

# 晨会纪要

数据日期: 2025-03-20	上证综指	深证成指	沪深300指数	中小板综指	创业板综指	科创50
收盘指数(点)	3408.94	10879.48	3974.99	11999.13	3045.79	1064.79
涨跌幅度(%)	-0.51	-0.90	-0.87	-0.51	-0.66	-1.12
成交金额(亿元)	5656.07	8759.45	2600.20	3124.40	4169.32	1012.27

## 晨会主题

### 【常规内容】

#### 宏观与策略

宏观快评: 美国3月FOMC会议点评-美联储表态“中性”，关注关税风险  
宏观周报: 高技术制造业宏观周报-国信周频高技术制造业扩散指数降幅持平

策略专题: AI赋能资产配置(九)——DeepSeek打造ESG有效前沿

#### 行业与公司

社会服务行业专题: 如果复苏节奏渐进展开，我们优先看好哪些机会？  
纺织服装双周报(2503期): 1-2月服装社零增速回暖，2月越南纺织出口增长提速

中国联通(600050.SH) 财报点评: 2024年归母净利率同比增长10.5%，分红率持续提升

星宇股份(601799.SH) 财报点评: 单四季度净利润同比增长34%，车灯产品量价双升

特步国际(01368.HK) 海外公司财报点评: 2024年净利润增长20%，专业运动品牌盈利显著改善

安踏体育(02020.HK) 海外公司财报点评: -2024年核心利润增长16.5%，多品牌引领增长

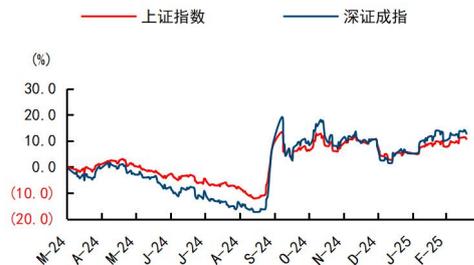
众安在线(06060.HK) 财报点评: 创新产品生态，巩固科技地位

中国平安(601318.SH) 财报点评: 深化战略布局，利润同比大幅提升

同益中(688722.SH) 公司快评: 超高分子量聚乙烯+芳纶双轮驱动，军民需求市场前景广阔

爱美客(300896.SZ) 财报点评: 整体业绩增长稳健，外延并购强化产品布局和国际业务

#### 市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

#### 主要市场指数 03月21日

	收盘指数	涨跌幅%
道琼斯	33597.92	0
纳斯达克	10961.46	-0.48
S&P500	3801.78	-0.44
法国 CAC40	6000.24	-0.72
德国 DAX	14261.19	-0.57
日经 225	27574.43	-0.4
恒生	24219.95	-2.22

#### 基金指数 03月21日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3223.08	0.01
股票基金指数	10411.67	-0.35
混合基金指数	9706.45	-0.35

#### 汇率 03月21日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.08	-0.44
美元兑人民币	7.22	-0.13
美元兑港币	7.77	0.02
美元兑日元	148.78	0.06

#### 非流通股解禁 03月21日

名称	解禁数量(万股)	流通股增加%	解禁日期
匠心家居	6000.00	100.00	2025-03-13
长安汽车	2590.64	45.92	2025-03-05
山水比德	2525.00	100.00	2025-02-13
霍普股份	2880.00	100.00	2025-01-28
浙版传媒	180000.02	100.00	2025-01-23
洪兴股份	6497.49	100.00	2025-01-22
云南旅游	6857.37	100.00	2025-01-16
广百股份	18692.79	100.00	2025-01-06

## 【常规内容】

### 宏观与策略

#### ◆ 宏观快评:美国 3 月 FOMC 会议点评-美联储表态“中性”，关注关税风险

美东时间 3 月 19 日,美联储在 FOMC 会议后宣布再度暂停降息,将联邦基金利率目标区间维持 4.25-4.5% 的水平。同时美联储宣布放缓缩表,将每月国债赎回上限从 250 亿美元降至 50 亿美元。

证券分析师: 季家辉 (S0980522010002)、田地 (S0980524090003)、董德志 (S0980513100001)

#### ◆ 宏观周报:高技术制造业宏观周报-国信周频高技术制造业扩散指数降幅持平

国信周频高技术制造业扩散指数降幅持平。截至 2025 年 3 月 15 日当周,国信周频高技术制造业扩散指数 A 录得-0.2,降幅较上周持平;国信周频高技术制造业扩散指数 B 为 51.6,较上期小幅回落。从分项看,动态随机存储器价格上升,半导体行业景气度上升;丙烯腈、六氟磷酸锂价格下降,航空航天、新能源行业景气度下降;6-氨基青霉烷酸、中关村电子产品价格指数不变,医药、计算机行业景气度不变。

高技术产业跟踪方面:

高技术制造业高频数据跟踪上,6-氨基青霉烷酸价格 320 元/千克,与上周持平;丙烯腈价格 8700 元/吨,较上周下降 200 元/吨;动态随机存储器 (DRAM) 价格 0.7810 美元,较上周上升 0.009 美元;晶圆 (Wafer) 价格最新一期报 2.50 美元/片,较上周上升 0.06 美元/片;六氟磷酸锂价格 6.05 万元/吨,较上周下降 0.1 万元/吨;中关村电子产品价格指数:液晶显示器最新一期报 91.04,与上周持平。

高技术制造业政策动向上,3 月 18 日,国家发展改革委等五部门近日联合印发《关于促进可再生能源绿色电力证书市场高质量发展的意见》。意见从市场供给、消费需求、交易机制、应用场景、绿证走出去等方面提出 17 条具体措施。

高技术制造业前沿动态上,3 月 18 日,小米集团发布财报。财报显示,2024 年小米集团营收 3659.1 亿元,同比增长 35.0%,其中第四季度营收首次突破千亿,为 1090.05 亿元,同比增长 48.8%;净利润 272 亿元,同比增长 41.3%,创下历史新高,其中第四季度净利润为 83.16 亿元,同比增长 69.4%。

