

晨会集萃

制作：产品中心

重点推荐

《家电|周观点：AWE2025：AI 与产业共振，高端化+创新趋势凸显——25W12 周度研究》

1、作为上海市商务委员会大力支持的“首发经济”重点活动之一，AWE2025 以“AI 科技、AI 生活”为主题，凭借全球产品与技术首发所产生的强大集聚效应，展现了“家+AI”、“娱乐+AI”、“健康+AI”、“机器人+AI”、“车+AI”、“城市+AI”的全场景智慧生活。活动期间还举办多场高规格行业峰会、国际贸易对接会及形式多样的促销费活动。2、投资建议：1) 更加重视分红与业绩确定性。本周起市场逐渐进入年报与一季报业绩期，如家电板块中美的/海尔/海信家电/海信视像等重要公司均要发布年报与年度分红，我们认为家电板块良好的业绩、近年来持续走高的分红水平有望将带动行业股价走强。2) 内销逐渐进入旺季。4Q24 以旧换新销售的透支及政策过渡真空期等不利因素正在逐渐消除，4 月空调行业即将迎来旺季及 5 月 618 大促，终端零售环比有望进一步走强。因此，我们认为家电行情有望迎来强势期，建议重点关注白电、黑电、清洁等。

风险提示：房地产市场景气程度回落；汇率波动风险；原材料价格波动风险；新品销售不及预期。

《食品饮料|食品饮料周报：糖酒会反馈平稳，关注估值修复机会》

本周白酒板块-4.12%，其中古井贡酒、泸州老窖、水井坊、山西汾酒、贵州茅台等龙头酒企跌幅靠前。1、我们认为，本周板块整体情况符合预期（前期板块已因对消费&地产等层面。预期逐步抬升，使得估值小幅修复，后续股价抬升或需基本面/终端动销预期等支撑），短期虽行业整体仍面临去库存压力，但酒厂端主动控货背景下主流单品批价走势预期相对积极。我们认为，随着促消费政策落地，25 年餐饮、夜场需求有望好转，关注板块估值和基本面的修复。2、我们看好后续淡季窗口期下，潜在消费政策落地&房地产预期企稳或推升板块 PE 机会（PE 先于 EPS，预期先于 PE），基于酒企春节回款进度&动销表现，短期重点推荐关注：①强 α 主线：今世缘/山西汾酒/迎驾贡酒/贵州茅台等；②顺周期 β 主线：泸州老窖/酒鬼酒/水井坊/舍得酒业等。

风险提示：供过于求；食品安全风险；需求疲软；市场同质化产品竞争加剧。

《海外|港股周报（2025.3.17-2025.3.21）——财报季验证盈利韧性，持续看好港股中概》

1、受美联储维持利率不变、点阵图暗示 2025 年仅降息两次的影响，市场风险偏好受挫。在中共中央办公厅、国务院办公厅近日印发《提振消费专项行动方案》等政策提振下，南向资金单周净流入 214.68 亿元。2、国家统计局发布 1-2 月份国民经济数据，数据显示，1-2 月社会消费品零售总额同比增长 4.0%，固定资产投资增长 4.1%，工业增加值增长 5.9%，经济基本面温和复苏。3、公司方面，科技与消费龙头业绩亮眼，新势力与消费复苏。腾讯控股 2024 年营收 6602.6 亿元，同比增长 8%，净利润 1940.7 亿元，同比增长 68%，AI 投入加速，广告与游戏业务双轮驱动，计划 2025 年增加股息 32%并回购 800 亿港元股份。小米集团 2024 年营收 3659 亿元，同比增长 35.0%；经调整净利润人民币 272 亿元，同比增长 41.3%，汽车业务交付超 13.6 万辆，2025 年目标提升至 35 万辆。

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

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	3370.03	0.15

买方观点

展望后市，客户表示看好 AI、国产化、出海等三大方向，认为 AI 是今年国内科技产业最大的趋势。在具体投资层面，客户认为，AI 手机、AI PC、汽车智能化产业链、信创等与 TMT 相关领域的配置机会仍值得关注。

晨会焦点

《家电|周观点：2025 年消费政策新动态——25W11 周度研究》

1、2024 年 12 月，中央经济工作会议对消费领域高度重视，“扩内需”紧迫性有所提升，对消费领域的支持力度明显加大，强调加力扩围实施“两新”政策。2、全面促进农村消费。推进县域商业体系建设，健全电子商务和物流服务体系，建设县域集采集配中心，推动客货邮融合发展，加快消费扩容。加大面向农村的产品创新和营销力度，支持新能源汽车、绿色智能家电等下乡，深入实施消费品以旧换新行动，鼓励信息消费，推进消费升级。发展农村生活服务业，实施农村消费市场净化行动，完善消费配套设施。3、2025 年 3 月 16 日，《提振消费专项行动方案》：为大力提振消费，全方位扩大国内需求，以增收减负提升消费能力，以高质量供给创造有效需求，以优化消费环境增强消费意愿，针对性解决制约消费的突出矛盾问题，现就实施提振消费专项行动制定本方案。1) 城乡居民增收促进行动；2) 消费能力保障支持行动；3) 服务消费提质惠民行动；4) 大宗消费更新升级行动；5) 消费品质提升行动；6) 消费环境改善提升行动；7) 限制措施清理优化行动；8) 完善支持政策。

