

万联晨会

2025年03月21日 星期五

概览

核心观点

【市场回顾】

周四，A股三大指数全线收跌，上证指数跌0.51%，报3408.95点，深证成指跌0.91%，创业板指跌1.00%。两市A股成交额约1.44万亿元人民币，超2900股下跌。申万行业方面，石油石化、汽车行业领涨；概念板块方面，可燃冰、减速器、海工装备概念涨幅居前。港股方面，恒生指数收跌2.23%，报24,219.95点，恒生科技指数跌3.39%。美国三大股指全线收跌，道指跌0.03%，标普500指数跌0.22%，纳指跌0.33%。欧洲及亚太股市涨跌不一。

【重要新闻】

【最新贷款市场报价利率维持不变】3月20日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，2025年3月20日贷款市场报价利率（LPR）为：1年期LPR为3.1%，5年期以上LPR为3.6%，均较上期维持不变。目前，无论是企业贷款利率还是个人贷款利率都处于低位。数据显示，2月份企业新发放贷款（本外币）加权平均利率约3.3%，比上年同期低约40个基点；个人住房新发放贷款（本外币）加权平均利率约3.1%，比上年同期低约70个基点。

研报精选

1-2月社零总额同比+4.0%，增速环比回升
英伟达GTC 2025大会召开，关注泛AI前沿科技
业绩高增长，多元化布局见成效

国内市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,408.95	-0.51%
深证成指	10,879.49	-0.91%
沪深300	3,974.99	-0.88%
科创50	1,064.79	-1.13%
创业板指	2,200.03	-1.00%
上证50	2,718.19	-1.05%
上证180	8,693.01	-0.74%
上证基金	7,138.11	-0.89%
国债指数	222.34	0.15%

国际市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	41,953.32	-0.03%
S&P500	5,662.89	-0.22%
纳斯达克	17,691.63	-0.33%
日经225	37,751.88	-
恒生指数	24,219.95	-2.23%
美元指数	103.85	0.41%

主持人： 陈达

Email: chenda@wlzq.com.cn

核心观点

【市场回顾】

周四，A股三大指数全线收跌，上证指数跌0.51%，报3408.95点，深证成指跌0.91%，创业板指跌1.00%。两市A股成交额约1.44万亿元人民币，超2900股下跌。申万行业方面，石油石化、汽车行业领涨；概念板块方面，可燃冰、减速器、海工装备概念涨幅居前。港股方面，恒生指数收跌2.23%，报24,219.95点，恒生科技指数跌3.39%。美国三大股指全线收跌，道指跌0.03%，标普500指数跌0.22%，纳指跌0.33%。欧洲及亚太股市涨跌不一。

【重要新闻】

【最新贷款市场报价利率维持不变】3月20日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，2025年3月20日贷款市场报价利率（LPR）为：1年期LPR为3.1%，5年期以上LPR为3.6%，均较上期维持不变。目前，无论是企业贷款利率还是个人贷款利率都处于低位。数据显示，2月份企业新发放贷款（本外币）加权平均利率约3.3%，比上年同期低约40个基点；个人住房新发放贷款（本外币）加权平均利率约3.1%，比上年同期低约70个基点。

分析师 陈达 执业证书编号 S0270524080001

研报精选

1-2月社零总额同比+4.0%，增速环比回升 ——2025年1-2月社零数据跟踪报告

投资要点：

1 总体：1-2月社零同比+4.0%，较2024年12月增速有所回升。1-2月我国社会消费品零售总额83,731亿元，同比增长4.0%，较2024年12月同比增速回升0.3pcts。①按消费类型分类：商品零售和餐饮收入增速较上月均有所回升。1-2月商品零售同比+3.9%，较2024年12月增速+1.2pcts；餐饮收入同比+4.3%，较2024年12月增速+0.4pcts。限上企业商品零售额同比+4.4%，较2024年12月增速+0.2pcts。②按地区分类：城镇和乡村社零增速均有所提升，乡村增速高于城镇。1-2月城镇消费品零售额同比+3.8%，较2024年12月增速提升0.1pcts；1-2月乡村消费品零售额同比+4.6%，较2024年12月增速提升0.8pcts。

