疫情缓和及“双碳”政策发力, 海上风电、海水淡化等新兴产业崛起, 海洋经济向绿色化、高端化转型颇具成效。

海洋强国投资图谱:

海洋经济专项债: 在“海洋强国”战略驱动下, 以蓝色债券为代表的创新型金融工具正成为推动海洋经济高质量发展的重要抓手, 通过引导资本向海上风电、海水淡化等绿色产业聚集, 形成政策支持与市场机制的协同发力, 随着 2025 年政策红利释放有望加速海洋经济专项债发行节奏。

海洋经济产业链投资: 海洋经济产业链较长, 这也是海洋经济产出体量大的原因之一。具体来看, 海洋经济产业链可以分为基础设施层、装备技术层、资源开发层三个层级。

海上风电: 我国海上风电在经历三年的低迷期后, 有望步入新的增长周期。建议关注风机、海上风电运营、海底电缆、海上桩基、打桩船、吊船等领域。

海洋油气装备: 未来海上油气储量产量增长潜力仍然很大。建议关注海上油气钻井平台、LNG 船只等细分领域。

港口航运: 港口的吞吐量和航运运输增长有望得到发展海洋经济强国的支撑。建议关注港口、航运等细分领域。

海水淡化: 建议关注海水淡化设备制造材料以及海水淡化工程等细分领域。

海洋水产: 关注海洋捕捞以及水产养殖等细分领域。

风险提示: 1) 过去历史经验仅供参考; 2) 产业链分类仅供参考; 3) 政策出台和落地具备不确定性。

行业公司

中国宏桥 (01378): 高盈利持续, 分红大超预期

刘奕町 liuyiting@tfzq.com SAC 执业证书编号: S1110523050001

2024 年利润同比大幅增长，经营利润再上台阶

2024 年公司实现营业收入 1561.69 亿元，同比+16.9%；实现毛利 421.63 亿元，同比+101.2%；实现归母净利润 223.72 亿元，同比+95.21%。同比大幅增长主要系铝价提升以及煤炭及预焙阳极价格下跌带来电解铝成本下降。此外 24 年铝土矿及氧化铝价格大幅增长，公司凭借联营公司的铝土矿资源和自有氧化铝产能显著增厚利润。

产品销量增加带动营收增长，涨价叠加成本下降驱动归母净利润提升

1) 铝合金+加工产品：2024 年铝合金销量 583.7 万吨，同比+1.5%，加工产品销量 76.6 万吨，同比+32.1%。铝合金产品贡献营收/毛利分别为 1024/252 亿元，同比+8.2%/+53.14%，加工产品贡献营收/毛利分别为 156/38 亿元，同比+35.4%/+132%；铝合金产品吨售价/吨成本/吨毛利分别为 17550/13233/4317 元，同比+6.59%/-2.71%/+50.79%，加工产品吨售价/吨成本/吨毛利分别为 20324/15365/4959 元，同比+2.50%/-9.68%/+75.98%。24 年铝均价 19976 元/吨，同比+7.2%。我们预计铝合金及加工产品吨成本的下降主要源于预焙阳极价格的下跌，24 年阳极价格 3958 元/吨，同比-19.7%。

2) 氧化铝：2024 年氧化铝销量 1092.1 万吨，同比+5.3%。氧化铝贡献营收/毛利分别为 374/132 亿元，同比+40.6%/+347.25%；吨售价/吨成本/吨毛利分别为 3420/2208/1212 元，同比+33.59%/-2.95%/+325.26%。24 年氧化铝吨毛利显著增厚。氧化铝价格从 23 年均价 2919 元/吨上涨到 24 年 4078 元/吨，同比+39.7%，带来营收和利润的大幅增加。24 年氧化铝吨生产成本保持稳定，铝土矿价格上涨没有显著抬升公司氧化铝成本，一方面我们预计公司持有较多铝土矿库存，所以氧化铝价格的边际抬升传导到成本涨幅相对不明显，另一方面我们预计公司向联营公司赢联盟采购的优势显著，氧化铝成本相对可控。

各项费用相对稳定，转债及电厂减值对利润有所拖累

各项费用（行政、财务费用等）基本相对平稳；参股联营企业投资收益 18 亿，较 23 年 12 亿显著提升，预计主要是参股赢联盟铝土矿的投资收益增加。24 年全年计提减值及公允价值变动 48 亿，我们预计其中 26 亿固定资产减值主要为电厂，22 亿衍生金融公允价值变动主要为股价上涨以后可转债权益部分计提的损失（只是会计处理，不涉及现金支出），剔除上述非经营性影响，公司实际利润水平更好。

分红大超预期，股息率高达 10%

2024 年年末公司每股派发 1.02 港币，叠加中期派发的 0.59 港币，全年累计每股分红 1.61 港币，较 2023 年同期每股 0.63 港币上涨 155.56%，分红金额达到 153 亿港币，分红率达到 63%，分红水平大超预期。当前股价 15.62 港币，对应股息率 10%。

