

# 晨会集萃

制作：产品中心

## 重点推荐

《军工|世界百年大变局下的中国军贸：改革→突破→崛起》

先进装备出口或更开放，百年大变局下中国军贸或正在崛起，重点关注无人化、先进战机、制导装备、雷达产品四条主线。军贸主线①无人机：国内二十大会议也明确提出“加强无人智能作战力量发展”。无人机系统通过对现有装备体系的跨域“赋能”，可有效推动信息组网和联合作战水平，充分发挥装备体系在信息化战争条件下全维、精确、敏捷的作战效能。无人机作为新质新域力量的重要一环，新一轮采购需求或将加速开启，建议关注无人机产业链相关企业。军贸主线②先进战机：自 2023 年航空工业集团将军贸提升至“主责主业”地位后，主机厂争相打造拳头产品，积极推进先进装备出口。军贸主线③制导装备：据美国 2024 年国防预算，美国采购了大量的 GLMRS（海马斯）火箭弹，其中 2022~2024 年将分别采购 6374 枚、5954 枚、5064 枚，彰显对制导装备需求的“低成本+大批量”采购特点。军贸主线④：雷达（尤其是防御类）和地面兵装等，或正迎来景气周期，建议关注雷达产业链。

风险提示：下游需求不及预期；政策变化风险；技术不能保持先进性的风险；供应链交付进度不及预期风险等。

《海外港股周报（2025.3.10-2025.3.14）——政策预期积极向好，持续看好港股中概》

本周港股三大指数震荡分化，恒生指数周跌 1.12%至 23960 点，恒生科技指数跌幅 2.59%，国企指数周跌 0.4%。周初受美国 2 月 CPI 数据超预期影响，市场对美联储降息预期延后，全球风险资产承压；后半周香港交易所探讨降低高价股投资门槛等政策提振市场情绪，科技板块逆势反弹。1、中国央行明确将“择机降准降息”，实施适度宽松货币政策，以保持流动性充裕，匹配经济增长目标。国新办预告，3 月 17 日将举行提振消费政策发布会，市场预期消费领域或迎新一轮刺激。2、美国 2 月 CPI 回落至 2.8%，缓解通胀压力。特朗普关税政策引发市场对全球贸易摩擦的担忧，港股承压但受南向资金支撑表现相对抗跌。3、重点港股业绩表现亮眼。理想汽车 2024 年实现营收同比增 92%，毛利率提升至 22.5%，计划 2025 年冲击 60 万辆销量目标。BOSS 直聘财报显示 2024 年总营收达 73.56 亿元人民币，同比增长 23.6%，净利润增长 42.6%至 15.67 亿元人民币。

风险提示：美国和欧洲市场面临持续加息和高通胀率；国内经济增长放缓；政策刺激效果不足

《金属与材料|中国宏桥（01378）：高盈利持续，分红大超预期》

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%。1、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。2、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 亿港元，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%。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%，

## 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	3408.95	-0.51

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。

### 买方观点

从中长期来看，人工智能预计仍是未来数年的产业发展趋势，将推动中国产业转型升级以及科技创新加速，因此从全年维度，以人工智能为核心的科技股行情或都将是市场的主线，科技股短期的震荡调整不改持续向好的趋势。

### 晨会焦点

《商社|孩子王：联袂涂鸦智能卡位 AI 伴身硬件黄金赛道，重构母婴消费增长极》

据业绩预告，公司 2024 年预计实现归母净利润 1.6-2.1 亿元，同比预增 52%-101%。1、孩子王与涂鸦智能于 3 月 18 日签订全面合作协议，此前双方均与火山引擎达成合作。双方通过 BYKIDS 孵化器形成研发-制造-销售一体化强化合作，依托孩子王的渠道资源与涂鸦智能的芯片模组/开发系统/通信协议等，实现生态协同，以 OEM/ODM 多模式驱动产品落地。通过向生态伙伴赋能一体化体系，加速伴身智能产品商业化进程。2、公司顺应消费环境变化，着重实施“三扩”战略（扩品类、扩赛道、扩业态）。国家卫健委正与有关部门起草育儿补贴方案，旨在通过降低生育、养育和教育成本，优化生育支持政策体系，扩大普惠性托育服务的供给。我们认为该政策有望提升生育意愿并进一步释放母婴市场需求潜能。孩子王作为一家以数据与数字化驱动的新零售企业，线上线下渠道布局优势明显，联合火山引擎强大的技术能力打造 BYKIDS，涂鸦智能的加入提速 AI 商业化场景落地，叠加母婴行业有望受益育儿补贴政策红利，公司后续成长空间可期。根据 Wind 一致预期，预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 2.0 亿元/3.2 亿元/4.2 亿元，对应 PE 分别为 94/59/44 倍，建议积极关注。