1 细分：必选消费品类稳健增长，大部分可选消费品增速环比回升，其中文化办公类、体育娱乐类、通讯器材类增速亮眼。1-2月份，限额以上单位16类商品中，2类商品（饮料类、汽车类）为负增长，其余为正增长，其中文化办公类、体育娱乐类、通讯器材类增速亮眼；较24年12月增速来看，4类商品（日用品类、烟酒类、家用电器类、建筑类）零售额同比增速回落，6类商品（粮油食品类、化妆品类、文化办公类、家具类、通讯器材类、体育娱乐类）保持正增长且增幅扩大，1类商品（饮料类）负增长但跌幅收窄，4类商品（中西药品类、服装鞋帽类、金银珠宝类、石油及制品类）由负转正增长，1类商品（汽车类）由正转负增长。①必选：粮油食品类（+11.5%）、日用品类（+5.7%）、中西药品类（+2.5%），其中粮油食品类和中西药品类增速有所提升。②可选：烟酒类（+5.5%）、家用电器类（+10.9%）、建筑类（+2.5%）、化妆品类（+4.4%）、文化办公类（+21.8%）、家具类（+11.7%）、通讯器材类（+2.5%）、体育娱乐类（+25.0%）正增长且增幅扩大，饮料类（-2.6%）负增长但跌幅收窄，服装鞋帽类（+3.3%）、金银珠宝类（+5.4%）、石油及制品类（+0.9%）由负转正增长，汽车类（-4.4%）增速由正转负。

1 网上：1-2 月线上零售额同比+7.3%。2025 年 1-2 月，全国网上零售额 22,763 亿元，同比+7.3%，较 2024 年同期-8.0pcts，占社会消费品零售总额的比重为 27.19%。其中，实物商品网上零售额为 18,633 亿元，同比增长 5.0%，在实物商品网上零售额中，吃类/穿类/用类商品分别增长 10.8%/-0.6%/5.4%。

1 投资建议：2025 年 1-2 月社会消费品零售总额同比增速较 2024 年 12 月有所回升，提升 0.3pcts，其中文化办公类、体育娱乐类、通讯器材类同比增速亮眼，我们判断与春节及前后居民出行娱乐需求增长、商业活动活跃有关。整体来看，当前国内消费需求仍显弱势，扩内需成为 2025 年的头号重点工作任务，近期政府部门出台了系列提振消费政策，利好顺周期的消费行业。投资建议：（1）食品饮料：①白酒行业：当前白酒行业处于库存去化阶段，2025 年白酒商务需求在经济刺激政策下有望回暖，宴席需求存在 2024 年“寡春”导致的婚宴回补需求以及高考人数增加所带来的升学宴需求，需求增加有望缓解行业库存压力。预计随着渠道库存逐步出清，市场有望提前于白酒企业报表端业绩拐点而迎来自上拐点。从细分赛道来看，理性消费环境下，中端和大众价位白酒逐渐显现优势，预计 2025 年复苏弹性更大，建议重点关注。②大众食品：需求回暖和成本下降是主旋律，2025 年扩内需政策加码，餐饮复苏有望带动餐饮产业链需求的回暖，此外，一些细分行业的原料成本处于下降通道或者底部区域，从而有利于利润释放和业绩向好，建议关注乳制品、啤酒、零食、调味品等行业。（2）社会服务：作为提振消费的核心抓手之一，社服多个赛道今年迎来业绩增长良机，休假制度的落实与优化对旅游市场的带动作用仍将持续，推动扩大入境消费为免税行业带来新的增长点，健全县域商业体系利好下沉化市场加速扩张的酒店与连锁餐饮行业，教育领域有望成为人工智能应用的代表性落地场景，建议关注受益于政策重点利好的旅游、免税、酒店、餐饮、教育龙头。（3）商贸零售：①黄金珠宝：在全球贸易环境多变、美元信用体系受冲击的背景下，黄金作为避险资产的吸引力进一步提升，金价有望持续上涨。同时，国潮文化影响下，消费者更愿意为产品工艺支付溢价，建议关注注重产品设计、运营能力强、品牌势能强、高分红+高股息的黄金珠宝龙头企业。②化妆品：近年来国货美妆企业愈发重研发投入，不少国货品牌凭借出众的产品力脱颖而出，即便在行业需求疲软的背景下依然取得亮眼增长。年轻一代消费者对于国货美妆品牌的接受度逐渐提高，国货品牌有望进一步抢夺国外品牌的份额，实现市占率提升。建议关注强研发、产品力和营销能力优秀的国货化妆品龙头公司。（4）轻工制造：随着 2025 年各地加力促进房地产市场的止跌回稳，以及“以旧换新”政策补贴的进行，家居、家电需求端有望得到提振，建议关注产品力强、渠道多样化、具备规模优势的家居和家电企业。