投资建议：预计 25/26/27 年公司实现归母净利润 230/232/234 亿，对应当前 PE6.0/5.9/5.9x，假设分红率维持 63%，对应股息率 10%，铝价弹性带来盈利弹性+基本面的持续超预期带来估值提升，维持“买入”评级。

风险提示：云南限电限产；氧化铝及电解铝价格波动；国内经济恢复不及预期；下游需求不足风险。

山金国际（000975）：业绩符合预期，维持量增规划

刘奕町 liuyiting@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110523050001

业绩：2025 年 3 月 18 日公司发布 2024 年报。2024 年公司实现营收 135.85 亿元，同比+67.6%，实现归母净利润 21.73 亿元，同比+52.57%；其中 Q4 实现营收 15.14 亿元，同比+49.8%，环比-72.8%；归母净利润 4.46 亿元，同比+45.7%，环比-31.7%。

贵金属产销符合预期，白银库存同比增长

2024 年公司完成合质金产量 8.04 吨，较 23 年增长约 1 吨；其中 Q4 产量 1.76 吨，环比-17%。全年黄金销量 8.05 吨，较 23 年增长约 0.7 吨；Q4 销量 1.54 吨，环比-27%，年末黄金库存 0.54 吨。

2024 年完成年白银产量 196 吨，较 23 年基本持平；其中 Q4 产量 73 吨，环比+81%；全年白银销量 176 吨，较 23 年下滑 18.6 吨；Q4 销量 54 吨，环比+13%，年末白银库存 33 吨。

铅精矿产、销量分别为 1.3/1.1 万吨，锌精矿产、销量分别为 1.7/1.7 万吨。

金银价格上行叠加生产成本严控，单位利润显著扩大

受益黄金白银价格上行，2024 年公司矿产金销售均价为 549.6 元/g，yoy+22.2%；矿产银销售单价为 5.6 元/g，yoy+21.7%。公司严格从产品成本管理角度降低成本，并在保障三级矿量平衡基础上加强内部挖潜，通过提高年处理矿量降低总成本，取得良好成效。2024 年公司矿产金生产成本（合并摊销后）为 145.4 元/g，yoy-17.6%；矿产银生产成本 2.7 元/g，yoy+14.1%。价增叠加成本削减，2024 年矿产金单吨毛利为 404.2 元/g，同比+48%；白银单吨毛利为 2.94 元/g，同比+30%。

维持量增规划，高速增长正当时

对于在产矿山，公司计划 2025 年产金不低于 8 吨，其他金属不低于 2024 年产量。对于远期规划，公司维持对于十四五末矿产金产量 12 吨，金资源及储量达到 240 吨；2026 年末矿产金产量 15 吨，金资源量及储量达到 300 吨；2028 年末矿产金产量 22 吨，金资源量及储量达到 500 吨；十五五末矿产金产量 28 吨，金资源量及储量达到 600 吨以上。内生增加外延并购助力产量增长，公司正处高速成长通道中。

盈利预测及投资建议：

考虑金价大幅上行，我们部分调整产量与价格的假设，调整盈利预测，预计 25-27 年公司实现归母净利润 28.5/34.3/41.8 亿元（25-26 年前值 34.2/39.6），对应 EPS 为 1.03/1.23/1.5 元/股（25-26 年前值 1.23/1.43 元/股），对应 pe18.5/15.3/12.6X，维持“买入”评级。

风险提示：金价大幅波动的风险，产量不及预期的风险，成本大幅上升的风险

思摩尔国际（06969）：传统业务受益合规市场发展，HNB+雾化美容业务开辟新增长曲线！

吴立 wuli1@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110517010002

事件：公司发布 2024 年度业绩，2024 年公司实现营收 118.0 亿元，同比增长 5.3%；实现净利润 13.03 亿元，同比减少 20.8%。

全球雾化设备制造龙头地位稳固，24 年自有品牌业务涨势亮眼

面向企业客户业务：2024 年公司实现收入 93.24 亿元（占比 79.0%），同比下降 0.3%，2024 年下半年面向企业客户业务已恢复增长，实现收入 53.57 亿元，同比增长 9.7%。分地区来看，欧洲及其他市场为第一大销售地区，实现收入 50.96 亿元，同比微增 0.3%，销售占比为 43.2%，由于欧洲对一次性电子雾化产品的监管力度逐步加强，2024 年公司一次性产品收入约为 30.5 亿元，同比下降 9.5%；其次为美国（考虑通过中国香港转运的产品），实现收入 39.88 亿元，同比下降 2.4%，销售占比为 33.8%，受益于美国对不合规产品执法加强，公司于美国的销售收入于下半年恢复增长；中国市场实现收入 2.39 亿元，同比增长 25.1%，销售占比为 2%，主要为电子雾化产品销售收入及技术服务收入。