风险提示：房地产市场景气程度回落；汇率波动风险；原材料价格波动风险；新品销售不及预期。

《商社|永辉超市：名创优品 CEO 领衔组织重塑，供应链重塑+区域聚焦打开盈利拐点》

1、3 月 17 日，永辉超市召开 2025 年第一次临时股东大会，表决通过第六届董事会非独立董事等议案。CEO 由宣布成立的改革领导小组代行，名创优品 CEO 叶国富担任该小组组长。2、战略收缩聚焦核心区域，黑吉市场退出推动资源优化配置此前，永辉超市基于资源整合与能力聚焦考量，将黑龙江和吉林两地共 12 家门店转让于比优特，意味着永辉将退出经营十余年的黑、吉市场，仅保留辽宁 5 家门店。这一举措是其全国性“调改”战略的延续，契合永辉 2025 年关闭 250-350 家低效门店、聚焦核心区域与业务的规划，通过剥离东北非核心资产，有望回笼资金、降低运营成本，为其全国门店调改及供应链等变革提供资源支持，助力长期业绩改善与盈利能力提升。3、永辉超市通过组织扁平化、业态小型化等举措，聚焦品质零售，系统性重构人货场效率，利润端有望进一步改善。我们认为当前公司正处于改革红利释放期，零售模型的可复制性有望支撑长期增长，建议积极关注。

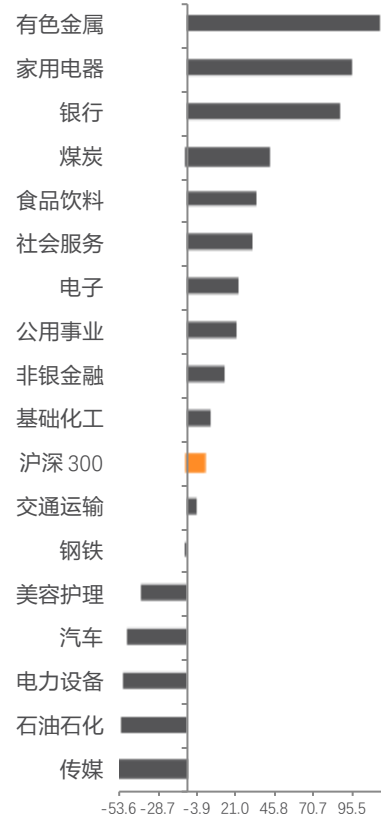
风险提示：行业竞争加剧，门店调改进度不及预期，宏观经济不及预期。

《能源开采|中煤能源(601898)：净利润稳定性较高，对股东回报重视度较高》

公司 2024 年实现营业收入 1893.99 亿元，同比-1.9%；营业成本达 1422.79 亿元，同比-1.6%；实现归母净利润 193.23 亿元，同比-1.1%。1、受益于煤价下跌，单位销售成本有不同幅度减少。2024 年煤化工业务营业收入 205.18 亿元，同比-4.1%。同期，营业成本 174.06 亿元，同比-3.8%，主要是煤价下跌所致。2、对股东回报重视度较高。根据公司 2024 年度利润分配方案，公司年度现金分红金额合计约为 63.55 亿元(包括中期分红 29.36 亿元)，分红支付率约为 35%。公司坚持长期稳定的现金分红，且提高了分红频次，向全体股东派发特别分红 15 亿元，全年共计派发现金分

沪深 300	3934.85	0.51
中证 500	5969.08	-0.05
中小盘指	3920.05	0.01
创业板指	2152.55	0.01
国债指数	222.4	-0.02

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	23905.56	0.91
道琼斯	41985.35	0.08
纳斯达克	17784.05	0.52
标普 500	5667.56	0.08
日经 225	37608.49	-0.18
德国 DAX	22891.68	-0.47
法国 CAC	8042.95	-0.63
富时 100	8646.79	-0.63
台湾	22106.64	-0.46

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

红 103 亿元。另外，公司较为重视市值管理，通过报告编制，建立与投资者的沟通渠道，体现公司对市值管理、投资者汇报的重视度较高。原本我们预测 2025-2026 年归母净利润为 198.65/205.23 亿元，考虑到煤价下行风险，将 2025-2026 归母净利润预测调整至 175/177 亿元，并新增 2027 年预测 182 亿元，对应 EPS 分别为 1.32/1.34/1.37 元/股，维持“增持”评级。

风险提示：煤价大幅波动风险；经济下行风险；煤炭供给超预期增长风险；煤化工产能过剩风险；利润分配方案尚需提交公司股东大会批准。

《能源开采|中国神华（601088）：业绩稳定性强，重视股东回报》

公司 2024 年营业收入达 3383.75 亿元，同比-1.4%，归母净利润 586.71 亿元，同比-1.7%。1、发电量有所增长，但小时数略有回落。2024 年电力板块营业收入达 942.17 亿元，同比+2%，营业成本达 788.32 亿元，同比+2.7%。全年总发电量达 2232.1 亿度，同比+5.2%，总售电量 2102.8 亿度，同比+5.3%。2、分红比例持续提升，对投资者回报重视度高。根据公司 2024 年度利润分配公告，拟派发现金红利人民币 449.03 亿元，分红支付率为 76.5%。公司自承诺 2022-2024 年现金分红比例不低于 60%以来，分红金额保持稳定、分红支付率持续提升，三年比例分别达到 72.8%、75.2% 和 76.5%，且提出了 2025-2027 年股东回报方案，提高每年度最低现金分红比例 5 个百分点至 65%，并考虑适当增加分红频次，体现公司非常重视投资者回报。原本我们预测 2025-2026 年归母净利润为 587/592 亿元，考虑到煤价下行风险，将 2025-2026 归母净利润预测调整至 540/541 亿元，并新增 2027 年预测 548 亿元，对应 EPS 分别为 2.72/2.72/2.76 元/股，维持“买入”评级。

风险提示：煤炭供给超预期释放；宏观、电力需求不及预期；水电发力超预期；煤炭进口量超预期；煤矿安监力度不及预期；利润分配方案尚需提交公司股东大会批准。

评级调整

公司/行业	评级调整	日期	盈利预测与价格区间
中原高速(600020)	买入(首次)	20250322	25/26EPS 0.41/0.44,TP4.98
长城汽车(02333)	买入(首次)	20250321	TP24.13
复星医药(600196)	买入(首次)	20250321	25/26EPS 1.16/1.40,TP31.3
陕天然气(002267)	买入(首次)	20250321	25/26EPS 0.81/0.88,TP9.7
满帮集团(YMM)	买入(首次)	20250319	