风险提示:高技术制造业发展和结构调整带来指标失灵;经济政策和产业政策干预;经济增速下滑。

证券分析师: 邵兴宇 (S0980523070001)、董德志 (S0980513100001)

#### ◆ 策略专题:AI 赋能资产配置 (九) ——DeepSeek 打造 ESG 有效前沿

ESG 投资理念逐渐被主流投资机构认可,在传统马科维茨投资组合理论中加入 ESG 维度,问题由波动率、收益率二维曲线问题转换成三维曲面问题,问题变得复杂而棘手。本文采用两种降维方式,一是在投资组合中加入 ESG 约束,二是将波动率、收益率合成夏普率,与 ESG 构成二维曲线问题。

第一种加入 ESG 约束会改变投资组合的有效前沿,牺牲投资夏普率换取 ESG 表现的提升。在第二种方式中,首先发现夏普率与 ESG 得分负相关,优化目标为给定夏普率条件下,ESG 得分最大化。因此需要将 ESG 指标进行负向化处理。绘制不同公司负向 ESG 得分热力图,可以发现利用不同公司间 ESG 相关性可以有效降低组合非“系统性 ESG 负向得分”,这一部分是不被定价的,需要通过多元化投资分散。

构造基础 ESG 策略:在每月第一天按照当月有效前沿曲线最“陡峭”的点构造投资组合,持有至月末,发现收益好于传统的上证 50 指数和 50 等权指数。

利用 DeepSeek 构造进阶 ESG 策略,重构 ESG 得分,按照 ESG 得分分配投资组合的权重,发现相比基础 ESG 策略,年化收益率从 6.7%提升至 22.4%。夏普率从 5.33 提升至 8.13。

利用 DeepSeek 构造漂绿 ESG 策略,联网检索新闻网站进行舆情监督,结合文献识别漂绿嫌疑标的,通过智能打分构建上市公司负面清单,进而调整投资组合权重,发现改进后组合相比基础 ESG 策略,年化

收益率从 6.7% 提升至 38.7%，夏普率从 5.33 提升至 13.47。

风险提示：模型过拟合风险；数据口径调整风险；AI 推理的不稳健性。

证券分析师：王开（S0980521030001）

联系人：郭兰滨

## 行业与公司

### ◆ 社会服务行业专题：如果复苏节奏渐进展开，我们优先看好哪些机会？

政策回顾：重磅消费政策接连出台，扩大内需目标居首。中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》；次日国新办举行新闻发布会，介绍提振消费有关情况。《方案》强调供需两侧综合协调协同发力，且服务消费政策支持力度明显加大，服务消费潜力释放有望推动消费市场继续扩容提质，最终旨在解决制约消费的突出矛盾，达到全方位扩大国内需求目的。

数据跟踪：部分行业数据印证经济复苏趋势。2025 年 1-2 月社零总额及限额以上社零增速环比均有小幅提升，且限额以上社零增速高于整体，年初社零数据呈现向好态势；2025 年以来企业招聘需求也在回暖，猎聘《招聘趋势调研报告》显示，2025 年第一季度雇主招聘意愿提升显著，BOSS 直聘也提及 2025 年春节后企业招聘意愿呈现同比增长；酒店行业 RevPAR 降幅自去年四季度以来已环比改善，供需再平衡下后续商旅传导拐点也值得期待。长线看国内经济复苏不会一蹴而就，但部分行业数据线索印证了复苏趋势。

赛道 PK：沿袭子行业复苏时间轴，寻找投资机会。1) 人服行业系经济晴雨表，直接受益于企业招聘需求回暖、内部降本增效以及 AI 赋能，故复苏逻辑上领衔；2) 连锁餐饮（C 端消费主导）复苏弹性同样居前，年初以来赛道低价竞争趋缓，2025 年龙头品牌同店收入有望转正，叠加消费券额外弹性，强运营 & 品牌流量的龙头预计引领复苏；3) 美团-W 2024 年创新与流量打通助力下经营呈现强阿尔法，消费复苏下 2025 经营有望提速；4) 教育行业中与企业信心相关赛道短期边际受益，如行动教育受益于企业参培意愿回暖、传智教育/中国东方教育等技能培训课程需求则受益于企业招聘意愿回暖。此外消费力持续复苏下，中线也为教培赛道重新打开高端化和提价空间；5) 酒店行业经历供给与需求的再平衡，RevPAR 降幅自 2024Q4 以来环比已改善，仍跟踪商旅需求复苏拐点，供需格局稳定下龙头收入盈利有望率先改善。

风险提示：宏观经济恢复低于预期；行业竞争加剧；监管政策风险；内部孵化、外延并购低于预期；食品安全风险等；

投资建议：紧循复苏脉络，布局优质龙头。2023-2024 年国内经济整体呈现温和复苏态势，经营承压下板块龙头估值大多回撤至历史底部区域，但在过去 2 年偏极端经营环境下，龙头也积极修炼打磨内功。2024 年四季度以来，企业端信心呈现边际改善态势，部分龙头公司经营数据也触底回暖，基本面最差时刻已过，优质龙头估值已具备较高性价比。叠加近期出台的系列内需提振政策，板块投资信心预计也将迎来提振。综合考虑板块复苏节奏以龙头阶段经营现状，重点推荐科锐国际、海底捞、美团-W、同庆楼、行动教育、首旅酒店、携程集团-S，同时建议关注顺周期预期强化扩散后人力资源、连锁餐饮、教育、酒店、演艺、免税等板块整体 β 投资机遇。

证券分析师：曾光（S0980511040003）、张鲁（S0980521120002）、杨玉莹（S0980524070006）

### ◆ 纺织服装双周报（2503 期）：1-2 月服装社零增速回暖，2 月越南纺织出口增长提速

行情回顾：2 月至今 A 股、港股纺服板块表现好于大盘，重点关注公司中，361 度/滔搏股价分别上涨 18.67%/16.02%。

品牌服饰观点：1-2 月服装社零同比增长 3.3%，增速较 2024 年 11-12 月显著改善。电商渠道方面，天猫/京东/抖音三平台数据显示，1-2 月户外、女装、家纺行业增速领先，销售额分别同比+48%/+31%/+15%，其中单 2 月户外和家纺分别同比+33%/+17%。重点关注品牌中，KOLON、比音勒芬、歌力思、森马增速超