1 风险因素：政策力度不及预期风险、消费复苏不及预期风险、宏观经济增长不及预期风险。

分析师 陈雯 执业证书编号 S0270519060001

英伟达 GTC 2025 大会召开，关注泛 AI 前沿科技 ——电子行业快评报告

行业事件：

英伟达 GTC2025 大会于当地时间 3 月 17 日至 21 日在美国加州圣何塞举办。北京时间 3 月 19 日凌晨，英伟达 CEO 黄仁勋发表主题演讲，内容涵盖 AI 科技演进、芯片产品规划以及多领域合作进展等。

投资要点：

1 英伟达高端 AI 芯片布局持续推进，HBM 重要性凸显：英伟达推出全新旗舰芯片 Blackwell Ultra GPU，硬件上主要更新了 HBM 配置，即 Blackwell Ultra 由两颗台积电 N4P（5nm）工艺，Blackwell 架构 GTC 芯片封装而来，并且搭配了更先进的 12 层堆叠的 HBM3e 内存，显存提升至为 288GB。基于存储的升级，Blackwell GPU 的 FP4 精度算力可以达到 15PetaFLOPS，比 Hopper 架构芯片提升 2.5 倍。此外，英伟达还公布了未来四

年三代 GPU 架构路线图，即 BlackwellUltra 之后的 Rubin、RubinUltra、Feynman 旗舰芯片。我们认为英伟达仍引领高端 AI 芯片发展方向，而 Blackwell 系列拓展算力的关键点是 HBM（高带宽内存）。高端 HBM 技术目前仍由海外芯片巨头垄断，由于中美科技摩擦加剧，我国获取高端 HBM 受限。在我国新型举国体制优势以及国产算力加速建设的背景下，国内厂商有望突破高端 HBM 技术，推动产业链供应链自主可控。

1 AI 迈入大推理时代，算力需求高景气：据英伟达 CEO 黄仁勋演讲表述，2024 年美国前四大云服务提供商总计采购 130 万颗 Hopper 架构芯片，2025 年已购买 360 万颗 Blackwell 架构芯片，预计到 2028 年数据中心建设支出将达 1 万亿美元。产品方面，英伟达推出了“为 AI 推理时代专门定制”的产品 BlackwellUltraNVL72 机柜，应用场景包括推理型 AI、Agent 以及物理 AI（用于机器人、智驾训练用的数据仿真合成），相比前一代产品 GB200NVL72 的 AI 性能提升了 1.5 倍。与 Hopper 架构芯片对比，同样的推理任务，H100 需要跑 1.5 分钟，而 BlackwellUltraNVL72 15 秒即可跑完。此外，英伟达还推出“AI 工厂操作系统”Dynamo，该推理服务库可自动编排，将大模型的不同计算阶段分配到不同 GPU，使每个阶段都能独立优化，提高吞吐量并加快响应速度。在推理模型中，基于 Dynamo 的 Blackwell 性能是 Hopper 的 40 倍。我们认为 AI 已经迈入大推理时代，未来训练成本下降、推理效率提升是 AI 算力的重要发展方向，有望推动更广泛 AI 应用加速落地，而应用端的繁荣亦将反馈至算力需求，推动算力市场规模整体提升。