风险提示：宏观经济不及预期，AI 商业化进程不及预期，育儿补贴政策不及预期，行业竞争加剧，业绩预告仅为初步测算结果、请以公司年报为准。

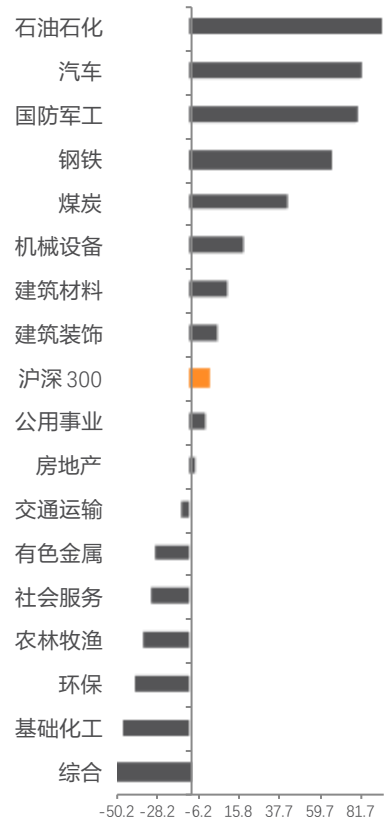
《建筑建材|中国巨石（600176）：Q4 业绩环比显著好转，看好 25 年风电结构景气》

公司发布 24 年年报，全年实现收入/归母净利润 158.56/24.45 亿元，同比 6.59%/-19.70%。其中 Q4 单季度实现收入/归母净利润 42.24/9.12 亿元，同比+22.41%/+146.04%。1、看好全年风电高景气需求带动下利润弹性。24 年玻纤行业价格整体呈现先跌后涨、结构性分化走势，进入 25 年或价格进一步抬升，截至 3 月 13 日行业代表产品 2400tex 缠绕直接纱 Q1 均价 3763 元/吨，电子布均价 3.93 元/米，环比分别+2%/+1%。24 年公司国内/海外收入同比分别+6.8%/+6.6%，预计销量均同比增长两三成，预计 25 年海外欧洲市场需求有提振。2、高分红凸显投资价值。24 年公司拟派发现金红利 9.6 亿元，现金分红比例 39.30%，公司另公告将实施 25 年中期分红，分红率在 40%~45%，看好公司作为全球龙头的成本及产品结构优势。考虑到公司 24 年业绩有所下滑，小幅下调公司 25-26 年公司归母净利润为 30/35 亿元（前值：30.5/36.8 亿元），预计 27 年归母净利润为 39 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：风电行业发展速度不及预期、玻纤需求不及预期、产能投放进

沪深 300	3974.99	-0.88
中证 500	6059.49	-0.69
中小盘指	3977.73	-0.64
创业板指	2200.03	-1.0
国债指数	222.34	0.15

### 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	24219.95	-2.23
道琼斯	41964.63	0.92
纳斯达克	17750.79	1.41
标普 500	5675.29	1.08
日经 225	37751.88	-0.25
德国 DAX	23288.06	-0.4
法国 CAC	8171.47	0.7
富时 100	8706.66	0.02
台湾	22377.26	1.9

### 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

度不及预期等。

《建筑建材|江河集团(601886):高比例现金分红,海外业务订单增长强劲》

公司2024年实现收入224亿元,同比+6.9%,归母、扣非净利润为6.4、4.2亿,同比-5.1%、-39.7%,非经常性损益为2.19亿,同比增加2.4亿。1、公司拟分配现金分红4.53亿(含税),加上中期派发的1.7亿(含税),全年共分配现金分红6.2亿(含税),现金分红比例为98%,对应股息率为9.67%。2、海外布局初见成效,2024年公司海外业务(含港澳)新增订单76.3亿元,同比+57%,幕墙订单约37亿元,同比+56%,内装订单38.8亿元,同比+58%,海外业务订单增长强劲。3、公司积极推进幕墙产品及异型光伏组件产品的对外销售业务,推进公司产品化战略,以“设计+产品制造”模式向客户提供定制化服务,构建公司第二业务增长曲线。2025年公司计划建筑装饰板块中标额为280亿元,考虑到建筑装饰行业正经历着前所未有的变革和洗牌,行业竞争激烈,我们预计公司2025-2027年归母净利润为6.5、6.88、7.49亿(前值2025、2026年归母业绩预测8.3、9.5亿),对应PE为9.92、9.37、8.61倍,维持“买入”评级。

风险提示:新业务拓展不及预期;海外经营风险;项目落地不及预期。

《金属与材料|山金国际(000975):业绩符合预期,维持量增规划》

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%。1、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。2、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。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

《海外&军工|亿航智能(EH):收入超此前指引,连续五个季度实现正向现金流》

公司发布24Q4财报。24Q4营业收入1.64亿元,同比增长190.2%,高于公司此前指引;调整后净利润3640万元,同比扭亏。公司连续五个季度实现正向经营性现金流。1、销售进展:国内持续获得新订单,并逐步交付产品。海外试飞持续推进。产能扩张:云浮工厂计划扩建二期,25年预计年产能将达1000台。同时,公司推进合肥、威海制造基地项目,应对未来需求。后续指引:公司预计25年收入9亿元,同比增长97%。2、公司业绩强劲增长,获得EH216-S的三项认证后公司能够加快生产和交付进程,叠加政府在推动低空经济方面的增强举措,来自国内包括政府和旅游运营商在内的客户订单持续增加。我们认为公司在手订单丰富,商业化进展有望持续加速。考虑到公司OC取证在即,产品交付进展顺利,我们预计公司2025-2027年的营收分别为8.4(前值7.7)/12.1(前值10.8)/15.1亿元,维持“买入”评级。