自有品牌业务：2024 年实现收入 24.75 亿元（占比 21.0%），同比增长 34%，公司雾化美容自有品牌“岚至”于 2024 年上线并在 24 年下半年顺利上线面向美容院的雾化美容仪，雾化美容产品在中国内地实现收入 0.27 亿元；同时，自有品牌 VAPORESSO 在开放式产品市场份额进一步提升。分地区来看，欧洲及其他市场实现收入 20.24 亿元，同比增长 34.0%，销售占比 21%；美国实现收入 4.24 亿元，同比增长 14.0%，销售占比 3.6%。

从盈利水平来看，2024 年毛利率为 37.4%，同比降低 1.3pct；毛利率下降主要是受产品结构变化的影响。

研发储备及计划：公司提出科学技术是企业发展的原动力，2024 年公司研发开支为 15.72 亿元，同比增长 6.0%，占营收的比重达到 13.3%，主要用于来自雾化医疗和加热不燃烧产品。在加热不燃烧领域，公司在 2024 年支持客户推出的加热不燃烧产品已成功上市并收到消费者和客户的正面反馈，产品使用体验和口感对比现有主流产品得到提升；在雾化医疗领域，公司已完成多款针对哮喘和慢阻肺的药械结合产品的开发布局。2024 年公司继续保持全球最大的电子雾化设备制造商的地位，市场份额达到约 13.1%。

盈利预测及投资建议

我们认为，公司作为提供雾化科技解决方案的全球领导者，壁垒优势不断凸显，在监管不断趋严的背景下，预计产业链集中度或将加速提升。由于公司产品结构变化以及加大自有品牌业务营销投入，我们下调公司 2025-2027 年调整后净利润为 13.38/16.84/22.14 亿元（25/26 年前值为 19.66/24.94 亿元），同比+2.66%/+25.86%/+31.45%。基于公司的技术和龙头优势，维持“买入”评级。

风险提示：新型烟草政策变动风险，美国 FDA 监管变动风险，销售不及预期风险，消费者拓展速度不及预期风险，公司产能建设不及预期风险，新技术开发不及预期风险，价格变动风险，汇率风险。

满帮集团（YMM）：数字货运龙头，享新能源重卡红利

陈金海 chenjinhai@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110521060001

数字货运龙头，盈利高增长

满帮集团是国内跨城货运数字平台龙头，盈利高增长。满帮集团是国内领先的数字货运公司，主要从事跨城货运数字平台业务，收入主要来自会员费、经纪业务、交易佣金、增值服务。2022 年开始抽佣覆盖率和佣金率快速上升，带动交易佣金收入快速增长，并使公司整体扭亏、盈利高增长。

市场份额领先，抽佣比例上升

数字货运平台能缩短车主接单时间、减少空驶里程、增加运费收入，降本增效是抽佣的基础。满帮集团在跨城数字货运的市场份额达到 50% 左右，远超竞争对手，并且优势还可能扩大，所以满帮集团有能力且正在提升抽佣覆盖率和佣金率，平均抽佣比例有望从 2024 年的 1% 上升到 2027 年的 2.5% 左右，带动净利润高增长。数字货运市场容量有限，龙头已经占据一半左右份额，难以容纳互联网巨头进入，提高佣金率的阻力较小。

分享新能源汽车和智能驾驶红利

新能源汽车运输和智能驾驶有望大幅降低运输成本，红利将由货主、车主、运输平台等分享。天然气重卡和新能源重卡销量快速增长，2025年初渗透率都超过20%，未来有望继续提高。如果2025年天然气重卡和新能源重卡销量都达到18万辆，那么数字货运平台的运费将下降62亿元左右。当车货双方自由交易，运输成本下降将大部分转化为运价下跌，货主享受大部分红利。我们认为，当数字货运平台参与定价，可以制定略微偏高的运价，使三方都能分享红利，避免燃油车亏损运输。

盈利高增长，目标价17.52美元

佣金率大幅上升、抽佣覆盖率小幅上升、数字货运平台渗透率上升共同驱动佣金收入高增长，有望带动满帮集团盈利高增长。预计2024-26年满帮集团净利润30.7、44.3、63.3亿元，同比增长39%、44%、43%。考虑到满帮集团2024-26年净利润增速40%左右，按照1倍PEG对应PE为40倍；可比公司2025年平均预期PE在20倍左右，取两者平均值，给予满帮集团目标PE30倍，对应目标价17.52美元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：公路货运市场萎缩风险，公路运价下跌风险，市场竞争加剧风险，监管要求降低佣金率风险，政府退税减少风险，现金贷利率过高风险，中概股退市风险，可比公司估值差异风险