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

报告列表

华润电力 (00836): 火电盈利同比改善, 华润新能源 IPO 获受理-买入-郭丽丽/王钰舒
 布鲁可 (00325): 收入结构映射未来方向-买入-孙海洋/曹睿/孔蓉/张彤
 九兴控股 (01836): 三年规划目标不改, 25 年提升印尼及孟加拉产能-增持-孙海洋
 中国石化 (600028): 2024 年归母净利润 503 亿, 随着地炼整顿市场格局或向好-买入-张樾樾/姜美丹
 卓越教育集团 (03978): 稳扎稳打持续突破-买入-孙海洋/何富丽
 中煤能源 (601898): 净利润稳定性较高, 对股东回报重视度较高-增持-张樾樾/纪有容
 中国神华 (601088): 业绩稳定性强, 重视股东回报-买入-张樾樾/纪有容
 家用电器: AWE2025: AI 与产业共振, 高端化+创新趋势凸显——25W12 周度研究-强于大市-孙谦/赵嘉宁
 商贸零售: 永辉超市: 名创优品 CEO 领衔组织重塑, 供应链重塑+区域聚焦打开盈利拐点-强于大市-何富丽/来舒楠
 食品饮料: 食品饮料周报: 糖酒会反馈平稳, 关注估值修复机会-强于大市-张潇倩/谢文旭/何宇航/唐家全/李本媛
 社会服务: 九华旅游: 24Q4 业绩强劲增长, 客运业务提振表现, 区域旅游综合体加速落地-强于大市-何富丽/来舒楠
 家用电器: 2025 年消费政策新动态——25W11 周度研究-强于大市-孙谦/赵嘉宁
 港股周报 (2025.3.17-2025.3.21): 财报季验证盈利韧性, 持续看好港股中概-孔蓉/李泽宇/曹睿/杨雨辰/王梦恺
 潮玩: 名创优品 24Q4 点评: 全球门店突破 7700 家, 全年毛利率 44.9%创历史新高-孔蓉/曹睿
 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
 金融工程: 大模型总结和解读行业研报 (2025W12) -吴先兴/王鹏飞

报告摘要

宏观策略

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

从整体的行业景气度方面来看, 本周电子、纺织服饰、银行、房地产、环保等行业整体呈上行趋势; 煤炭、钢铁、机械设备、食品饮料、家用电器、汽车、公用事业等行业整体呈下行趋势。基于我们 2024 年 10 月 15 日外发的《全行业中观景气度数据库应用框架》内的模型及研究框架, 本周, 我们预测了未来 4 周表现较优的申万二级行业。

重视摩托车及其他、物流、工程机械、自动化设备、航运港口、房地产服务、房地产开发、铁路公路、汽车服务、乘用车、通用设备、贸易 II、工程咨询服务 II、专业连锁 II、其他电子 II 等申万二级行业。相对于上周, 本周主要新增了贸易 II、工程咨询服务 II、专业连锁 II、其他电子 II 等。

截至 2025 年 3 月 23 日, 重视行业值得关注的景气度数据有:

汽车行业: 中国汽车轮胎 (半钢胎) 开工率为 83.11%, 较上周下降了 0.06 个百分点。

交通运输行业: 南京地铁客运量为 422.4 万人次, 较上周增长了 44.31%。同时, 好望角型运费指数 (BCI) 为 2676.0, 较上周下降了 6.34%。

机械设备行业: 五金工具、磨具及磨料价格指数为 115.25 点, 较上周下降了 0.38%。

房地产行业: 中国 30 大中城市商品房成交面积为 23.41 万平方米, 较上周增长了 9.06%。

电子行业: DRAMDDR3 (4Gb,1600MHz) 的现货平均价为 0.82 美元, 较上周上涨了 5.25%。

赛点 2.0 第三阶段攻坚, 社融脉冲已出现回升, 春节归来进一步观察基本面改善情况, 恒生已先行, A 股反应滞后。根据经济复苏与市场流动性, 可以把投资主线降维为三个方向: 1) Deepseek 突破与开源引领的科技 AI+, 2) 消费股的估值修复和消费分层逐步复苏, 3) 低估红利继续崛起。红利回撤常在有强势产业趋势出现的时候, 因此低估红利的高度取决于 AI 产业趋势的进展, 而 AI 产业趋势的进展又取决于 AI 应用端和消费端的突破。消费板块投资的核心因子是估值, 在当前消费板块低估值、利率下行、政策催化下复苏周期抬头, 重视恒生互联网。

风险提示: 1) 历史复盘仅供参考; 2) 市场波动性可能影响资产表现; 3) 基于模型的定量分析无法代替上市公司基本面的定性分析。

金融固收

金融工程：大模型总结和解读行业研报（2025W12）

吴先兴 wuxianxing@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110516120001

大模型总结分析师行业报告

在当前市场中，分析师报告数量众多，以行业报告为例，每周通常有超过 500 篇的报告。而阅读这些报告通常要花费大量的时间和成本。针对这一需求，我们利用 DeepSeek-V3 大模型的总结能力对分析师行业报告进行智能总结和整合，提炼出核心观点和关键信息。

利用大模型衡量景气度

行业研究报告通常提供分析师对行业趋势的深入分析与总体评价，但其应用性较弱，主要有两个原因。首先，行业评级是行业研报中的标准化输出，但其并非连续指标，通常仅分为三类，缺乏足够的区分度。因此，分析师细微的态度和用词变化可能不会导致行业评级的调整。其次，不同证券公司采用的行业分类标准并不一致，这些差异使得行业比较变得困难。