食品饮料	165837	66516	30	4.5
纺织服装	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

风险提示：eVTOL 行业政策落地不及预期；eVTOL 技术发展不及预期；  
eVTOL 商业化进展不及预期；生产能力限制与供应链风险影响产品交付；  
业务增长速度不及预期

## 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	



## 报告列表

招商蛇口 (001979): 压力释放, 逆势领航——招商蛇口 2024 年报点评-买入-王雯/鲍荣富/师亮  
 亿航智能 (EH): 收入超此前指引, 连续五个季度实现正向现金流-买入-孔蓉/王泽宇  
 中材科技 (002080): 周期底部至暗或已过, 期待 25 年业绩估值双升-买入-鲍荣富/王涛/林晓龙  
 特步国际 (01368): 主牌加强 DTC, 索康尼加速成长-买入-孙海洋  
 中国巨石 (600176): Q4 业绩环比显著好转, 看好 25 年风电结构景气-买入-鲍荣富/王涛/林晓龙  
 江河集团 (601886): 高比例现金分红, 海外业务订单增长强劲-买入-鲍荣富/王涛/王悦宜  
 国防军工: 世界百年大变局下的中国军贸: 改革→突破→崛起-强于大市-王泽宇/赵博轩  
 商贸零售: 孩子王: 联袂涂鸦智能卡位 AI 伴身硬件黄金赛道, 重构母婴消费增长极-强于大市-何富丽/来舒楠

## 报告摘要

### 行业公司

#### 招商蛇口 (001979): 压力释放, 逆势领航——招商蛇口 2024 年报点评

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

事件: 公司发布 2024 年年报, 公司 24 年实现营业收入 1789.48 亿元, 同比+2.25%; 归母净利润 40.39 亿元, 同比-36.09%; 基本每股收益 0.37 元/股, 同比-43.08%。

收入微增, 大幅减值理清“包袱”。收入端, 公司 24 年实现营收 1789.48 亿元, 同比+2.25%, Q4 单季度实现营收 1009.38 亿元, 同比+1.77%。24 年开发业务收入同比+1.38%, 占比营收 87.38%, 资产运营、物业服务分别同比+7.41%、+9.37%。利润端, 归母净利润 40.39 亿元, 同比-36.09%, 主要系: 1) 开发业务结转毛利率下降 1.53pct 至 15.58%; 2) 24 年计提资产减值损失 44.84 亿元, 较 23 年增加 22.1 亿元, 信用减值损失 15.5 亿元, 较 23 年增加 14.08 亿元。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1.94 元, 分红比例 43.3%。

龙头地位稳固, 投资强度随行业下滑。销售端, 公司 24 年签约销售面积 935.9 万平, 同比-21.4%, 销售金额 2193.02 亿元, 同比-25.3%, 24 年克而瑞全口径、权益销售金额排名行业均为行业第 5, 与 23 年排名一致, 龙头地位稳固; 权益比例较 23 年提示 5.6pct 至 68.7%, 逆周期继续强化独立开发能力, 降低风险。拿地端, 公司坚持区域聚焦, 24 年累计获取 26 宗地块, 总计容建面约 225 万平, 总地价约 486 亿元, 同比-57.1%, 全口径投资强度 22.2%; 权益拿地 335 亿元, 权益投资强度 22.2%。其中, 公司在“核心 10 城”的投资金额占比分别达 90%, 其中在一线城市的投资占公司全部投资额的 59%, 继续保持土储结构优质。

经营性物业贷协助降本, 现金逆势改善。债务端, 截至 24 年底, 公司剔除预收账款的资产负债率 62.37%、净负债率 55.85%、现金短债比为 1.59, “三道红线”始终处于绿档。融资端, 公司 24 年新增公开市场融资 154.60 亿元, 较 23 年减少 170 亿; 落地经营性物业贷 92 亿元, 债务结构优化。截至 2024 年末, 综合资金成本 2.99%, 较 24 年初降低 48BP, 保持行业最优水平; 经营活动现金流量净额 319.64 亿元, 较 23 年小幅提升; 截至 24 年末, 货币资金余额达 1003.51 亿元, 较 23 年末提升 13.7%, 在销售下滑趋势下实现现金状况改善, 展现较强资金管控能力。截至 24 年末, 公司通过公募 REITs 平台管理资产约 59 万平, 24 年管理口径收入达 8.13 亿。

重资产项目集中入市, 运营水平稳步提升。公司 24 年全口径资产运营收入 74.62 亿元, 同比+12%, 24 年新入市 23 个重资产项目, 新增经营面积 101 万平方米, 含 11 个公寓、6 个集中商业、3 个产业园和 3 个酒店。1) 集中商业: 24 年实现收入 17.7 亿元, 同比+22.2%, 截至 24 年底在营项目 47 个, 总经营建面 277 万平, 在建及筹开 233 万平; 2) 写字楼: 实现收入 13.5 亿元, 同比+7.1%, 开业三年以上项目出租率达 88%; 3) 产业园: 实现收入 13.8 亿元, 同比+8.4%, 在营项目 31 个, 总经营建面 261 万平, 在建及筹备项目建面约 56 万; 4) 长租公寓: 实现收入 12.34 亿元, 同比+13.42%, 经营建面 144 万, 房源总数 3.42 万间, 开业 1 年以上精品公寓出租率 90%; 5) 酒店: 实现收入 10.18 亿元, 同比-4.14%。