平安银行 (000001)：非息亮眼，质量稳健

刘杰 liujie@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110523110002

事件：

平安银行发布2024年底财报。截止24年末，企业实现营收约1467亿元，归母净利润445亿元，YoY-4.19%；不良率1.06%。

点评摘要：

非息收入延续强势表现。截止2024年末，平安银行总营收约1467亿元，YoY-10.93%，较上季度增速向上修复1.65pct。其中，企业全年净利息收入934亿元，YoY-20.82%；非息净收入533亿元，YoY+14%，较上季度增速增长6.42pct表现亮眼。营收结构占比上，利息净收入占比63.7%，较24年前三季度下行1.32pct。拨备前利润表现整体贴合营业收入变动趋势，PPOP24Q1、24H1、24Q1-3、2024增速为-14.96%、-14.25%、-13.69%、-10.83%。企业24Q1、24H1、24Q1-3、2024归母净利润增速为2.26%、1.94%、0.24%、-4.19%。

息差方面：资产收益率下行趋缓。2024年末，平安银行生息资产收益率为3.97%，环比-0.10pct，较三季度下行速度放缓9bp；2024年前三个季度分别为4.25%、4.16%、4.07%。

负债成本率持续改善。平安银行24年三季度计息负债成本率2.14%，较24Q1-3改善约6bp，为息差企稳打开空间。2024年末，企业净息差录得1.87%，较前三季度下滑6bp。

资产端：截止24年末，平安银行生息资产总计6.09万亿元，较24Q1-3上升109亿元，环比增涨0.2%。从结构细分来看，贷款、金融投资、同业及拆放、存放央行占生息资产比重分别为54.1%、26.2%、15.3%和4.4%，较24Q1-3占比结构环比变动-0.3、+0.2、+0.3、-0.2pct。

负债端：截止2024年末，平安银行计息负债余额5.07万亿元，较24Q1-3增长92亿元，环比上行2.9%。负债结构上，存款、已有债券和同业负债占计息负债比重分别为70.8%、13.7%和15.5%，较24Q1-3占比结构环比变动-2.0、+1.3和+0.8pct。

资产质量：2024平安银行不良占比1.06%，与上季度大体持平。

盈利预测与估值：

企业盈利能力具有韧性。我们预测企业2025-2027年归母净利润同比增长为1.40%、3.94%、3.15%，对应现价BPS：31.79、37.25、44.46元。使用股息贴现模型测算目标价为13.12元，对应25年0.41xPB，现价空间14%，调整为“增持”评级

风险提示：宏观经济震荡，不良资产大幅暴露，息差压力大

招商积余 (001914)：业绩稳健，分红再上新台阶——招商积余2024年报点评

王雯 wangwena@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110521120005

事件：2024年公司实现营业收入171.72亿元，同比+9.89%；归母净利润8.40亿元，同比+14.24%；基本每股收益0.79元，同比+14.24%。

基础物管毛利率改善，形成业绩良性拉动

收入端，2024年公司实现营业收入171.72亿元，同比+9.89%；其中，1)物业管理业务实现营业收入164.87亿元，同比+11.72%。细分来看，基础物业、平台增值、专业增值服务分别实现收入同比+10.63%、-8.22%、+23.77%，占营收比重分别达78.04%、3.12%、14.85%，其中基础物管营收占比提升达7.5pct；2)资产管理业务实现营业收入6.70

亿元，同比-4.03%。利润端，2024 年公司实现归母净利润 8.40 亿元，同比增长 14.24%；毛利率 11.96%，较 23 年提升 0.4pct；其中，物管业务中基础物业、平台增值、专业服务毛利率分别为 10.67%、10.51%、9.23%，较 23 年同期分别+1.91、+2.02、-8.58pct，业绩贡献最高的基础物管毛利率改善形成正向拉动。费用端，2024 年公司销售、管理、财务费用率较 23 年分别+0.07、-0.37、-0.23pct 至 0.67%、3.5%、0.17%，其中，公司通过提高资金周转效率实现有息债务规模压降，财务费率优化明显，费用管控能力提升。分红方面，公司拟每 10 股派现 2.4 元，现金分红比例提升至 30.25%。

市拓合同额维持高位，非住宅拓展“多点开花”

规模端，截至 2024 年，公司在管项目数达 2296 个，较 23 年末增加 195 个，在管面积 3.65 亿 m^2 ，较 23 年提升 5.80%；其中关联方和第三方管理面积较 23 年末分别提升 10.48%、3.33%；其中住宅、非住宅业态管理面积较 23 年分别提升 4.79%、6.43%，保持良好规模增速。拓展端，2024 年，公司新签年度合同额达 40.29 亿元，与 23 年基本持平，其中，第三方新签合同额 36.93 亿元，全年新增政府公建、产业园区、金融服务等优质项目超百个。分业态看，住宅业态拓展合同额同比+47%，非住宅业态中医疗、交通、IFM 业态分别新增合同额 1.76、1.62、3.2 亿元，非住业务拓展多点开花，此外 4 家并购企业贡献新增合同额 2.84 亿元。截至 2024 年，来自招商局集团内部的新签年度合同额为 3.36 亿元，招商蛇口在公司大客户业务拓展等方面也提供重要支持，关联方优势继续显现。