过 50%，salomon、哈吉斯、江南布衣、罗莱增速超过 30%。

纺织制造观点：宏观层面，2 月越南纺织品和鞋类出口分别同比+16.2%和+20.8%，相较 1 月的单位数增长提速；中国纺织品/服装出口同比-25.4%/-28.7%，或受出口关税政策不确定性的影响。微观层面，儒鸿 2 月营收同比+20.73%，成衣出货创同期次高，全年营收预期增长 20%，订单能见度至 7 月；聚阳 2 月营收同比+8.90%，维持上半年同比增长双位数的指引，订单能见度至 6 月；裕元上半年订单预计中高单位数增长，预计全年订单数同比微幅增长，平均单价同比持平或有低单位数百分比增长。行业扩产势头强劲，儒鸿推进越南/印尼新产线，聚阳降低越南产能占比以布局多国产能。

一季报前瞻：1) 品牌服饰：一季度目前从品牌流水端来看增长也呈现向好趋势，尤其 1-2 月增速相对较好，3 月受天气波动影响销售增速略有放缓。我们预计一季度表现较为突出的公司有，稳健医疗受益于全棉时代棉柔巾和卫生巾品类的快速增长以及 GRI 并表，收入和利润端分别增长 36%/42%，其他服饰品牌一季度收入增速也基本相较去年四季度有所改善。2) 纺织制造：虽然去年一季度基数普遍较高，但大部分制造企业预计收入端增速仍在高单位数到双位数；利润率方面，去年中游制造公司一季度普遍处于高基数，今年一季度预计会受到新产能投产拉低整体产效、产品结构变化等各方面影响利润率同比下滑，故利润端增速普遍低于收入端；上游棉纺、毛纺公司百隆和新澳，预计单价和毛利率同比上涨，利润增速好于收入增速。

投资建议：消费提振政策支持下消费有望进一步回暖，关注品牌新亮点。1) 品牌服饰：重点推荐 2025 年具有新亮点的公司，包括全棉时代品牌起势、315 舆情事件后有望企稳的稳健医疗；京东奥莱开拓新增长曲线的海澜之家，建议积极关注后续开店节奏；港股估值性价比、中期成长性好的运动龙头安踏体育、李宁、滔搏。2) 纺织制造：建议重点关注具有份额提升能力、中长期增长持续性强的企业。重点推荐运动代工龙头申洲国际、华利集团，以及细分赛道制造龙头伟星股份、健盛集团、开润股份。

证券分析师： 丁诗洁 (S0980520040004)、刘佳琪 (S0980523070003)

## ◆ 中国联通(600050.SH) 财报点评:2024 年归母净利率同比增长 10.5%，分红率持续提升

中国联通 2024 年经营稳健，归母净利润同比增长 10.5%。公司 2024 年实现营收 3896 亿元 (同比+4.6%)，归母净利润 90 亿元 (同比+10.5%)，扣非净利润 67 亿元 (同比-10.6%)。EBITDA 达到 923 亿，ROE 为 5.49% (同比+0.41pct)。公司 2024 年 Q4 单季度营收 995 亿元 (同比+9.4%)，归母净利润 6.9 亿元 (同比+16.26%)。

算网数智业务增长提速，基础电信业务稳健发展。1) 公司创新业务前期布局成果显著，2024 年产业互联网收入达 824 亿元 (同比+24%)，在云计算、数据中心、大数据服务等方面均有突出表现。其中，“联通云”实现收入 361 亿元 (同比+17.1%)，数据中心业务实现收入 259 亿元 (同比+7.4%)，大数据服务实现收入 64 亿元 (同比+20.8%)。2) 传统业务用户结构持续优化。其中，“大联接”用户达 11.4 亿户，全年净增 1.95 亿户；5G 套餐用户达 2.90 亿户，渗透率达到 83%，同比增长 5pct。固网宽带出账用户达 1.2 亿户，连续全年净增用户突破 884 万户。

资本开支及资本开支占收比下降，成本费用率基本持平，经营稳健。资本开支效能显著提升，投资结构显著优化，2024 年资本开支 614 亿元，资本开支占收比持续下降，同时公司规划 2025 年资本开支 550 亿元。公司 2024 年折旧及摊销费用 778 亿元，占收比较 2023 年下降 2.8pct 至 23.8%。公司网络规模扩大的同时，运营及支撑成本占营业收入比基本持平；销售费用率同比下降 0.1pct、人工成本占收比同比提升 1pct；研发费用率同比提升 0.1pct。

联网算网协调发展，公司网络服务能力持续提升。公司 2024 年算网数智投资 141 亿元，同比增长 11%；IDC 机架达 42 万架，机架上柜率达 68%，智算总规模超过 17E flops，训练推理算力池超 300 个。公司不断打牢数字底座，以迎接大模型、大数据、高算力为基础的数字经济爆发新机遇。

分红率持续提升，每股股息 5 年 CAGR 达 19.1%。公司拟派发末期股息每股 0.0621 元，全年股息每股 0.158 元，分红率达 55% (同比+4.5pct)。

风险提示：5G 发展不及预期；行业竞争加剧；算网数智发展不及预期。

投资建议：维持 2025-2026 盈利预测，新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为

100/112/124 亿元，对应港股 PE 分别为 13/12/11x，PB 分别为 0.7/0.6/0.6x；对应 A 股 PE 分别为 20/18/16x，PB 分别为 1.1/1.0/1.0x，维持“优于大市”评级。

证券分析师：袁文翀（S0980523110003）

### ◆ 星宇股份(601799.SH) 财报点评:单四季度净利润同比增长 34%，车灯产品量价双升

2024Q4 公司归母净利润 4.3 亿元，同比增长 34%。公司 2024 年实现营收 132.53 亿，同比增加 29.32%，归母净利润 14.08 亿，同比增加 27.78%。拆单季度看，2024Q4，公司实现营收 40.27 亿，同比增加 33.73%，环比增加 14.78%，归母净利润 4.31 亿，同比增加 34.49%，环比增加 12.56%。2024Q4，伴随存量客户持续增长叠加下游新车型项目放量（问界/享界/智界/极狐等），公司营收表现超越乘用车行业 22.51pct（乘用车产量增速同比+11.22%）。总结来说，星宇经历了 2021-2023 年的客户转型阵痛，2024 年实现客户结构全面调整（从德系日系等合资客户为主-自主品牌及新能源客户为主），进入全新成长周期。