投资建议: 公司 24 收入表现稳健, 销售领先、拿地积极、信用良好, 因盈利能力受行业整体波动影响, 我们调整预测公司 25-26 年归母净利润至 56.7、67.9 亿元 (原值为 62.10、78.30 亿元), 预计 27 年归母净利 77.9 亿元, 维持“买入”评级。

风险提示: 国内外宏观形势变化、房地产销售不及预期、市场竞争加剧风险

#### 亿航智能 (EH): 收入超此前指引, 连续五个季度实现正向现金流

**孔蓉 kongrong@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110521020002**

事件：公司发布 24Q4 财报。24Q4 营业收入 1.64 亿元，同比增长 190.2%，高于公司此前指引；调整后净利润 3640 万元，同比扭亏。公司连续五个季度实现正向经营性现金流。旗舰 EH216-S 系列产品交付数量为 78 架，同比增长 239.1%，环比增长 23.8%。

销售进展：国内持续获得新订单，并逐步交付产品。海外试飞持续推进。

国内市场方面，公司获得威海高新区和祥源文旅等客户的新订单，并向上海、威海、温州、韶关、武汉等多个城市交付 eVTOL 产品。全球市场方面，EH216-S 的飞行足迹扩展至日本的 16 个城市、泰国和墨西哥，并在西班牙完成欧洲首次无人驾驶 eVTOL 城市飞行。

运营合格证（OC）情况：中国民航局已完成对公司全资子公司亿航通用航空和合肥合资企业合翼航空两家公司的文件和现场检查，两家公司均正在等待局方最终的审批结果。更多客户正在准备 OC 申请，计划未来在深圳、上海、太原、温州、威海等城市开展 eVTOL 商业飞行运营。

产能扩张：云浮工厂计划扩建二期，25 年预计年产能将达 1000 台。同时，公司推进合肥、威海制造基地项目，应对未来需求。

云浮制造基地：计划扩建二期（24000 平方米），目标到 25 年实现 1000 台的年产能。公司与英博尔合作，通过合资企业提升智能制造和供应链管理，共同升级和扩展云浮生产线，提高自动化制造和生产效率。

合肥制造基地：公司与江淮汽车和国先控股合作，在合肥市政府支持下，建立先进的 eVTOL 制造基地，为未来的生产扩展做准备。

威海制造基地：公司与威海高新区合作，计划在威海建立 eVTOL 制造基地，作为山东省的生产中心，支持区域需求。

技术研发：固态锂电池方面，公司与深圳欣视界科技有限公司合作，完成首次 eVTOL 固态锂电池试飞，合作使 EH216-S 的续航时间提升 90%，达到 48 分钟以上。电驱动系统方面，公司与英博尔合作，共同开发下一代电机和电控。

后续指引：公司预计 25 年收入 9 亿元，同比增长 97%。

投资建议：公司业绩强劲增长，获得 EH216-S 的三项认证后公司能够加快生产和交付进程，叠加政府在推动低空经济方面的增强举措，来自国内包括政府和旅游运营商在内的客户订单持续增加。我们认为公司在手订单丰富，商业化进展有望持续加速。考虑到公司 OC 取证在即，产品交付进展顺利，我们预计公司 2025-2027 年的营收分别为 8.4（前值 7.7）/12.1（前值 10.8）/15.1 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：eVTOL 行业政策落地不及预期；eVTOL 技术发展不及预期；eVTOL 商业化进展不及预期；生产能力限制与供应链风险影响产品交付；业务增长速度不及预期

## 中材科技（002080）：周期底部至暗或已过，期待 25 年业绩估值双升

**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 8.92 亿元，同比下降 59.89%

公司发布 24 年年报，全年实现收入/归母净利润 239.84/8.92 亿元，同比-7.37%/-59.89%，全年实现扣非归母净利润 3.84 亿元，同比-80.48%。其中 Q4 单季度实现收入/归母净利润 71.73/2.84 亿元，同比-5.37%/-45.09%，扣非归母净利润 0.60 亿元，同比-87.17%，非经常性损益主要系计入当期损益的政府补助。

玻纤业务量价齐升，叶片量升价跌

玻纤价格同比修复，25 年有望量价齐升：24 年公司玻纤及其制品实现收入同比-8%达 77.4 亿元，归母净利润同比-63.3%达 3.7 亿元。全年销量达 136 万吨，同比持平，市占率居全球第二，测算吨均价同比-467 元（-8%）至 5692 元，吨成本同比-80 元（-2%）至 4686 元，吨毛利同比-387 元（-28%）达 1006 元，归母吨净利同比-463 元（-63%）达 272 元。25 年玻纤纱需求有望受益风电结构景气提振，我们预计公司玻纤纱量价均个位数增长，25 年玻纤板块利润约 9~10 亿元。公司太原基地一期 15 万吨于 25 年 2 月点火投产，产能及成本优势亦将提升。此外，公司建成二条低介电玻纤生产线，截至目前共拥有四条低介电玻纤生产线，成为世界第三家、国内第一家第二代低介电产品批量供货的专用供应商。