1 英伟达持续推进泛 AI 前沿科技布局，完善软硬件应用生态：1) CPO 领域，英伟达推出了 Quantum-X 硅光共封芯片、Spectrum-X 硅光共封芯片以及衍生出来的三款交换机产品，根据英伟达数据，整合光模块的交换机相比传统交换机，性能提升 3.5 倍，部署效率也提升了 1.3 倍，以及 10 倍以上的扩展弹性。2) 具身智能领域，英伟达公布了具身智能基础模型 Cosmos 的升级版，并用这套框架微调训练了专用于人型机器人的基础模型 IsaacGR00TN1。数据要素方面，英伟达结合 NVIDIA Omniverse 和 Cosmos 世界基础模型，为 IsaacGR00TN1 提供高质量训练数据，使其性能比仅使用真实数据提高了 40%。3) 自动驾驶领域，英伟达将与通用汽车合作，在生产、设计、模拟和车机中应用英伟达的 AI 技术，并发布综合全栈自动驾驶安全系统 NVIDIA Halos。4) 6G 领域，英伟达宣布与 Cisco、T-Mobile 等电信龙头合作，以 NVIDIA Aerial 平台为基础，为 6G 开发 AI 原生无线网络，目标是研究一个 AI 原生、高光谱效率、开放和差异化的 6G 无线平台。

1 投资建议：英伟达 2025 GTC 大会展示了 AI 大推理时代的前沿科技布局，指引产业发展方向，有望推动算力需求提升及应用加速落地，建议关注 AI 算力及应用产业链的投资机遇。1) AI 算力领域，英伟达引领 AI 芯片技术创新，算力产业链上下游厂商充分受益，建议关注 HBM、CPO 等细分优质赛道的龙头厂商；同时国内新型举国体制优势及国产算力加速建设背景下，国内 AI 算力自主可控进程有望加速，建议关注国产算力产业链的龙头公司；2) AI 应用领域，英伟达展示具身智能、自动驾驶及 6G 等应用领域的布局，AI 大推理时代有望加速应用端繁荣，建议关注前瞻布局 AI 应用领域的优质公司。

1 风险因素：中美科技摩擦加剧；技术研发不及预期；AI 应用发展不及预期；市场竞争加剧。

分析师 夏清莹 执业证书编号 S0270520050001

分析师 陈达 执业证书编号 S0270524080001

业绩高增长，多元化布局见成效 ——东鹏饮料（605499）点评报告

事件：

2025 年 3 月 8 日，公司发布年度报告。

投资要点：

公司 2024 年全年业绩高增长。2024 年全年，公司实现营收 158.39 亿元（同比+40.63%），归母净利润 33.27 亿元（同比+63.09%），扣非归母净利润 32.62 亿元（同比+74.48%）。其中 2024Q4 单季度公司营收/归母净利润分别同比+25.12%/+61.21%至 32.81/6.19 亿元，扣非归母净利润同比增加 62.97%至 5.99 亿元，增速环比 2024Q3 有所放缓，但仍保持在高增长区间。