大模型普及之前，并不容易解决这些问题，而大模型的应用可能为此提供更有效的支持。为了深入挖掘行业研报的信息，我们对其进行了进一步的整理与标准化。我们构造了一个能够提取行业研报所涉具体中信一级、二级行业名称以及对应行业景气度的提示词，并使用 DeepSeek-V3 模型，将研报摘要作为输入文本得到该研报所属行业、景气度等指标结果。

最新行业研报文本景气度

我们对 2025 年 3 月 17 日至 2025 年 3 月 23 日的发布行业研报进行整理，共计得到 858 篇行业报告。我们又进一步删除评级不属于“推荐”、“增持”、“买入”、“超配”、“强于大市”等的报告后，还有 822 篇报告，再删除摘要中含有“港股”的报告，最终使用 766 篇报告作为分析样本。

由于大模型对于较长、客观的文字有着更好的理解能力，因此本部分使用大模型对摘要进行分析。我们使用 DeepSeek-V3 模型（为保证每次结果一致，我们将模型的随机性设为 0），对每一篇报告，我们将图 1 所示的提示词和摘要拼接，作为模型的输入，得到每一篇报告所涉及的一级、二级行业，和对应行业的景气度和超预期程度。我们按照中信二级行业计算的“景气度”、“超预期程度”的均值，并保留行业的报告数目大于 2 的行业。

最新结果显示，本周大模型对半导体行业研报解读得到的行业景气度较高，且边际变化明显提升；房地产服务、房地产开发和运营行业景气度较低。

风险提示：市场环境变动风险，大模型稳定性风险，大模型偏差与准确性风险。

行业公司

华润电力（00836）：火电盈利同比改善，华润新能源 IPO 获受理

郭丽丽 guolili@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110520030001

事件：

公司发布 2024 年业绩。2024 年公司权益持有人应占利润为 143.88 亿港元，同比增长 30.8%。

点评

24 年新并网新能源 7.8GW，25 年风光装机目标 10GW

由于中、东部和南部地区的风光项目建设制约因素较多，2024 年公司新并网新能源项目装机容量为 7,788 兆瓦，其中风电为 3,646 兆瓦、光伏为 4,142 兆瓦；公司新增火电项目权益装机容量为 1,380 兆瓦。截至 2024 年底，公司权益并网装机容量为 72.4GW，其中火电 38.2GW、风电、光伏及水电发电项目并网权益装机容量 34.2GW。2025 年公司新增风电和光伏项目装机容量目标为 10GW，计划 2025 年内投产的燃煤发电机组权益装机容量共 6.1GW。

火电：煤价下行带动利润提升，24 年度电核心利润约 3 分

收入端，公司 2024 年市场电平均电价较标杆上网电价涨幅为 9.8%，火电售电量同比上升 4.0%。成本端，受益于煤价下行，公司附属燃煤电厂平均单位燃料成本为 276.2 元/兆瓦时，同比下降 6.8%；平均标煤单价为 922.1 元/吨，同比下降 6.6%。综合来看，2024 年公司火电业务贡献核心利润 46.39 亿港元，同比增长 28.4%，对应单位售电量贡献核心利润 0.03 港元/千瓦时。

可再生：风资源较弱扰动业绩，24 年可再生核心利润 92 亿港元

2024 年公司风电平均利用小时为 2,331 小时，同比下降 120 小时；光伏平均利用小时为 1,415 小时，同比下降 65 小时。叠加装机增长，2024 年公司风电和光伏售电量分别同比上升 10.5% 和 141.5%。成本端，新项目投产也带来折

旧与摊销成本的增加。综合来看，2024 年公司可再生能源核心利润贡献为 92.28 亿港元，同比下降 5.1%。据 3 月 14 日公司公告，分拆华润新能源深交所 A 股主板独立上市获深交所受理。

盈利预测与估值

考虑到公司新增装机容量、煤价、电价变动情况，下调 25-26 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 153、163、173 亿港元（25-26 年前值为 175、197 亿港元），对应 PE 为 6.4、6.0、5.7 倍，维持“买入”评级。
 风险提示：宏观经济大幅下行的风险；电价下调的风险；政策执行不及预期的风险；行业竞争过于激烈的风险；补贴持续拖欠的风险；公司开发项目不达预期的风险；分拆回 A 上市仍有不确定性等

布鲁可 (00325)：收入结构映射未来方向

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

公司发布 2024 年年报

24H2 收入 11.9 亿，同比+111%，毛利率 52.3%，同比+3.1pct，调后利润 2.9 亿，同比+248%，调后净利率 24.5%，同比+9.7pct；

24 年收入 22.4 亿，同比+156%，毛利率 52.6%，同比+5.3pct，调后利润 5.8 亿，同比+702%，调后净利率 26.1%，同比+17.8pct。

公司深耕拼搭角色玩具赛道，持续扩大 IP 矩阵、拓宽销售网络，24 年增长表现靓丽；利润方面，伴随拼搭角色玩具销售快速增长，规模经济效应进一步放大。

IP/产品/渠道/海外构筑多维度成长

分产品：2024 年拼搭角色类玩具收入 22.0 亿元，同比+186.2%，销量 1.3 亿件，同比+269.3%，毛利率 52.9%，同比+4.5pct；大颗粒积木玩具收入 0.4 亿元，同比-62.9%，毛利率 37.0%，同比-1.7pct。拼搭角色玩具增长迅速，主要系公司日益扩大且丰富自有及授权 IP 矩阵，成功实现商业化，并迅速扩大销售网络。

分 IP：①奥特曼 24 年收入 11 亿，占 49%，同增 97%；②变形金刚 24 年收入 4.5 亿，占 20%，同增 263%；③英雄无限 24 年收入 3.1 亿，占 14%，同增 383%；④假面骑士 24 年收入 1.7 亿，占 8%。