叶片量升价跌，25 年量增强预期：24 年公司风电叶片收入同比-10%达 85.65 亿元，归母净利润同比约-46%达 1.9 亿元，净利率 3.7%。全年销售风电叶片 24GW，同比增长 11%，市占率居全球第一，测算单 MW 均价同比-18%达 36 万元，单 MW 成本同比-14%达 31 万元，单位净利同比下降 1.4 万元达 1.3 万元，毛利率 13.5%，同比下降 4.83pct。我们预计 25 年风电装机量有望同比+50~60%，公司量增约 20~30%，当前风电组件整机及风电叶片等产业链价格或已触达相对底部，测算 25 年整体小个位数修复，预计叶片板块利润约 2~3 亿元。

锂膜维持盈亏平衡：24 年公司锂电池隔膜实现收入同比-40%达 14.7 亿元，归母净利润同比约-97%达 0.2 亿元。全

年隔膜销量同比+9%达 19 亿平米，或受公司不断改善产品结构影响，24 年涂覆产品销量提升 30%，占比提升 6pct。测算单平均价同比-45%至 0.77 元，单平成本同比-15%至 0.73 元，基本维持盈亏平衡，预计 25 年继续维持。

公司另有南玻有限、北玻有限、苏非有限三家子公司经营氢气瓶等新业务，24 年合计贡献 2.90 亿元利润，其中储氢气瓶销售 1.2 万只，市占率持续保持国内第一，预计 25 年三家子公司仍将贡献 3 亿多利润。

长期成长值得期待，维持“买入”评级

当前公司玻纤景气底部向上+LowDK 逐渐释放，叶片量增可观，锂膜拖累有限，新业务稳定贡献利润。维持公司 25-26 年归母净利润预测为 16/20 亿元，新增 27 年归母净利润预测为 26 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：风电行业发展速度不及预期、玻纤需求修复不及预期、成本上涨等。

## 特步国际 (01368)：主牌加强 DTC，索康尼加速成长

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

2024 年主品牌表现稳健，专业运动收入同增 57%

全年收入 136 亿同增 7%；分品牌，其中特步主品牌收入 123 亿同增 3%，专业运动（索康尼+迈乐）收入 13 亿同增 57%。

分品类，鞋履收入 81 亿（占比 59%）同增 16%，服装 52 亿同减 6%，配饰 3 亿同增 18%。

截至 24 年末库存总额 16.3 亿，平均存货周转天数减少 22 天至 68 天。

2024 年整体毛利率 43%同增 1.4pct；分品牌，特步主品牌毛利率 42%同减 0.2pct，专业运动毛利率 57%同增 17.2pct。24 年经营利润 20 亿同增 9%，OPM 为 14.5%同增 0.4pct；其中主品牌经营利润 20 亿同增 3%，OPM15.9%微涨；专业运动经营利润 7800 万+830%，OPM 为 6%；企业分部经营亏损 6700 万。

24 年归母净利 12 亿同增 20%，派发末期每股股息 9.5 港仙，全年派息比率 50%。

持续聚焦跑步，巩固“中国跑步第一品牌”

中国跑步热潮持续升温。根据中国田径协会数据，2024 年全国共举办 671 场马拉松和路跑赛事，参赛人次达 656 万。于 2024 年 11 月，全国共举办 114 场赛事，而于 11 月 3 日马拉松超级周末当日，一共有超过 30 场马拉松同时举行，其中包括北京、杭州和西安马拉松，吸引全球逾 40 万名跑者参与。

特步跑鞋穿着率实现多个第一。在 24 及 25 年六个重点马拉松赛事中，特步跑鞋的穿著率于所有参赛者及三小时内完赛跑者中高踞榜首，成为历史上首个取得如此佳绩的品牌。上海白金标赛场中，特步跑鞋的穿著率在所有跑者中达 22.4%，高居榜首。与此同时，特步跑鞋的穿著率分别连续第三年及第二年位踞中国男子及女子马拉松百强榜第一。

索康尼作为公司第二增长曲线，已迅速成为跑者新贵。在中国马拉松比赛中，索康尼的穿著率排名前三，进一步巩固其作为百年跑鞋品牌的地位。

展望 2025，DTC 战略有望释放增长潜力

截至 24 年底，公司于中国内地及海外共有 6382 家特步成人品牌店铺，以及 1584 家特步儿童门店，同时索康尼在中国内地已有 145 家门店。

公司未来将加大对特步主品牌直接面向消费者(DTC)战略的投入。受到索康尼在零售网络管理方面取得卓越成果的启发，公司将加强直营业务，与顾客进行更深入及个性化的互动，增强品牌忠诚度，提高保留率，预计 2025 年下半年及 2026 年向约 400-500 家特步店铺收回分销权。

随着索康尼继续扩大中国的业务规模，公司推动索康尼品牌战略，加快开设新的直营旗舰店和概念店，加强产品研发，增加服装和生活休闲产品，有望持续贡献业绩增量。

更新盈利预测，维持“买入”评级

根据公司 24 年业绩公告，考虑终端消费需求，我们预计公司 25-27 年收入 147 亿人民币、158 亿人民币、170 亿人民币；（25-26 年前值为 179 亿人民币、198 亿人民币）