2024Q4，公司净利率同比提升。2024 年，公司毛利率 19.28%，同比-1.90ct，净利率为 10.63%，同比-0.12pct。拆单季度看，2024Q4，公司毛利率 17.61%，同比-2.84pct，环比-2.33pct，净利率为 10.70%，同比+0.06pct，环比-0.21pct。公司毛利率下滑主要系会计准则调整所致（售后质保费用 1.35 亿元从销售费用记入成本，还原销售费用后 Q4 毛利率为 21%）。

前大灯从 LED-ADB-DLP 持续升级，车灯产品均价提升。车灯作为汽车核心视觉件具备产品升级空间，行业均价逐年提升。2024 年前照灯、后组合灯、小灯、三角警示牌、控制器销量分别 903/1770/3458/36/51 万只，同比分别变动+18.4%/+22.8%/-7.0%/-70.3%/+374.3%，公司车灯产品 24 年均价 203 元（23 年 162 元），同比+25%，预计公司前灯 2024 年在国内市占率 16%。

全球化布局推进，新订单、新产能、新产品持续突破。订单方面，2024 年上半年，公司承接共 69 个车型的新品研发项目，实现 40 个车型项目批产。产能方面，公司塞尔维亚星宇产能逐步释放，协同总部承接客户全球化项目，此外公司注册成立墨西哥星宇和美国星宇，进一步完善海外布局。产品方面，公司持续迭代基于 MicroLED 及相关控制技术的智能前照灯、基于 MiniLED、OLED 及相关控制技术的像素式显示交互灯、基于创新材料和光源技术的智能数字格栅的研发、灯具控制器 HCM/RCM/LCU 及感知车灯闭环系统的研发、车灯造型美学与智能交互融合的场景应用。

风险提示：原材料价格波动风险、芯片紧缺导致下游排产风险。

投资建议：略微下调盈利预测，维持优于大市评级。考虑到公司下游客户销量波动，我们调整营收预测，预计 25/26/27 年营收 163.2/203.2/255.4 亿元（原 25/26 年预计 163.2/205.4 亿），预计 25/26/27 年归母净利润 17.0/22.2/29.8 亿元（原 25/26 年预计 18.5/23.8 亿），维持优于大市评级。

证券分析师：唐旭霞（S0980519080002）、杨彰（S0980523110001）

### ◆ 特步国际(01368.HK) 海外公司财报点评:2024 年净利润增长 20%，专业运动品牌盈利显著改善

2024 年收入稳健增长，净利润同比+20%创新高。剔除 2024 年 KP 剥离影响，2024 年公司收入同比增长 6.5%至 135.77 亿元，归母净利润同比增长 20.2%至 12.38 亿元；若剔除 7500 万一次性税费影响以及 KP 剥离前带来的 2024 年 6700 万亏损以及 2023 年亏损，净利润增速为 10%。分品牌看主品牌收入增长稳健，同比+3.2%；专业运动品牌增长亮眼，同比+57.2%；分品类看，鞋类收入增长 15.9%，服装品类下滑 5.7%。毛利率同比提升 1.4 个百分点至 43.2%，主要受益于高毛利专业运动品牌占比提升及供应链优化。经营性现金流净额 12.28 亿元，保持稳定，净现比为 1.0。末期股息每股 9.5 港仙，叠加中期股息全年派息率 50%，含特别股息全年派息率达 138.2%。

分品牌：专业运动品牌收入快速增长、盈利显著改善。1) 特步主品牌：收入同比增长 3.2%至 123.27 亿元，核心跑鞋系列“160X”在六大马拉松赛事全局穿着率居首，上海白金标赛事穿着率达 22.4%首超国际品牌。电商收入增长 20%，占主品牌收入超 30%。截至 2024 年末，成人及儿童门店分别达 6382 家和 1584 家，较 2023 年末分别下滑 189/119 家。2) 专业运动（索康尼和迈乐）：收入同比增长 57.2%至 12.50 亿元，经营利润率显著改善，同比+5.2 个百分点至 6.3%，经营利润大幅提升至 0.78 亿元。索康

尼凭借马拉松赛事穿着率前三的表现，品牌重塑成效显著，年内新增高端概念店及旗舰店，中国门店达 145 家；迈乐聚焦户外场景，通过电商及体验活动扩大用户覆盖。3) 战略剥离非核心资产：2024 年 11 月完成 KP Global 集团出售，资源进一步向跑步及专业运动聚焦，KP 在 2022-2023 年每年经营亏损 1.8 亿元左右。

2025 年净利润预计增长 10%。结合近期跟踪与行业趋势，我们预计 2025 年净利润增长达 10%以上，其中主品牌维持正向增长，专业运动品牌增长 30-40%且经营利润率持续提升；另外，亏损的 KP 在剥离后 2025 年业绩也将同比增厚。

风险提示：消费需求复苏不及预期；渠道拓展不及预期；品牌形象受损。

投资建议：看好主品牌发挥跑步品类优势销售稳健增长，以及专业运动品牌盈利进一步提升。基于 2026 年主品牌将加速传统加盟店向 DTC 转型，我们小幅下调 2026 年主品牌经营利润率预测，进而下调 2026 年净利润预测，预计 2025-2027 年净利润分别为 14.0/14.9/16.0 亿元（2026 年前值为 15.6 亿元），同比增长 13.2%/5.9%/7.7%。维持 6.1-6.6 港元的合理估值区间，对应 2025 年 11-12x PE，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 丁诗洁（S0980520040004）、刘佳琪（S0980523070003）