平台增值业绩回落，资管业务运营稳定

平台及专业增值服务方面，2024 年公司分别同比-8.22%、+23.77%，其中专业增值服务在经纪、充电桩、家装、维修等领域均取得业务突破。资管业务方面，1) 商业运营业务：截至 2024 年末，招商商管在管商业项目 70 个（含筹备项目），管理面积 393 万 m^2 ，其中自持项目 3 个，受托管理招商蛇口项目 59 个，第三方品牌输出项目 8 个。2024 年集中商业销售额同比提升 30%，同店同比提升 6%；客流同比提升 34%，同店同比提升 11%。2) 持有物业出租经营业务：包括酒店、购物中心、零星商业、写字楼等多种业态，2024 年末总可出租面积为 46.89 万 m^2 ，出租率为 95%，管理规模及出租率维持稳定。

投资建议：公司背靠招商局集团，关联方交付规模大、外拓维持较高体量，基础物业支撑下业绩表现具备韧性，考虑公司基础物业盈利能力改善，我们预测公司 25-26 年归母净利润分别为 9.22、10.78 亿元，新增 27 年预测 11.88 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：市场不确定性加大风险、行业竞争加剧风险、创新业务孵化风险

塔牌集团 (002233)：Q4 扣非利润环比显著修复，非水泥业务全年增速亮眼，高分红凸显投资价值

鲍荣富 baorongfu@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110520120003

公司 24 年全年实现归母净利润 5.38 亿元，Q4 扣非利润环比显著修复

公司发布 24 年年报，全年实现收入/归母净利润 42.78/5.38 亿元，同比-22.71%/-27.46%，全年实现扣非归母净利润 3.41 亿元，同比-46.65%。其中 Q4 单季度实现收入/归母净利润 13.47/1.57 亿元，同比-5.01%/+23.41%，扣非归母净利润 0.96 亿元，同比-22.87%，非经常性损益主要系交易性金融资产公允价值变动（24 年同比增加 1.95 亿元）所致。

水泥主业量价有所下滑，非水泥业务全年增速亮眼

公司 24 年水泥及熟料销售收入同比下滑 25%达 39 亿元，销量同比下滑 10%达 1659 万吨，降幅与广东地区基本一致，其中 52.5 高等级水泥销量同比+27%，预计下游重点工程需求占比提升。24 年公司水泥熟料吨均价同比下降 46.3 元（yoy-16%）达 236.7 元，吨成本同比下降 21.2 元（yoy-10%）达 189.3 元，测算吨毛利为 47 元，同比下降约 25 元。Q4 单季度来看，华南/华东地区水泥价格同比分别提升 31/50 元/吨，环比分别提升 43/74 元/吨，价格端显著修复带动公司业绩向上，Q4 公司收入/归母净利润环比分别+41%/+1.3%，扣非归母净利润环比+57.5%，实现 6 个季度以来首次转正。年后来看，3 月至今华南/华东地区水泥涨价落实较好，当前时点吨均价同比约高 30~50 元/吨，看好 25Q1 及全年水泥业绩弹性。

24 年公司非水泥业务增速亮眼，石灰石及废渣/环保处置/光伏发电业务收入分别同比+78%/+100%/+108%达 45/113/4 百万元，主要受销量提升所致，毛利率同比分别+19%/+9%/+2pct 达 40%/78%/62%，看好公司未来环保产业带来的新增长点。此外，24 年公司新增机制砂石营业收入 1059 万元，系蕉岭恒塔机制砂石骨料生产线项目投产所致。

费用有所优化，现金流运营良好

24 年公司整体毛利率 22.14%，同比-4.13pct，其中，Q4 单季度整体毛利率 20.04%，同比/环比分别-5.33/-1.07pct。24 年期间费用率 10.77%，同比+2.01pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别+0.65%/+1.37%/-0.04%/+0.02pct，销售费用提升主要系外购水泥包装袋费用增加所致，研发费用下降主要是研发项目的人工费用和物料消耗减少所致。最终实现净利率 12.93%，同比-0.61pct。24 年公司资产负债率 11.04%，同比-0.02pct，资本结构有所优化。经

营性现金流净额同比-3.42 亿元达 8.50 亿元，收现比同比+0.28pct 达 112.47%，付现比同比-6.15pct 达 93.89%。

高分红凸显投资价值，维持“买入”评级

公司 24 年现金分红总额预计为 5.37 亿元，分红率高达 99.74%，每股派发现金股利 0.45 元，对应股息率约 5.9%，高股息充分彰显投资价值。考虑到公司 24 年业绩有所下滑，下调公司 25-26 年归母净利润为 5.6/6.9 亿元(前值 7.8/9.0 亿元)，预计 27 年归母净利润为 8.1 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：公司水泥价格推涨不及预期、水泥需求不及预期、煤炭成本上涨等。

居然智家 (000785)：多维度构建智能家居生态

孙海洋 sunhaiyang@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110518070004

事件：公司与优必选科技宣告正式开启长期深度合作

2025 年居然智家在数智化转型上提速，加码智能家居板块创新，近日公司与人形机器人领军企业优必选正式签订战略合作协议，此次合作以“场景革命”为核心逻辑，构建起覆盖商业零售、家庭养老、家装服务三大维度的战略布局：