2024 年公司进一步扩大了产品的价格细分覆盖范围，于 2024 年年末推出了 9.9 元（处于超值价格段）的“变形金刚星辰版”，进一步扩大 SKU 矩阵。截至 24 年末公司已实现 682 个 SKU 的多元化产品组合，包括 132 个主要面向 6 岁以下儿童的 SKU，519 个主要面向 6 至 16 岁消费者的 SKU，以及 31 个主要面向 16 岁以上消费者的 SKU。

24 年末公司拥有两款自主 IP 及约 50 个授权 IP（23 年为 27 个），增加了超级战队、机动奥特曼系列、DC 超人、DC 蝙蝠侠、哈利波特及星球大战等，为拼搭角色玩具提供更多选择。

分渠道：24 年线下/线上收入分别为 20.8 亿/1.6 亿，同比+171%/+47%；2024 年公司建立多渠道销售网络，其中线下经销商背景通常包括已覆盖特定区域和已建立本土销售网络的玩具及文创经销商，线上方面公司主要通过在天猫、京东、抖音、拼多多及其他电商平台开设旗舰店，以及微信小程序等方式建立渠道。

分地区：24 年国内/海外收入分别为 21.8 亿/0.6 亿，同比+151%/+518%；2024 年公司在英国、印尼、马来西亚及新加坡成立附属公司，以拓展海外市场，印尼及美国是海外市场收入占比最高的两个国家。此外，公司在全球范围内积极参与玩具展，2024 年 12 月参加新加坡动漫展并首次推出芝麻街系列，25 年 1 月参加德国纽伦堡玩具展，亮相奥特曼、变形金刚、英雄无限、火影忍者、圣斗士和芝麻街等多个全球知名 IP 系列产品，25 年 3 月亮相美国纽约玩具展，小黄人大眼萌系列新品全球首发；我们预计公司出海有望进一步提速。

维持盈利预测，维持“买入”评级

展望 2025 年，公司将继续提升产品设计及开发方面的研发能力，继续丰富 IP 组合以实施增长策略，进一步投资销售和营销，提升国内外品牌知名度，我们乐观预计全年成长。我们预计 25-27 年调后利润 9.6 亿/14.8 亿/20.8 亿，对应 PE 为 28X/18X/13X。

风险提示：宏观环境波动风险；IP 市场热度下降风险；全球化推进不及预期等

九兴控股 (01836)：三年规划目标不改，25 年提升印尼及孟加拉产能

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

公司发布 FY24 业绩公告

全年收入 15.5 亿美元同增 3.5%；，出货量 5300 万双同增 8.2%，主要由运动及时尚鞋类带动，ASP28.4 美元同减 4.4%，主因低价运动产品占比提升+原材料价格下调。

按产品类别划分，制造业务收入中奢华及时尚类同增 2.8%，销额占 35.5%，运动同增 6.7%，占 44.5%，休闲同减 2.1%，占 20%。

按地区划分，北美同增 7.7%，欧洲同减 2.5%，中国同增 1.2%，亚洲（不含中国）同增 7.4%，其他地区同减 3.5%。

24 年公司毛利率 24.9%，同增 0.3pct，主要系客户组合持续优化。

经营利润 1.8 亿美元，同增 15.7%，OPM11.9%同增 1.2pct；

公司经调整不包括与集团投资 LanvinGroup 计算净利 1.7 亿美元同增 16%，经调整净利率 11.1%同增 1.2pct。全年每股股息 171 港仙，同增 66%，派息率 71%。

扩大并多元化客户组合

公司持续强化品类组合，以更好配合独特的优势及能力，主要包括：

(1) 进一步深化与全球主要运动品牌的合作关系，利用我们在差异化及复杂产品方面的产品开发能力，在该等品牌继续扩大运动休闲及以奢华定价的鞋履品类引领创新的同时，向其提供支援并共同成长。

(2) 与其他寻求开拓运动及运动休闲等鞋履系列的奢华及高端时尚品牌携手合作，成为其在设计、商业化及制造等每个阶段的紧密合作方。

(3) 将更多成熟但快速增长且正在引领运动休闲时尚潮流的精品运动及时尚鞋履品牌加入客户组合。

优化产能配置，25 年有望完成三年规划目标

公司预计随着继续向具优越表现的高端时尚类别客户增加出货量，并开始向运动类别的新客户发货，受到外部环境变化的不利因素将被部分抵消，并将有助 2025 年整体出货量适度增长。公司将继续优化奢华及高端时尚两产品类别的产能分配，并且非运动鞋履制造设施将继续以接近饱和的使用率运营。

公司三年规划所列目标已基本实现，2025 年首要任务将是逐步提升印尼梭罗市及孟加拉新厂产能，同时确保高质量的增长。尽管公司预计利润增长速度将有所放缓，但有望继续实现三年规划所设定的 10%经营利润率及低十数百分比除税后利润复合年增长率目标。

公司在印尼梭罗市新工厂引入新品牌及款式，同时提升工人技术水平与品质标准，此举能更均衡地分配越南及中国内地工厂的奢华及高端时尚鞋类订单（两者产品复杂程度、开发及品质要求相近）。此外，孟加拉新增工厂的建造按计划进行，并于 2024 年底完工。这些努力让产能进一步多元化，能够服务更优质的客户组合，公司计划 2025 年中国/越南/亚洲其他地区鞋履生产分布各占 24% (-3pct) /52% (+1pct) /24% (+2pct)。

更新盈利预测，维持“增持”评级

根据 24 年年报，我们调整公司 25-26 年盈利预测，并更新 2027 年盈利预测；我们预计 FY25-27 年营收分别为 16.2 亿美元、17.2 亿美元、18.2 亿美元（25-26 前值为 17.6 亿美元、19.2 亿美元）；