归母净利 13.6 亿元、15.2 亿人民币、16.9 亿人民币；（25-26 年前值为 14.1 亿人民币、16.5 亿人民币）

对应 EPS 分别为 0.49 元、0.55 元、0.61 元；对应 PE11/10/9x。

风险提示：消费环境变化、渠道优化不及预期、新品牌经营表现不及预期等。

## 中国巨石 (600176)：Q4 业绩环比显著好转，看好 25 年风电结构景气

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 24.45 亿元，Q4 业绩环比显著好转

公司发布 24 年年报，全年实现收入/归母净利润 158.56/24.45 亿元，同比 6.59%/-19.70%，扣非归母净利润 17.88 亿元，同比-5.78%，非经常性损益主要系非流动性资产处置损益（2.7 亿元）及超额利润分享计划不予兑现部分（3 亿



元)。其中 Q4 单季度实现收入/归母净利润 42.24/9.12 亿元，同比+22.41%/+146.04%，扣非归母净利润 6.32 亿元，同比+130.98%。

**玻纤制品成本端有所优化，风电业务景气高涨**

24 年公司玻纤及制品实现营业收入 154.8 亿元，同比+7.33%，粗纱及制品/电子布销量分别为 302.5 万吨/8.75 亿米，同比分别+21.9%/+4.7%，24 年全国玻纤纱总产量同比+4.6%，预计公司龙头份额进一步扩大。我们测算 24 年公司玻纤及制品综合吨均价 5117 元，同比-12%，毛利率同比-3.2pct 达 24.3%，预计公司成本端有优化。Q4 公司收入/归母净利润环比分别+8.5%/+59%。24 年玻纤行业价格整体呈现先跌后涨、结构性分化走势，进入 25 年或价格进一步抬升，截至 3 月 13 日行业代表产品 2400tex 缠绕直接纱 Q1 均价 3763 元/吨，电子布均价 3.93 元/米，环比分别+2%/+1%，看好全年风电高景气需求带动下利润弹性。24 年公司国内/海外收入同比分别+6.8%/+6.6%，预计销量均同比增长两三成，预计 25 年海外欧洲市场需求有提振。

电子纱/布来看，近期多家企业宣布对电子纱提价 800 元/吨，电子布提价 0.3 元/米，3 月 1 日起实施)，有望受益 5G 基站和 AI 服务器等高景气需求迎来新一轮上行期。公司公告巨石集团（投资占比 60%）与巨石香港（投资占比 40%）对巨石淮安增资 10 亿元，另外公司亦对浙江巨石新能源增资 3 亿元，公司年产 10 万吨电子级玻璃纤维零碳智能生产线配套 500MW 风电项目进度或将加快，预计 25 年建成/26 年投 50%产能/27 年投 75%产能，年末 100%投产。24 年公司新投产风力发电项目全年实现营业收入 6,230 万元，毛利率 72%，未来电子布及风电项目有望加大业绩贡献。

**费用有所优化，现金流运营优异**

24 年公司整体毛利率 25.03%，同比-2.98pct，其中，Q4 单季度整体毛利率 28.58%，同比/环比分别+2.77/+0.40pct。24 年期间费用率 8.13%，同比-2.81pct，其中销售/管理/研发/财务费用率，同比分别+0.09/-2.56/-0.16/-0.18pct，管理费用下降主要系超额利润分享计划不予兑现部分冲回和停工损失减少所致，财务费用下降主要系平均融资利率降低使得利息支出减少所致。最终实现净利率 15.95%，同比-5.27pct。24 年资产负债率 41.08%，同比-1.31pct，资本结构有所优化。24 年经营性现金流净额 20.32 亿元，同比+11.65 亿元。收现比同比+0.01pct 达 75.79%，付现比同比-10.44pct 达 62.68%，现金流运营优异。

**高分红凸显投资价值，维持“买入”评级**

24 年公司拟派发现金红利 9.6 亿元，现金分红比例 39.30%，公司另公告将实施 25 年中期分红，分红率在 40%~45%，看好公司作为全球龙头的成本及产品结构优势。考虑到公司 24 年业绩有所下滑，小幅下调公司 25-26 年公司归母净利润为 30/35 亿元（前值：30.5/36.8 亿元），预计 27 年归母净利润为 39 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：风电行业发展速度不及预期、玻纤需求不及预期、产能投放进度不及预期等。

## 江河集团（601886）：高比例现金分红，海外业务订单增长强劲

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

收入实现稳健增长，大额现金分红提升股东回报

公司 2024 年实现收入 224 亿元，同比+6.9%，归母、扣非净利润为 6.4、4.2 亿，同比-5.1%、-39.7%，非经常性损益为 2.19 亿，同比增加 2.4 亿；Q4 单季实现收入 69.8 亿，同比+2.1%，归母、扣非净利润为 2.0、1.0 亿元，同比-25.0%、-68.5%，扣非业绩下滑较多主要系毛利率承压。公司拟分配现金分红 4.53 亿（含税），加上中期派发的 1.7 亿（含税），全年共分配现金分红 6.2 亿（含税），现金分红比例为 98%，对应股息率为 9.67%。