- ①居然智家拟于 2025 年底前采购部署 500 台仿真人形机器人，在合作期内计划销售一万台，提升客户购物体验，塑造智慧消费新场景；
- ②居然智家将积极推动智能养老机器人在家庭服务环境及相关养老服务场景的应用；
- ③双方计划基于优必选在人形机器人核心技术上的优势，结合居然智家在家装领域的场景需求及 AI 设计、智能装修经验，联合开发装修机器人，助力装修行业降本增效，推动居然智家家装业务商业模式转型，提升用户装修体验。

居然设计家将隆重登台英伟达 GTC 全球开发者大会

作为全球人工智能开发者和行业人士的顶级交流平台，英伟达 GTC 大会每年都会有全球创新科技发布，在人工智能领域具有极高的影响力。本次居然设计家受邀于大会现场分享设计 AI 成果，不仅标志着居然设计家在技术实力与国际影响力上的备受认可，更预示着当 AI 技术与家装家居产业深度融合，智能装修行业将迎来新变革。

截至 2025 年 2 月底，居然设计家 AI 设计平台拥有超 1800 万全球用户，1700 万商品模型。基于此，居然设计家将于英伟达 GTC 大会发布商品交易、跨境电商功能，让设计与商品交易无缝对接，真正实现“所见即所得”。在以 AI 为核心的赋能设计、赋能装修产业链上，居然设计家一直奋勇向前，致力于为家装家居行业注入新动能。

维持盈利预测，维持“买入”评级

此前公司已前瞻性打造三大智能平台并率先接入 DeepSeek，并与阿里云、火山引擎等平台合作加速构建 AI 基础大模型；当前合作优必选、参与 GTC 大会等均彰显公司加码智能家居生态及以 AI 重构“人货场”逻辑的战略步伐。