紧抓消费复苏与健康化升级契机，多元化产品战略布局已见成效：2024 年，公司继续实行全渠道精耕策略，同时积极开拓全国销售渠道，带动 500ml 金瓶及“东鹏补水啦”等新品销量增长，500ml 瓶装东鹏特饮在尼尔森中国饮料单品排行中稳居前三。据尼尔森 IQ 公开发布的数据，2024 年东鹏特饮在我国能量饮料市场销售量占比由 2023 年的 43.0% 提升至 47.9%，连续四年成为我国销售量最高的能量饮料；全国市场销售额份额占比从 30.9% 上升至 34.9%。①分产品看，公司能量饮料收入为 133.04 亿元，同比增长 28.49%，占比为 83.99%；电解质饮料收入为 14.95 亿元，同比增长 280.37%，占比为 9.44%；其他饮料收入合计为 10.23 亿元，同比增长 103.19%，占比为 6.46%。公司持续深化多品类战略布局，通过差异化产品创新实现场景突破。其中，电解质饮料“东鹏补水啦”自去年上市即引爆市场，凭借精准的“快速补充电解质”定位，2024 年全年销售额同比激增 280.37%，成功将消费场景从传统“困累”场景延伸至运动补水的“汗点”场景，形成与原有能量饮料产品协同发展的“双子星”矩阵。此外，公司旗下咖啡类饮料“东鹏大咖”和无糖茶饮料“上茶”系列等产品，在所属细分市场的品牌影响力也日益扩大。②分区域看，广东区域实现营收 43.60 亿元，同比增长 15.93%，营收占比 27.53%，依然是占比最大的区域；全国区域中，华东/华中/华北/西南/广西分别实现营收 22.01/20.75/18.56/17.25/11.54 亿元，分别同比+45.13%/+48.17%/+83.85%/+54.65%/+17.41%，合计实现营业收入 90.10 亿元，同比增长 49.57%，营收占比为 56.94%，其中华北区域、西南区域的收入增长较为迅猛，增长率分别达到 83.85% 和 54.65%，高于全国区域的增长率，主要系华北事业部、北方事业部和西南事业部通过不断夯实业务基础、完善经销体系、持续开拓终端网点、加强终端陈列及把握新消费机会等方式促进销量快速增长。③分渠道看，经销/重客/线上渠道分别实现营收 136.07/17.44/4.45 亿元，同增 37.28%/57.59%/116.95%。截至 2024 年年末，公司经销商数量为 3193 个，较 2023 年末增长 7.11%。

毛利率上升叠加费用管控得当，带来利润释放。2024 年公司毛利率 44.81%，同比+1.74pcts；主要是因为原材料价格下降，同时费用管控得当带来利润释放，2024 年公司净利率为 21.00%，同比+2.89pcts。其中由于职工薪酬增加以及冰柜投放、广告投放等宣传推广费用增加，销售费用同比增长 37.09%；由于管理人员薪酬、折旧与摊销费、维修费等支出增加，管理费用同比增长 15.48%；但由于营收规模提升更快，销售费用率和管理费用率分别为 16.93%/2.69%，较上年分别下降 0.43pcts/0.58pcts。此外，财务费用率下降 1.22pcts 至 -1.20%，研发费用率下降 0.08pcts 至 0.40%。

盈利预测与投资建议：公司发力广告投入提升品牌美誉度，以广东为大本营进行渠道精耕，同时推进全国化发展战略，抢占市场份额。在饮料领域全面实施多品类产品矩阵战略，积极打造第二成长曲线，且成效显著。公司在年报中确定 2025 年营收和净利润增长 20% 以上的经营目标，我们判断大概率能完成经营目标，根据最新数据调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 40.29/49.37/61.07 亿元（调整前为 2025-2026 年归母净利润为 44.38/59.07 亿元），每股收益分别为 7.75/9.49/11.74 元/股，对应 2025 年 3 月 19 日收盘价的 PE 分别为 30/24/20 倍，维持“增持”评级。

风险因素：产品质量和食品安全风险，原材料价格波动风险，市场竞争风险，新产品拓展不及预期的风险，品牌声誉未能维持的风险，监管政策变动的风险。

分析师 陈雯 执业证书编号 S0270519060001

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，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了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告由万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本晨会纪要仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本晨会纪要是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本晨会纪要所载资料、意见及推测不一致的研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本晨会纪要中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本晨会纪要所载的资料、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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本晨会纪要中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本晨会纪要中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本晨会纪要主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为万联证券股份有限公司研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经我方许可而引用、刊发或转载本报告的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心

广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场