归母净利润 1.8 亿美元、2.0 亿美元、2.2 亿美元（25-26 年前值为 1.9 亿美元、2.1 亿美元）；

对应 EPS 为 0.22 美元、0.24 美元、0.27 美元。

风险提示：客户订单下滑，原材料剧烈波动，人工成本上涨，汇率波动，关税和贸易政策变化。

中国石化 (600028)：2024 年归母净利润 503 亿，随着地炼整顿市场格局或向好

张樨樨 zhangxixi@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110517120003

公司 2024 年归母净利润 503 亿

2024 年公司归母净利润 503 亿，同比-16.8%；扣非后归母净利润为 481 亿，同比-20.8%。Q4 归母净利润 61 亿，扣非后归母净利润 41 亿，如果把 45 亿资产减值损失还原，单季度扣非归母净利润为 77 亿。

上游油气勘探板块：主要得益于成本降低

稳油增气。2024 年实现油气当量产量 515 百万桶，同比+2.2%，其中原油产量同比+0.3%，天然气产量同比+4.7%。

2024 年实现油价同比-1.7%，实现气价同比+1.5%。

2024 板块经营收益同比+114 亿，或主要来自降本：1) 进口 LNG 采购成本-64 亿；2) 石油特别税金及矿权出让收益金同比-61 亿；3) 勘探费同比-17 亿。

炼化板块：2025 地炼整顿，经济向好，下游利润或有望修复

2024 年由于中国成品油消费低迷影响，公司原油加工量同比-2%，汽柴煤产量分别同比+2.6%、-10.3%、+8.6%。2024 年炼油单位利润 0.5 美金/桶加工量（同比-1 美金/桶加工量），因航煤裂解价差同比变差，以及汇率差因素。2024 年公司化工盈利持续低迷，化工单位利润-0.5 美金/桶加工量（同比几乎持平）。我们预计 2025 年地炼整顿，下游利润有望修复。

2025 年资本开支持续放缓

2025 年计划资本支出 1643 亿元（同比-6%），其中上游 767 亿（同比-7%），化工 449 亿（同比基本持平），炼油 223 亿（同比-24%），营销分销 145 亿（同比+3%）。

盈利预测与投资评级

原预测 2025/2026 年归母净利润为 580/687 亿，现由于对成品油需求达峰的担忧，调整 2025/2026 归母净利润为 555/562 亿元，新增 2027 年归母净利润预测为 617 亿元，PE 分别为 13/13/11 倍，假设 2025-2027 年派息率为 70%，A 股分红收益率预计为 5.5/5.6/6.1%，H 股分红收益率对应为 8.4/8.5/9.3%，维持“买入”评级。

风险提示：经济衰退带来的油价下行风险；项目投产不及预期的风险。

卓越教育集团 (03978)：稳扎稳打持续突破

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

素质转型成果显现，AI 助力提质增效

公司收入 11.02 亿，同增 125.2%；净利 1.92 亿，同增 114%，核心业务表现亮眼，素质转型成果显著，AI 技术赋能教育场景。

2024 年卓越在素质教育领域实现历史性突破，收入 7.1 亿，占总收入 64.7%，同比增长 411.7%，成为收入增长核心动力。辅导项目收入稳步增长 25.2%至 1.81 亿元；全日制复读业务收入微增 1%至 2.1 亿元，市占率提升。

全年毛利率 46.3%，银行存款余额 11.2 亿，同比增长 124%，合约负债 6 亿元，同比增长 184%。财务指标的强劲，说明家长素质教育消费的需求持续增长，为公司未来发展提供坚实保障。

AI 技术全面赋能，教学效率提升

公司坚定推进“AllinAI”战略，对迭代多年的“鲸准教系统”进行 AI 升级，构建“千人千面”学习路径，精准预测学生薄弱环节，针对性提升成绩；其中，作文智能批改系统已成功落地，并在初中阶段稳定应用，大幅提高了教师的批改效率。

青椒 AI 助教已经上线，大幅提升老师们的备课效率与教学内容质量。老师们将有更多的时间精力，投入到课堂呈现形式的研究，以及关注学生的身心健康与发展，及时调整教学策略，实现个性化教学的动态优化。公司在内部上线多款智能体，初步形成覆盖教学、管理与服务 AI 生态系统。

深化 AI 应用，加速异地扩张

公司将正式推出个性化推题功能，打磨基于 AI 数据分析和能力建模的学习分层体系，结合学生的日常学情推荐符合其实际需要的题目练习并配以讲解，协助孩子找到最佳学习路径。

AI 技术部门还将根据公司业务场景的应用需求，加快 AI 在各业务环节和管理环节的部署，为老师们开发定制化 AI 产品，进一步提升教学质量，致力于为教育领域带来更多的变革与进步。

此外，公司还将加大在深圳、佛山资源投入，包括新增网点、引进优秀教师、优化教学设施、改善教学环境等，提升品牌知名度和市场竞争力，以优质的教育服务赢得更多学生和家長认可，助力当地教育事业发展。

调整盈利预测，维持“买入”评级

基于 2024 年全年业绩，我们调整 2025-26 年盈利预测，并新增 2027 年盈利预测，我们预计 25-27 年收入分别 21.1 亿人民币、26.8 亿人民币、34.0 亿人民币（25、26 年原值为 20 亿人民币、25.5 亿人民币）；

调后归母净利润分别 3.14 亿人民币、3.97 亿人民币、5.06 亿人民币（25、26 年原值为 2.8 亿人民币、3.4 亿人民币）；EPS 分别 0.37 元、0.47 元、0.6 元。