### ◆ 安踏体育(02020.HK) 海外公司财报点评:2024 年核心利润增长 16.5%，多品牌引领增长

2024 年公司核心净利润增长 16.5%，现金流充裕。2024 年公司收入增长 13.6%至 708.3 亿元，不包括由 Amer Sports 上市及配售权益摊薄所致的非现金盈利的归母净利润增长 16.5%至 119.3 亿元。其中，毛利率较低的鞋类产品占比增加等原因导致毛利率同比下降 0.4 个百分点，电商支出加大、奥运营销开支等原因导致经营利润率同比下降 1.2 个百分点；存货周转天数同比持平，应收和应付账款天数小幅增加，经营现金流入净额约为 167 亿元，保持高净现比，净现金约为 314 亿元；全年延续较高派息率 51.4%，并于年内购回约为港币 12.8 亿元的股份。2024 年下半年在相对承压的消费环境中公司实现收入增长 13.4%，其中毛利率和经营利润率分别同比下降 1.5 和 2.3 个百分点，核心净利润同比增长 5.4%。

安踏双位数增长，FILA 表现稳健，其他品牌盈利放量。2024 年安踏/FILA/其他品牌收入 335/266/107 亿元，同比增长 11%/6%/54%，经营利润率分别同比-1.2/-2.3/+1.5 个百分点至 21%/25.3%/28.6%。分品牌看，1) 安踏品牌推出“安踏作品集”、“超级安踏”等新零售业态，并打造了三个月销售破百万双的高性价比慢跑鞋“PG7”；2) FILA 品牌由专业运动系列和鞋商品推动增长；3) 迪桑特和可隆等其他品牌收入首次突破百亿；4) Amer Sports 扭亏为盈，资产结构优化。另外，集团积极拥抱 AI 技术，例如 AI 辅助设计商品订货金额超过 20 亿元，算法营销决策促使销售转化率提高 20%。

管理层对体育行业与公司的发展保持信心。管理层在业绩会上表示，看好中国运动消费的前景，指引 2025 年安踏品牌流水增长高单位数、FILA 品牌增长中单位数、其他品牌增长超过 30%，利润率范围也接近 2024 年水平，另外 Amer Sports 联营公司的利润贡献也有望继续快速增长。

风险提示：宏观经济疲软；疫情反复；渠道转型不及预期；系统性风险。

投资建议：看好集团整体持续好于行业的成长潜力。2025 年初以来运动消费呈现较好的增长势头，我们预计公司主要品牌相较竞品均呈现增长优势。中长期，安踏集团凭借在中国市场多层级的品牌矩阵和全球市场多品牌的布局，有望持续增强在全球运动市场的竞争力。基于行业增长前景与公司新业态逐步发力的假设，我们上调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 134.8/154.6/170.0 亿元（原 2025-2026 年为 133.7/146.9 亿元），可比口径的利润增长分别为 13.0%/14.7%/10.0%。基于盈利预测的上调，我们上调合理估值至 113-118 港元（原为 103-112 港元），对应 2025PE22-23X，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 丁诗洁（S0980520040004）、刘佳琪（S0980523070003）

### ◆ 众安在线(06060.HK) 财报点评:创新产品生态，巩固科技地位

保费增速稳健，盈利结构优化。2024 年，公司总保费达 334.17 亿元，同比增长 13.3%，连续四年保持

双位数增长。其中，健康生态保费突破百亿，达 103.38 亿元，数字生活生态实现保费收入 161.97 亿元，同比增长 28.9%，汽车生态实现保费收入 20.51 亿元，同比增长 29.8%，成为增长主力，公司多元化生态布局成效显著。截至 2024 年末，公司实现归母净利润 6.03 亿元，同比+105.4%（剔除 2023 年一次性投资收益后的可比口径）；实现承保综合成本率 96.9%，受部分险种赔付率上升影响，同比增长 1.7pct，公司连续四年承保盈利，凸显风控能力。投资端受益于资本市场回暖，实现总投资收益 13.35 亿元，同比增粘 85.4%，贡献利润弹性。

科技驱动生态协同，创新产品矩阵扩容。1) 健康领域：普惠与高端并行，提升产品竞争力。公司旗舰产品“尊享 e 生”系列迭代至 2025 版，新增外购药械责任，覆盖超 1.3 亿用户。非标体人群保障产品“众民保”保费同比+17%，中高端医疗险上线 10 天保费破 1.4 亿元，差异化分层满足多元医疗需求。2) 数字生活：场景融合加速，新兴赛道增速亮眼。电商退货险依托公司在主流平台渗透率的持续提升，保费占比提升至 53%。宠物险保费同比增长 129.5%，公司升级推出宠物大病保险，市占率维持行业首位。3) 消费金融：公司采取审慎风控策略，主动收缩业务规模以应对资产质量的波动。截至 2024 年末，消费金融保费收入同比下降 13.2%，综合成本率同比改善 6.3pt 至 90.1%，业务质态显著改善。4) 汽车生态：2024 年，公司新能源车险保费同比增长 188.4%，占车险总保费的 12%。此外，公司已于上海、浙江两地获批交强险独立经营资质，为汽车生态提供新的增长动能。

科技输出与国际化，技术输出价值显现。2024 年，公司实现科技输出收入 9.56 亿元，同比增长+15.3%。其中，在新会计准则实施背景下，公司融合技术升级，实现 IFRS17 系统签约客户 21 家。此外，众安国际旗下科技子公司 Peak3 已于 2024 年中期完成 3500 万美元 A 轮融资，业务全球化能力提升。ZA Bank 实现净收入 5.48 亿港元，同比大幅提高 52.6%，存贷比优化至 29.8%，成为香港首家提供加密资产交易的数字银行，进一步巩固公司金融科技领先地位。

投资建议：公司“保险+科技”双引擎战略清晰，考虑到新准则后投资收益波动等因素影响，我们降低 2025 年及 2026 年盈利预测并新增 2027 年盈利预测，预计公司 2025 至 2027 年 EPS 为 0.91/1.09/1.30 元/股（2025 及 2026 年原为 1.10 及 1.29 元/股），对应 PB 为 0.81/0.75/0.69 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：保费增速不及预期；科技成本较高；资产收益下行等。