我们预计公司 24-26 年 EPS 分别为 0.17 元、0.18 元以及 0.19 元，PE 分别为 29X、27X、25X。

风险提示：家居卖场业务开发风险；宏观经济波动风险；AI 领域研发投入过高风险

近期重点报告

2025 年 03 月 19 日

中国宏桥 (01378)：高盈利持续，分红大超预期-买入-刘奕町/陈凯丽

思摩尔国际 (06969)：传统业务受益合规市场发展，HNB+雾化美容业务开辟新增长曲线！-买入-吴立

平安银行 (000001)：非息亮眼，质量稳健-增持-刘杰

满帮集团 (YMM)：数字货运龙头，享新能源重卡红利-买入-陈金海/孔蓉/李宁

向海图强——海洋经济产业链分析：海洋经济专题-吴开达/肖峰/孙希民/朱俊福

2025 年 03 月 18 日

盛业 (06069)：事件点评：行业数据+IDC+AI 应用，打开 AI 全链条-买入-吴立/杜鹏辉

华润建材科技 (01313)：25 年水泥涨价盈利弹性可期，优质资产或被显著低估-买入-鲍荣富/王涛/林晓龙

轻工制造：孩子王与字节联手打造 AI 伴身智能孵化器，加速产业发展-强于大市-孙海洋

两会后政策靠前发力：政策与大类资产配置周观察-吴开达/叶慧超

2025 年 03 月 17 日

中石化炼化工程 (02386)：年报点评：业绩符合预期，新签合同表现亮眼-买入-张樨樨/厉泽昭

石油石化：能源版图西移，新疆煤化工或迎来历史性发展机遇-强于大市-张樨樨/黄凯

通信：AI 时代下的运营商，云、IDC 和算力资源有望迎来重估机会-强于大市-王奕红/唐海清/陈汇丰/康志毅

中观景气度高频跟踪及运用：中观景气度数据库和定量模型应用-吴开达/孙希民/朱俊福

强化政策合力提振消费：多部委提振消费发布会点评-吴开达/叶慧超

2025年03月16日

百济神州 (688235)：2025 年将实现 GAAP 口径下经营利润为正，实体瘤领域多款早研分子将 POC-买入-杨松/曹文清

投资策略：高切低怎么看？-吴开达/林晨/陈英奇/汪书慧

2025年03月15日

361 度 (01361)：童装、线上及超品或贡献收入增量-买入-孙海洋

裕元集团 (00551)：展望 2025 机遇挑战并存-买入-孙海洋

友邦保险 (01299)：业绩亮眼，16 亿回购新计划再启-买入-杜鹏辉/陈嘉言

西部水泥 (02233)：西部水泥盈利预告点评：海外盈利符合预期，产能持续扩张释放高业绩弹性-买入-鲍荣富/王涛/林晓龙

行业比较周报：两会后主线的持续性-吴开达/孙希民

静待降准降息：——普林格与盈利周期跟踪-吴开达/林晨/汪书慧

首单数据中心公募 REITs 正式申报：周观 REITs-吴开达/肖峰

2025年03月14日

NVIDIA (NVDA)：FY25Q4 业绩点评：Blackwell 量产有望加速-买入-孔蓉/李泽宇

京东集团-SW (09618)：24Q4 业绩点评：盈利改善超预期，国补扩类物流协同打开增量空间-买入-孔蓉/曹睿

和誉-B (02256)：ABSK021 的 TGCT III 期结果优秀，ABSK011 将启动 HCC III 期临床-买入-杨松/曹文清

其他电子：Robotaxi 落地在即，技术引领商业模式裂变-强于大市-潘暕

2025年03月13日

波司登 (03998)：期待春夏户外新品-买入-孙海洋

祥鑫科技 (002965)：新能源结构件业务稳固，机器人打开成长空间-买入-孙潇雅/朱晔/王彬宇

奋力推进中国式现代化：2025 两会全扫描-吴开达/叶慧超

天风证券研究所

策略研究研究团队

吴开达 S1110524030001 wukaida@tfzq.com
林晨 S1110524040002 linchen@tfzq.com
肖峰 S1110524040003 xiaofeng@tfzq.com
孙希民 S1110524110002 sunximin@tfzq.com
叶慧超 S1110525030001 yehuichao@tfzq.com
汪书慧 S1110124040014 wangshuhui@tfzq.com
朱俊福 S1110124070025 zhujunfu@tfzq.com
吴黎艳 S1110520090003 wuliyang@tfzq.com
陈英奇 S1110124090004 chenyingqi@tfzq.com
苏璟宇 S1110124030015 sujingyu@tfzq.com

电力设备新能源研究团队

孙潇雅 S1110520080009 sunxiaoya@tfzq.com
杨志芳 S1110524120004 yangzhifang@tfzq.com
敖颖晨 S1110525010001 aoyingchen@tfzq.com
张童童 S1110524060005 zhangtongtong@tfzq.com
朱光硕 S1110122120001 zhuguangshuo@tfzq.com
王彬宇 S1110523070005 wangbinyu@tfzq.com
高鑫 S1110523080001 gaixin@tfzq.com

电子元件研究团队

潘暕 S1110517070005 panjian@tfzq.com
骆奕扬 S1110521050001 luoyiyang@tfzq.com
许俊峰 S1110520110003 xu junfeng@tfzq.com
程如莹 S1110521110002 chengruying@tfzq.com
包恒星 S1110524100001 baohengxing@tfzq.com
李泓依 S1110524040006 lihongyi@tfzq.com

房地产研究团队

师亮 S1110525020001 shiliang@tfzq.com

纺织和服装研究团队

孙海洋 S1110518070004 sunhaiyang@tfzq.com
张彤 S1110123110018 zhangtong@tfzq.com

非金属材料研究团队

林晓龙 S1110523050002 linxiaolong@tfzq.com

非银行金融研究团队

杜鹏辉 S1110523100001 dupenghui@tfzq.com
陈嘉言 S1110524110001 chenjiayan@tfzq.com
李昕恬 S1110124030003 lixintian@tfzq.com

海外研究研究团队

孔蓉 S1110521020002 kongrong@tfzq.com
王梦恺 S1110521030002 wangmengkai@tfzq.com
杨雨辰 S1110521110001 yuchenyang@tfzq.com
曹睿 S1110523020003 caorui@tfzq.com
樊程安吉 S1110524080001 fanchenganji@tfzq.com
刘诗雨 S1110524120001 liushiyu@tfzq.com
李泽宇 S1110520110002 lizeyu@tfzq.com

宏观经济研究团队

张伟 S1110522080003 zhangweib@tfzq.com

环保公用研究团队

郭丽丽 S1110520030001 guolili@tfzq.com
杨嘉政 S1110123070010 yangjiazheng@tfzq.com
王钰舒 S1110524070006 wangyushu@tfzq.com
裴振华 S1110524050003 peizhenhua@tfzq.com
胡冰清 S1110524070004 hubingqing@tfzq.com
赵阳 S1110524070005 zhaoyanga@tfzq.com

基础化工研究团队

唐婕 S1110519070001 tje@tfzq.com
郭建奇 S1110522110002 guojianqi@tfzq.com
张峰 S1110518080008 zhangfeng@tfzq.com
邢颜凝 S1110523070006 xingyaning@tfzq.com
杨滨钰 S1110524070008 yangbinyu@tfzq.com

机械研究团队

朱晔 S1110522080001 zhuye@tfzq.com
赵博源 S1110124040013 zhaoboyuan@tfzq.com

计算机研究团队

缪欣君 S1110517080003 miaoxinjun@tfzq.com
王屿熙 S1110524010001 wangyuxi@tfzq.com
刘鉴 S1110123010013 liujianb@tfzq.com

家电研究团队

孙谦 S1110521050004 sunqiana@tfzq.com
宗艳 S1110522070002 zongyan@tfzq.com
赵嘉宁 S1110524070003 zhaojanning@tfzq.com