风险提示：政策风险；新业务风险；管理风险；运营成本上升风险；公司流通市值较小风险

中煤能源（601898）：净利润稳定性较高，对股东回报重视度较高

张樨樨 zhangxixi@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110517120003

净利润表现较为稳定

公司 2024 年实现营业收入 1893.99 亿元，同比-1.9%；营业成本达 1422.79 亿元，同比-1.6%；实现归母净利润 193.23 亿元，同比-1.1%；扣非归母净利润达 191.02 亿元，同比-1.3%；经营性现金流净额达 341.40 亿元，同比-20.5%。

煤炭业务稳定增长，成本控制能力较强

公司 2024 年煤炭业务实现营业收入 1607.12 亿元，同比-1.2%，其中自产商品煤实现营业收入 773.03 亿元，同比-4.1%。煤炭业务营业成本全年为 1210.84 亿元，同比-0.9%，其中自产商品煤营业成本为 387.74 亿元，同比-5.7%。

全年商品煤产量达 1.3757 亿吨，同比+2.5%，其中动力煤产量达 1.2617 亿吨，同比+2.3%，炼焦煤产量为 1140 万吨，同比+4.4%。全年商品煤销量达 2.8483 亿吨，同比几乎持平，其中自产商品煤销量达 1.3763 亿吨，同比+2.8%。此外，公司成本控制能力较强，自产商品煤单位销售成本为 281.73 元/吨，同比-8.2%，主要是因为 2023 年四季度获得的生产接续资源相应增加了产量储量法摊销基数等使吨煤折旧及摊销成本同比减少等原因。

受益于煤价下跌，单位销售成本有不同幅度减少

2024 年煤化工业务营业收入 205.18 亿元，同比-4.1%。同期，营业成本 174.06 亿元，同比-3.8%，主要是煤价下跌所致。除尿素因大修导致销售成本提高外，其他产品单位销售成本均有不同幅度减少。煤化工产品全年产量达 569 万吨，同比-5.7%，销量为 584.2 万吨，同比-4.6%。

对股东回报重视度较高

根据公司 2024 年度利润分配方案，公司年度现金分红金额合计约为 63.55 亿元（包括中期分红 29.36 亿元），分红支付率约为 35%。公司坚持长期稳定的现金分红，且提高了分红频次，向全体股东派发特别分红 15 亿元，全年共计派发现金分红 103 亿元。另外，公司较为重视市值管理，通过报告编制，建立与投资者的沟通渠道，体现公司对市值管理、投资者汇报的重视度较高。

盈利预测与估值：原本我们预测 2025-2026 年归母净利润为 198.65/205.23 亿元，考虑到煤价下行风险，将 2025-2026 年归母净利润预测调整至 175/177 亿元，并新增 2027 年预测 182 亿元，对应 EPS 分别为 1.32/1.34/1.37 元/股，维持

“增持”评级。

风险提示：煤价大幅波动风险；经济下行风险；煤炭供给超预期增长风险；煤化工产能过剩风险；利润分配方案尚需提交公司股东大会批准。

中国神华（601088）：业绩稳定性强，重视股东回报

张樨樨 zhangxixi@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110517120003

煤电运一体化大幅提升公司业绩稳定性

公司 2024 年营业收入达 3383.75 亿元，同比-1.4%，归母净利润 586.71 亿元，同比-1.7%，扣非归母净利润达 601.25 亿元，同比-4.4%。公司煤电运一体化大幅提高了业绩的稳定性，2024 年煤价跌幅约为 11.44%，净利润下滑幅度大幅小于煤价跌幅。

成本控制能力强，高长协比例为业绩稳定性做出重大贡献

2024 年煤炭板块营业收入达 2686.18 亿元，同比-1.7%，营业成本达 1880.66 亿元，同比+1.2%。全年商品煤产量达 3.271 亿吨，同比+0.8%，商品煤销量达 4.593 亿吨，同比+2.1%，其中自产煤销量达 3.27 亿吨，同比+0.5%。公司吨煤成本较为稳定，2024 年全年为 179 元/吨，同比+0%，其中人工成本有较明显上升，折旧及摊销下滑程度最大。公司年度长协销售价格较为稳定，在公司销售量占比达到 53.6%，年度长协销售价格为 491 元/吨，同比-1.8%，因此公司综合吨煤售价跌幅大幅小于煤价跌幅。

发电量有所增长，但小时数略有回落

2024 年电力板块营业收入达 942.17 亿元，同比+2%，营业成本达 788.32 亿元，同比+2.7%。全年总发电量达 2232.1 亿度，同比+5.2%，总售电量 2102.8 亿度，同比+5.3%，其中燃煤发电量达 2174.5 亿度，同比+4.8%。各电源加权平均发电利用小时为 4960 小时，同比-4%，其中燃煤发电为 5030 小时，同比-3.7%。

分红比例持续提升，对投资者回报重视度高

根据公司 2024 年度利润分配公告，拟派发现金红利人民币 449.03 亿元，分红支付率为 76.5%。公司自承诺 2022-2024 年现金分红比例不低于 60%以来，分红金额保持稳定、分红支付率持续提升，三年比例分别达到 72.8%、75.2%和 76.5%，且提出了 2025-2027 年股东回报方案，提高每年度最低现金分红比例 5 个百分点至 65%，并考虑适当增加分红频次，体现公司非常重视投资者回报。

盈利预测与估值：原本我们预测 2025-2026 年归母净利润为 587/592 亿元，考虑到煤价下行风险，将 2025-2026 年归母净利润预测调整至 540/541 亿元，并新增 2027 年预测 548 亿元，对应 EPS 分别为 2.72/2.72/2.76 元/股，维持“买入”评级。