证券分析师：孔祥 (S0980523060004)

联系人：王京灵

## ◆ 中国平安(601318.SH) 财报点评:深化战略布局, 利润同比大幅提升

营业收入稳增, 净利润大幅提升。公司持续深化“综合金融+医疗养老”战略, 叠加资本市场反弹, 2024 年实现营业收入 10289.25 亿元, 同比增长 12.6%; 实现归母净利润 1266.07 亿元, 同比增长 47.8%。2024 年, 公司拟派发全年每股股息 2.55 元, 同比增长 5%, 现金分红比例达 37.9%, 连续 13 年稳定提升, 彰显公司长期投资回报能力。

寿险新业务价值高增, 渠道改革深化。2024 年, 受益于渠道质态的持续提升, 公司可比口径下寿险及健康险 NBV 同比增长 28.8%。(1) 个险: 构建客户服务场景、拓展“产品+服务”等举措持续提升代理人人均产能。截至 2024 年末, 代理人人均 NBV 同比大幅增长 43.3%。(2) 银保: 在行业“报行合一”背景下, 公司加快拓展外部银行合作机会, 通过“5+5+N”战略持续深化与 5 家国有行、5 家股份行及 N 家城商行的增量机会。银保渠道 NBV 同比大幅增长 62.7%。(3) 社区金融: 推动“三高”精英团队建设, 带动网点规模的持续扩张。公司已在全国 93 个城市铺设 131 个网点, 打开未来寿险业务增量空间。

COR 同比显著优化, 营运利润同比高增。截至 2024 年末, 公司实现财险原保险保费收入 3218.21 亿元, 同比增长 6.5%; 实现综合成本率 98.3%, 同比优化 2.3pt。车险业务受新准则下贴现率下降带来的负债成本上升及自然灾害影响, COR 同比增长 0.3pt 至 98.1%。除信保业务外, 公司非车险业务保费收入同比实现大幅增长, 其中健康险、意外险、农险分别同比提高 38.3%/20.2%/32.4%。公司持续优化信保业务风险敞口, COR 同比大幅下降 28.9pt, 带动财险业务整体品质的持有改善。

动态调降风险贴现率及投资回报率假设, 提高 EV 真实性。截至 2024 年末, 考虑到长端利率下行及资本市场震荡等因素影响, 历史投资收益率假设难以匹配实际投资水平, 公司审慎下调投资回报率假设至

4.0%（去年为 4.5%）。此外，公司同时下调风险贴现率至 8.5%及 7.5%（分别对应传统险、分红与万能险等非传统险）。随着公司资产负债管理水平的不断提升，以及保险行业需求的演进，风险贴现率有一定的下调空间，从而缓解下调投资收益率导致的 EV 及 NBV 的波动，提升估值水平的真实度与可信度。

投资建议：公司践行“综合金融+医疗养老”战略，叠加 AI 科技赋能，巩固中长期发展壁垒。我们上调 2025 年及 2026 年盈利预测并新增 2027 年盈利预测，预计 2025 至 2027 年公司 EPS 为 7.72/8.57/9.26 元/股（2025 及 2026 年原为 6.55/7.54 元/股），当前股价对应 P/EV 为 0.64/0.58/0.54x，维持“优于大市”评级。

风险提示：保费不及预期；自然灾害导致 COR 上升；资产收益下行等。

证券分析师： 孔祥（S0980523060004）

联系人： 王京灵

### ◆ 同益中(688722.SH) 公司快评:超高分子量聚乙烯+芳纶双轮驱动，军民需求市场前景广阔

1) 公司以“超高分子量聚乙烯+芳纶”高性能纤维为双支点，打造以“纤维+复材”为核心的产品体系。超高分子量聚乙烯（UHMWPE）纤维、芳纶纤维、碳纤维是三大高性能纤维，公司深耕 UHMWPE 纤维领域 30 余年，通过“技术纵深+应用纵横”双轮驱动，形成 UHMWPE 纤维全产业链布局。2024 年 12 月公司收购国内间位芳纶行业龙头超美斯 75.8%股权，打开第二成长曲线；

2) 公司是全球 UHMWPE 纤维行业龙头，下游防弹制品、机器人腱绳领域有望拉动需求快速增长。公司实际控制人为国家开发投资集团，截至 2024 年底，公司 UHMWPE 纤维产能达 7960 吨/年，位居国内第二、全球第三，包括新泰分公司 4060 吨/年、优和博 3000 吨/年、通州分公司 900 吨/年，以及 2175 吨/年无纬布产能和配套防弹制品。公司军工资质健全，产品覆盖防弹装备、海洋工程、航空航天等高壁垒领域，客户遍布全球 50 多个国家和地区。传统业务方面，战时格局以及欧洲武装重组拉动高质量 UHMWPE 纤维以及防弹用品需求；新兴业务方面，UHMWPE 纤维由于优异的耐冲击性和耐磨性成为机器人腱绳的重要材料之一，未来随着人形机器人的需求放量，机器人腱绳有望成为 UHMWPE 纤维新的需求增长点。

3) UHMWPE 纤维行业景气低点已过，公司 2024 年营收与归母净利润逐季环比提升。2023 年以来，UHMWPE 纤维行业受到新增产能投放、防弹制品订单下降、出口政策变化等影响，整体盈利能力有所下滑。根据公司业绩快报，2024 年营收 6.5 亿元（同比+1.4%），分季度分别为 1.1/1.4/1.7/2.2 亿元，归母净利润 1.3 亿元（同比-15.3%），分季度分别为 0.18/0.30/0.34/0.48 亿元。公司全年营收和归母净利润逐季环比提升。

4) 收购国内间位芳纶龙头超美斯，持续打造公司以“纤维+复材”为核心的“3+X”未来纤维产业体系。截至 2024 年底，超美斯具备间位芳纶纤维产能 5000 吨/年，并具备芳纶纸产能约 2000 吨/年，芳纶纸下游主要用于绝缘防护、蜂窝芯材领域，未来受益于飞机、轨交、电气设备等下游快速增长。