**毛利率短暂承压，海外订单增长强劲**

分业务来看，建筑装饰、医疗健康业务实现收入 212.66、10.95 亿，同比+6.87%、+4.05%，毛利率为 15.57%、25.99%，同比-0.98pct、-1.81pct。订单情况，2024 年公司建筑装饰业务新增订单约 270.49 亿元，同比+4.68%，其中幕墙及光伏建筑业务新增订单约为 172.05 亿元，同比+0.17%，室内装饰及设计业务展现出韧性增长活力，新增订单约 98.44 亿元，同比+13.62%。其中 2024 年累计承接光伏建筑项目（BIPV）约 5.32 亿元。海外布局初见成效，2024 年公司海外业务（含港澳）新增订单 76.3 亿元，同比+57%，幕墙订单约 37 亿元，同比+56%，内装订单 38.8 亿元，同比+58%，海外业务订单增长强劲。

**公允价值增厚利润，现金流表现优异**

2024 年公司综合毛利率为 16%，同比-1.13pct，Q4 单季毛利率同比-3.52pct。2024 年期间费用率为 10.19%，同比-0.19pct，销售、管理、研发、财务费用率为 1.36%、5.49%、2.87%、0.47%，同比+0.08、+0.05、-0.08、-0.23pct，



费用率基本稳定。资产、信用减值损失分别为 1.99、2.73 亿，同比增加 0.58、0.09 亿，投资净收益同比减少 0.08 亿，公允价值变动净收益 1 亿，同比增加 2 亿，综合影响下公司净利率为 3.44%，同比-0.1pct。2024 年公司经营性现金净流入 16.26 亿，同比多流入 7.65 亿，收、付现比分别为 106%、101%，同比+5.75%、+0.63pct，现金流表现优异。

行业竞争激励持续出清，积极构建第二业务增长曲线，维持“买入”评级  
公司积极推进幕墙产品及异型光伏组件产品的对外销售业务，推进公司产品化战略，以“设计+产品制造”模式向客户提供定制化服务，构建公司第二业务增长曲线。2025 年公司计划建筑装饰板块中标额为 280 亿元，考虑到建筑装饰行业正经历着前所未有的变革和洗牌，行业竞争激烈，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 6.5、6.88、7.49 亿（前值 2025、2026 年归母业绩预测 8.3、9.5 亿），对应 PE 为 9.92、9.37、8.61 倍，维持“买入”评级。

风险提示：新业务拓展不及预期；海外经营风险；项目落地不及预期。

## 国防军工：世界百年大变局下的中国军贸：改革→突破→崛起

王泽宇 wangzeyu@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110523070002

全球军贸市场需求持续增长，中国军贸市占率连续 4 年位居全球第二

2023 年，全球装备生产和军事服务百强公司军火销售总额达到 6320 亿美元，相较 2022 年增长了 4.2%。其中 2020~2023 年，连续 4 年美国军贸位列全球第一，中国位列全球第二。俄罗斯排名有所下滑，市占率由 2020 年的第 4 位（5%市占率）下滑至 2023 年的第 5 位（4.0%市占率），整体有所下滑，其缩减的军贸市场份额成为关注的热点。

乌克兰危机、中东局势不稳、欧洲大幅加增防务预算等加剧了全球不稳定性，无人化装备受重视程度显著提升  
俄乌对抗中的“无人化装备”使用比例显著提升。国内二十大会议也明确提出“加强无人智能作战力量发展”。无人机系统通过对现有装备体系的跨域“赋能”，发挥其持续侦察、灵活打击的能力，可有效提升装备信息组网和对抗水平。无人机作为新质新域力量的重要一环，新一轮装备采购需求或将加速开启。建议关注无人机产业链相关企业：【中无人机（与机械组联合覆盖）】【航天彩虹】【航天电子】【洪都航空】【纵横股份】【广联航空】【航天环宇】等。

新一代航空装备出口提速，军贸业务提升至“主责主业”高度，主机厂争相打造拳头产品

2022 年，中国主战装备 J-10CE 首次交付巴基斯坦。我国目前最先进的 L15 高级教练机也成功实现了出口。自 2023 年航空工业集团将军贸提升至“主责主业”地位后，主机厂争相打造拳头产品，积极推进新一代装备的出口。建议关注先进战机产业链相关企业：【洪都航空】【中航沈飞】【中航成飞】【中航西飞】【中直股份】等。

低成本制导装备及防御性雷达产品需求或有望增长

据美国 2024 年国防预算数据披露，美国采购了大量的 GLMRS（海马斯）火箭弹，其中 2022~2024 年将分别采购 6374 枚（10.0 亿美元）、5954 枚（13.4 亿美元）、5064 枚（10.3 亿美元），彰显出“低成本+大批量”的采购特点。此外，中东地区局势依旧动荡，防空预警雷达或将成为关注重点。建议关注制导装备产业链：【高德红外】【北方导航】【理工导航】【智明达】【中天火箭】【晶品特装】【广东宏大】【长城军工】等；雷达产业链【航天南湖】【国睿科技】等。