建筑工程研究团队

鲍荣富 S1110520120003 baorongfu@tfzq.com
王雯 S1110521120005 wangwena@tfzq.com
王涛 S1110521010001 wangtaoa@tfzq.com
王悦宜 S1110123070009 wangyueyi@tfzq.com
任嘉禹 S1110524070001 renjiayu@tfzq.com
蹇青青 S1110124030018 jianqingqing@tfzq.com

交通运输研究团队

陈金海 S1110521060001 chenjinhai@tfzq.com
李宁 S1110124070010 liningb@tfzq.com

金融工程研究团队

吴先兴 S1110516120001 wuxianxing@tfzq.com
王喆 S1110520060005 wangzhe@tfzq.com
王鹏飞 S1110123050001 wangpengfeib@tfzq.com
韩乾 S1110522100001 hanqian@tfzq.com
邵婷 S1110122080075 shaoting@tfzq.com
何青青 S1110520080008 heqingqing@tfzq.com

金属与金属新材料研究团队

刘奕町 S1110523050001 liuyiting@tfzq.com
胡十尹 S1110525010002 hushiyin@tfzq.com
陈凯利 S1110524060001 chenkailei@tfzq.com
曾先毅 S1110524060002 zengxianyi@tfzq.com
吴亚宁 S1110124070015 wuyaning@tfzq.com

军工研究团队

王泽宇 S1110523070002 wangzeyu@tfzq.com
赵博轩 S1110525020002 zhaoboxuan@tfzq.com

领导层研究团队

赵晓光 S1110516100006 zhaoxiaoguang@tfzq.com
唐海清 S1110517030002 tanghaiqing@tfzq.com

能源开采研究团队

张巍巍 S1110517120003 zhangxiwei@tfzq.com
姜美丹 S1110524090002 jiangmeidan@tfzq.com
朱韬宇 S1110524080002 zhutaoyu@tfzq.com
厉泽昭 S1110122080076 lizezhao@tfzq.com
黄凯 S1110524090001 huangkaia@tfzq.com
纪有容 S1110122080057 jiyourong@tfzq.com

农林牧渔研究团队

吴立 S1110517010002 wuli1@tfzq.com
陈潇 S1110519070002 chenx@tfzq.com
陈炼 S1110121030020 chenlian@tfzq.com
黄建霖 S1110524100003 huangjianlin@tfzq.com
林毓鑫 S1110524080004 linyuxin@tfzq.com

汽车研究团队

谢坤 S1110524120002 xiekun@tfzq.com

商贸零售&社会服务业研究团队

耿荣晨 S1110524120006 gengrongchen@tfzq.com
何富丽 S1110521120003 hefuli@tfzq.com
来舒楠 S1110524070009 laishunan@tfzq.com
都春竹 S1110125010007 duchunzhu@tfzq.com

生物医药研究团队

杨松 S1110521020001 yangsong@tfzq.com
李慧瑶 S1110522080004 lihuiyao@tfzq.com
张雪 S1110521020004 zhangxue@tfzq.com
曹文清 S1110523120003 caowenqing@tfzq.com
刘一伯 S1110123070037 liuyibo@tfzq.com
周海涛 S1110524120003 zhouhaitao@tfzq.com
李臻 S1110524120005 lizhenb@tfzq.com
张中华 S1110123040044 zhangzhonghua@tfzq.com

食品饮料研究团队

张潇倩 S1110524060003 zhangxiaolian@tfzq.com
李本媛 S1110524040004 libenyuan@tfzq.com
何宇航 S1110523090002 heyuhang@tfzq.com
唐家全 S1110523110003 tangjiaquan@tfzq.com
马咏怡 S1110124070008 mayongyi@tfzq.com
谢文旭 S1110524040001 xiewenxu@tfzq.com

数据研究院研究团队

黄海利 S1110522090003 huanghai@tfzq.com
尧淦 S1110122090001 yaogan@tfzq.com
曹雯瑛 S1110523070001 caowenyi@tfzq.com

通信研究团队

王奕红 S1110517090004 wangyihong@tfzq.com
林竣皓 S1110520040001 linjunhao@tfzq.com
余芳沁 S1110521080006 yufangqin@tfzq.com
袁昊 S1110524050002 yuanhao@tfzq.com

陈汇丰	S1110522070001	chenhuifeng@tfzq.com
康志毅	S1110522120002	kangzhiyi@tfzq.com
新材料研究院研究团队		
刘奕町	S1110523050001	liuyiting@tfzq.com
熊可为	S1110523120001	xiongkewei@tfzq.com
银行研究团队		
刘杰	S1110523110002	liujiea@tfzq.com
中小市值研究团队		
卢雨婷	S1110116100075	luyuting@tfzq.com
戴飞	S1110520060004	daifei@tfzq.com
周新宇	S1110524070007	zhouxinyu@tfzq.com
资产配置研究团队		
惠政宝	S1110521070004	huizhengbao@tfzq.com

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com