维持盈利预测，维持“优于大市”评级。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润 1.3/1.9/2.2 亿元，同比增速为-15.5%/46.4%/15.5%，摊薄 EPS 为 0.58/0.85/0.98 元，对应 PE 为 30.3/20.7/17.9x，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、薛聪（S0980520120001）

### ◆ 爱美客(300896.SZ) 财报点评:整体业绩增长稳健，外延并购强化产品布局和国际业务

2024 年收入利润双增长。公司 2024 年实现营收 30.26 亿元，同比增长 5.45%，归母净利润 19.58 亿元，同比增长 5.33%，扣非归母净利润 18.72 亿元，同比增长 2.2%。单季度看，四季度收入下滑 7%至 6.5 亿元，归母净利润和扣非归母净利润分别下滑 15.47%和 21.67%，受医美终端消费景气承压和 2023 年四季度基数较高因素影响。

产品线持续丰富，外延并购强化再生材料和国际业务布局。分产品看，2024 年溶液类和凝胶类注射产品营收增速均在 5%左右，收入占比分别为 57.64%/40.18%，较 2023 年变化不大。公司多个在研医疗器械、药品等管线产品获得进展，肉毒产品进入审评阶段，司美格鲁肽注射液获得临床试验批件等。此外，公

司最新3月拟收购韩国再生材料医美企业韩国 REGEN Biotech，补充了在医美再生材料领域的布局及借此打开国际化销售之路。

持续重视研发投入，现金流状况基本稳定。公司2024年毛利率94.64%，同比略降0.46pct，在行业价格竞争加剧下总体稳定。销售费用率9.15%，同比稳定，管理费用率同比下降0.97pct至4.06%。研发费用率10.04%，继续维持较高的研发创新投入。2024年存货周转天数136天，增加12.6天，系期末库存商品增加，以及合并范围增加带来的原材料增加所致。经营性现金流净额19.27亿元，同比基本稳定，保持良好现金流状况。

风险提示：在研项目进度不及预期；终端销售不及预期；竞争环境恶化。

投资建议：整体来看医美行业中长期渗透率仍有较大提升空间，合规监管趋势下龙头企业的优势也将进一步凸显。短期公司积极依托现有产品矩阵，拓展渠道占有率；中长期自研+外延结合，持续丰富的产品管线储备，以及打开国际化业务，为业绩增长提供新的增量。出于对医美消费短期景气度的谨慎考虑，以及收购韩国企业事项仍待审批，我们下调公司2025-2026年归母净利润预测至22.37/26.18亿元（前值分别为24.93/28.68亿元），并新增2027年归母净利润预测为30.17亿元，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 张峻豪（S0980517070001）、柳旭（S0980522120001）、孙乔容若（S0980523090004）

## 【市场数据】

### 商品期货

商品	收盘价	涨跌幅	商品	收盘价	涨跌幅
黄金	706.30	0.23	ICE 布伦特原油	70.78	0.31
白银	8323.00	-0.51	铜	81360.00	0.91
铝	20810.00	0.84	铅	17635.00	0.05
豆一	3881.00	-1.27	锌	23770.00	-0.29
豆粕	2897.00	-0.27	镍	129560.00	-0.65
玉米	2276.00	-0.39	锡	278990.00	-0.84
螺纹钢	3130.00	-0.25	SR505	6098.00	-0.24

### 本月国内重要信息披露

公布日期	项目	本期数据	上期数据	上年同期数据	发布主体
2024/11/30	11月PPI (%)	-2.9	-3.3	-3.4	PPI
2024/11/30	11月CPI (%)	99.4	100.7	100.2	国家统计局
2024/11/30	11月狭义货币(M1)同比 (%)	-0.0	-0.02	0.01	中国人民银行
2024/11/30	11月狭义货币(M2)同比 (%)	0.07	0.07	0.1	中国人民银行
2024/11/30	11月新增人民币贷款(亿元)	5216.0	2965.0	11120.0	中国人民银行
2024/11/30	11月贸易顺差总额(亿美元)	97443.13	95715.17	69334.24	国家商务部
2024/11/30	11月固定资产投资累计同比 (%)	0.03	0.01	0.02	国家统计局
2024/11/30	11月工业增加值 (%)	0.05	0.05	0.06	国家信息中心
2024/11/30	11月社会消费品零售总额_同比 (%)	0.03	0.03	0.02	国家统计局

### 近期非流通股解禁明细

代码	简称	本次解禁数量(万股)	流通股股本(万股)	流通股增加%	上市日期
301061.SZ	匠心家居	6000.00	8000.00	100.00	2025-03-13
000625.SZ	长安汽车	2590.64	632214.29	45.92	2025-03-05
300844.SZ	山水比德	2525.00	4040.00	100.00	2025-02-13
301024.SZ	霍普股份	2880.00	4239.00	100.00	2025-01-28
601921.SH	浙版传媒	180000.02	222222.22	100.00	2025-01-23
001209.SZ	洪兴股份	6497.49	9394.48	100.00	2025-01-22
002059.SZ	云南旅游	6857.37	101243.48	100.00	2025-01-16
002187.SZ	广百股份	18692.79	61761.91	100.00	2025-01-06
605287.SH	德才股份	2865.13	10000.00	100.00	2025-01-06
600679.SH	上海凤凰	550.77	34369.42	100.00	2024-12-23
000546.SZ	金圆股份	6613.75	78048.26	99.54	2024-12-20
301096.SZ	不适用	3960.00	10816.66	100.00	2024-12-20
688032.SH	不适用	1985.72	4000.00	100.00	2024-12-20
600859.SH	王府井	4147.65	113273.80	99.75	2024-12-17
301100.SZ	不适用	15000.00	20000.00	100.00	2024-12-17
603071.SH	不适用	32026.96	55795.44	100.00	2024-12-16
688246.SH	不适用	3663.35	13787.75	100.00	2024-12-16