同时关注地面兵装产业链：【内蒙一机】【晶品特装】等；以及其他有出口业务的公司：【威海广泰】【航宇科技】【睿创微纳】等。

风险提示：下游需求不及预期；政策变化风险；技术不能保持先进性的风险；供应链交付进度不及预期风险等。

## 商贸零售：孩子王：联袂涂鸦智能卡位 AI 伴身硬件黄金赛道，重构母婴消费增长极

何富丽 hefuli@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110521120003

联合涂鸦智能锚定 AI 伴身硬件赛道，共建 BYKIDs 孵化器

孩子王与涂鸦智能于 3 月 18 日签订全面合作协议，此前双方均与火山引擎达成合作。涂鸦智能作为 AI 软硬件结合产品开发的头部平台，将加入 BYKIDs 孵化器。本次合作将重点推进三大方面的协同：1）共同开发 AI 伴身智能硬件产品，双方通过 BYKIDs 孵化器形成研发-制造-销售一体化强化合作，依托孩子王的渠道资源与涂鸦智能的芯片模组/开发系统/通信协议等，实现生态协同，以 OEM/ODM 多模式驱动产品落地。通过向生态伙伴赋能一体化体系，加速伴身智能产品商业化进程。2）智能体开发合作，一方面双方联合火山引擎团队将单独或共同开发的智能体、APP 按后续协议向 BYKIDs 孵化器开放、迭代，有望实现智能体技术在合作硬件中的跨主体复用；另一方面通过联合研发团队，结合硬件功能、IP 属性等要素，重点攻关智能体多模态交互、独立任务执行，不断迭代智能体矩阵。3）出海合作，孩子王向涂鸦开放全渠道首发权，对认证优质产品给予最惠合作条款（不低于其他合作方待遇）甚至专项发布会资源；同时，孩子王向涂鸦开放海外线上线下分销渠道，并共享火山引擎海外优势，支持孩子王自有

品牌硬件及双方共研产品的全球化布局。

并购扩局夯实生态壁垒，多元协同激活增长动能

孩子王近期收并购节奏加快，2024年11月，与辛选集团成立合资公司，开展新家庭电商直播零售业务，探索线上线下融合的新零售之路。自2023年收购母婴企业乐友国际65%的股权后，次年继续收购剩余35%的股权。截至2024H1，公司与乐友国际的门店已经扩张至1035家，持续优化市场布局。2024年12月以1.62亿元现金收购幸研生物60%股权，幸研生物作为护肤美妆新锐企业，填补了孩子王在美妆供应链上的缺失。

“三扩”战略成效兑现，生育友好政策共振打开盈利弹性空间

公司顺应消费环境变化，着重实施“三扩”战略（扩品类、扩赛道、扩业态），据业绩预告，公司2024年预计实现归母净利润1.6-2.1亿元，同比预增52%-101%，扣非归母净利润1.2-1.6亿元，同比预增92%-156%，主要系“三扩”战略的持续发力及全力降本增效的实施等。国家卫健委正与有关部门起草育儿补贴方案，旨在通过降低生育、养育和教育成本，优化生育支持政策体系，扩大普惠性托育服务的供给。我们认为该政策有望提升生育意愿并进一步释放母婴市场需求潜能。

投资建议：孩子王作为一家以数据与数字化驱动的新零售企业，线上线下渠道布局优势明显，联合火山引擎强大的技术能力打造BYKIDs，涂鸦智能的加入提速AI商业化场景落地，叠加母婴行业有望受益育儿补贴政策红利，公司后续成长空间可期。根据Wind一致预期，预计2024-2026年公司归母净利润分别为2.0亿元/3.2亿元/4.2亿元，对应PE分别为94/59/44倍，建议积极关注。

风险提示：宏观经济不及预期，AI商业化进程不及预期，育儿补贴政策不及预期，行业竞争加剧，业绩预告仅为初步测算结果、请以公司年报为准。

## 近期重点报告

### 2025年03月20日

亿航智能（EH）：收入超此前指引，连续五个季度实现正向现金流-买入-孔蓉/王泽宇

特步国际（01368）：主牌加强DTC，索康尼加速成长-买入-孙海洋

国防军工：世界百年大变局下的中国军贸：改革→突破→崛起-强于大市-王泽宇/赵博轩

### 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

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

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

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

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

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

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

裕元集团（00551）：展望2025机遇挑战并存-买入-孙海洋

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

361度（01361）：童装、线上及超品或贡献收入增量-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

首单数据中心公募 REITs 正式申报: 周观 REITs-吴开达/肖峰

静待降准降息: ——普林格与盈利周期跟踪-吴开达/林晨/汪书慧

行业比较周报: 两会后主线的持续性-吴开达/孙希民

---

**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

## 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 wuliyuan@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 wangtao@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 lningb@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 zhangxixi@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 zhangxiaoqian@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
<b>新材料研究院研究团队</b>		
刘奕町	S1110523050001	liuyiting@tfzq.com
熊可为	S1110523120001	xiongkewei@tfzq.com
<b>银行研究团队</b>		
刘杰	S1110523110002	liujiea@tfzq.com
<b>中小市值研究团队</b>		
卢雨婷	S1110116100075	luyuting@tfzq.com
戴飞	S1110520060004	daifei@tfzq.com
周新宇	S1110524070007	zhouxinyu@tfzq.com
<b>资产配置研究团队</b>		
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