000737.SZ	南风化工	104599.31	169128.73	100.00	2024-12-16
301138.SZ	不适用	9000.00	12000.00	100.00	2024-12-16
603216.SH	梦天家居	16600.00	22136.00	100.00	2024-12-16
301101.SZ	不适用	8456.60	13434.14	100.00	2024-12-16
002074.SZ	国轩高科	38416.33	156267.38	79.01	2024-12-16
301177.SZ	不适用	36000.00	40001.00	100.00	2024-12-16
000401.SZ	冀东水泥	106598.80	247935.72	99.97	2024-12-16
300678.SZ	中科信息	381.96	12858.48	5.95	2024-12-10
688110.SH	东芯股份	16571.30	44224.97	100.00	2024-12-10
301168.SZ	通灵股份	7034.70	12000.00	100.00	2024-12-10
688192.SH	迪哲医药	21784.60	40000.01	100.00	2024-12-10
600886.SH	国投电力	48830.64	745417.97	100.00	2024-12-10
301111.SZ	粤万年青	8986.15	16000.00	100.00	2024-12-09
301193.SZ	家联科技	5985.00	12000.00	100.00	2024-12-09
301199.SZ	迈赫股份	7650.00	13334.00	100.00	2024-12-09
301179.SZ	泽宇智能	9900.00	13200.00	100.00	2024-12-09
301126.SZ	达嘉维康	8187.02	20650.57	100.00	2024-12-09
301213.SZ	观想科技	4804.56	7999.99	100.00	2024-12-06
688151.SH	华强科技	24234.68	34450.00	100.00	2024-12-06
301167.SZ	建研设计	2400.00	8000.00	100.00	2024-12-06
301108.SZ	洁雅股份	4571.77	8120.98	100.00	2024-12-03
000155.SZ	川能动力	17899.55	144899.55	100.00	2024-12-03
301198.SZ	喜悦智行	5394.00	10000.00	100.00	2024-12-02

## 全球证券市场统计

### 股票市场指数

简称	最新收盘价	1日涨跌幅(%)	1周涨跌幅(%)	1个月涨跌幅(%)	3个月涨跌幅(%)	12个月涨跌幅(%)	30天波动率(%)
道琼斯工业平均指数	41953.32	-0.026952	48.19	48.19	48.19	48.19	44.12
德国 DAX 指数	22999.15	-1.240593	80.57	3.06	15.66	27.66	49.08
法 CAC40 指数	8094.20	-0.945607	1.96	-0.34	11.26	-0.82	45.34
恒生指数	24219.95	-2.225130	3.22	7.27	22.81	46.40	67.70
沪深 300 指数	3974.99	-0.877200	1.62	1.17	1.20	10.86	66.62
美国 SP500 指数	5661.30	-0.246507	2.53	-7.45	-4.54	8.35	50.51
纳斯达克综合指数	17691.63	-0.333281	2.24	-11.37	-9.61	8.07	56.30
日经 225 指数	37751.88	-0.247163	2.53	-3.60	-2.73	-5.62	不适用

### 沪深港通资金流入流出 Top10

#### A 股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流入资金(RMB, 万元)	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流出资金(RMB, 万元)
1	601899.SH	紫金矿业	18.1700	0.6648	无数据	601899.SH	紫金矿业	18.1700	0.6648	无数据
2	601318.SH	中国平安	52.4900	-2.9221	无数据	601318.SH	中国平安	52.4900	-2.9221	无数据
3	300750.SZ	宁德时代	262.1500	-1.2208	无数据	300750.SZ	宁德时代	262.1500	-1.2208	无数据
4	300059.SZ	东方财富	23.8100	-0.9155	无数据	300059.SZ	东方财富	23.8100	-0.9155	无数据
5	601689.SH	拓普集团	61.3300	2.2678	无数据	601689.SH	拓普集团	61.3300	2.2678	无数据
6	600887.SH	伊利股份	28.3300	-1.0824	无数据	600887.SH	伊利股份	28.3300	-1.0824	无数据
7	688256.SH	寒武纪-U	703.6300	-0.0384	无数据	688256.SH	寒武纪-U	703.6300	-0.0384	无数据

8	600050.SH	中国联通	5.7100	-1.0399	无数据	600050.SH	中国联通	5.7100	-1.0399	无数据
9	000333.SZ	美的集团	75.1700	-1.7514	无数据	000333.SZ	美的集团	75.1700	-1.7514	无数据
10	002594.SZ	比亚迪	399.9900	0.7354	无数据	002475.SZ	立讯精密	40.4200	-0.7611	无数据

**港股资金流入流出前十**

排序	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流入资金 (HKD, 万元)	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流出资金 (HKD, 万元)
1	2318.HK	中国平安	49.3000	-0.05009634	60140.21	0700.HK	腾讯控股	519.5000	-0.03796296	977678.50
2	3988.HK	中国银行	4.6900	-0.01470588	60275.04	1810.HK	小米集团-W	56.5000	-0.02920962	512319.85
3	0941.HK	中国移动	83.5000	-0.01416765	98364.45	9988.HK	阿里巴巴-W	135.5000	-0.03968816	425381.42
4	9868.HK	小鹏汽车-W	88.9000	-0.00725851	98578.99	0981.HK	中芯国际	50.7500	-0.00587659	286954.57
5	2432.HK	建行比联八零三B	74.3000	0.02200825	118060.99	3690.HK	美团-W	168.1000	-0.04434338	146869.90
6	2432.HK	越疆	74.3000	0.02200825	118060.99	2318.HK	中国平安	49.3000	-0.05009634	144372.14
7	3690.HK	美团-W	168.1000	-0.04434338	174281.05	2432.HK	建行比联八零三B	74.3000	0.02200825	115822.17
8	0981.HK	中芯国际	50.7500	-0.00587659	210538.23	2432.HK	越疆	74.3000	0.02200825	115822.17
9	1810.HK	小米集团-W	56.5000	-0.02920962	431524.74	9868.HK	小鹏汽车-W	88.9000	-0.00725851	110548.68
10	9988.HK	阿里巴巴-W	135.5000	-0.03968816	510816.65	1024.HK	快手-W	62.6500	-0.04642314	76892.81
11	0700.HK	腾讯控股	519.5000	-0.03796296	644597.24	3988.HK	中国银行	4.6900	-0.01470588	37131.18

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032