风险提示：煤炭供给超预期释放；宏观、电力需求不及预期；水电发力超预期；煤炭进口量超预期；煤矿安监力度不及预期；利润分配方案尚需提交公司股东大会批准。

家用电器：AWE2025：AI 与产业共振，高端化+创新趋势凸显——25W12 周度研究

孙谦 sunqiana@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110521050004

【周度研究聚焦】AWE2025：AI 与产业共振，高端化+创新趋势凸显

3 月 23 日，2025 年中国家电及消费电子博览会（AWE2025）在上海新国际博览中心圆满闭幕，本届展会历时四天，共吸引了超千家全球领先的家电和消费电子企业参展，数万件智慧生活产品及方案亮相。作为上海市商务委员会大力支持的“首发经济”重点活动之一，AWE2025 以“AI 科技、AI 生活”为主题，凭借全球产品与技术首发所产生的强大集聚效应，展现了“家+AI”、“娱乐+AI”、“健康+AI”、“机器人+AI”、“车+AI”、“城市+AI”的全场景智慧生活。活动期间还举办多场高规格行业峰会、国际贸易对接会及形式多样的促销费活动。通过这些活动，进一步推动家电及消费电子行业的深度融合发展，彰显智能、低碳、高端产品为生活品质带来的显著升级。

智能化：AI 驱动产业跃迁，智慧生态进程加速。AWE 展会上，各大品牌展现了 AI 技术对家电、智慧家居、智慧娱乐、智慧出行、智慧能源等多元领域的深度深耕与规模化落地成果，从基础的语音交互、便捷的家居控制、高效的节能减排，拓展至依托 AI 大模型赋能的个性化体验塑造、自动学习能力构建，以及自适应优化功能实现，在诸多维度提升家电产品智能化水准，为行业发展注入长期成长动能。

高端化：专注技术赋能，持续拉升产品定位上限。本次 AWE 展会上，以黑电领域为代表的搭载前沿显示技术的革命性产品层出不穷。海信方面，公司展示全球首款 116 英寸 RGB-MiniLED 电视 UX（发布 85/100/116 英寸三个尺寸，新品首发价分别 27999/49999/99999 元），在海信先进的信芯 AI 画质芯片和 RGB-MiniLED 背光芯片加持下，实现了光色同控，这款电视的光源光色控制精度达到了传统液晶电视的 3 倍以上，实现降低能耗的同时实现更高的画面对比度和色彩准确性；同时海信在全球首发的 136 和 163 英寸 MicroLED 电视 UX，集成 2488 万颗 MicroLED 芯片，打造出符合广播级监视器标准的 MicroLED 显示画质，最大支持定制到 271 英寸。TCL 方面，公司亮相全球首款第四代液晶电视 Q10L 系列，该系列以行业首创的“极景·无黑边”，彻底打破了传统液晶电视的边框限制，并采用万象分区技术实现超十亿级精准控光。

创新化：顺应用户需求，三筒洗衣机、机械臂扫地机等产品应运而生。在消费者对分区洗护需求的催化下，本次 AWE 展会上海信、海尔等品牌推出三筒洗衣机产品，海信发布全球首台 4 合 1 热泵洗烘一体机——海信棉花糖 Ultra 全家筒，容量包含 13kg 洗衣机+9kg 干衣机+1kg 婴儿洗烘一体机+1kg 内衣洗烘一体机；海尔则展出子品牌 Leader 三筒懒人洗衣机，其拥有 1 个容量为 10.5kg 的大筒+2 个 1kg 容量的小筒，该产品预售价为 4999 元，国补后的价格为 3999 元。清洁电器领域，石头展出 G30Space 探索版，该产品采取行业首创 5 轴折叠仿生机械手，智能地适应三维空间，实现高效清洁和智能辅助收纳。

投资建议：1) 更加重视分红与业绩确定性。本周起市场逐渐进入年报与一季报业绩期，如家电板块中美的/海尔/海信家电/海信视像等重要公司均要发布年报与年度分红，我们认为家电板块良好的业绩、近年来持续走高的分红水平有望将带动行业股价走强。2) 内销逐渐进入旺季。4Q24 以旧换新销售的透支及政策过渡真空期等不利因素正在逐渐消除，4 月空调行业即将迎来旺季及 5 月 618 大促，终端零售环比有望进一步走强。因此，我们认为家电行情有望迎来强势期，建议重点关注白电、黑电、清洁等。

标的推荐：1) 大家电：如【美的集团】/【格力电器】/【海尔智家】/【海信家电】；2) 小家电：如【科沃斯】等；3) 黑电：如【TCL 电子】/【海信视像】；4) 其他家电：推荐【盾安环境】(与机械组联合覆盖)/【德昌股份】，建议关注【华翔股份】；5) 厨大电：如【华帝股份】/【老板电器】。

风险提示：房地产市场景气程度回落；汇率波动风险；原材料价格波动风险；新品销售不及预期。

商贸零售：永辉超市：名创优品 CEO 领衔组织重塑，供应链重塑+区域聚焦打开盈利拐点

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

叶国富挂帅改革攻坚小组，锚定“四化三力”战略纵深突破

3 月 17 日，永辉超市召开 2025 年第一次临时股东大会，表决通过第六届董事会非独立董事等议案。董事长张轩松继续留任，CEO 由宣布成立的改革领导小组代行。改革小组成员包括：王守诚、罗雯霞、林红东、曾凤荣、吴凯之、甘旺亨、张卫东、朱静和刘少强，前六名均为永辉副总裁，名创优品 CEO 叶国富担任该小组组长，推进永辉超市“433”改革规划(即“四化三力三变”)，“四化”为国际化、现代化、职业化、专业化，“三力”为学习力、执行力、创造力，“三变”为组织变革、运营变革、供应链变革，具体来看：

- 1) 组织端，运营层级由四级压缩至“总部-大区-门店”的三级模式，全国划分为 28 个大区，提升管理效率。
- 2) 运营端，继续学习胖东来模式，聚焦品质零售，商品 SKU 配置控制在 8000-15000 的范围内。
- 3) 供应链端，推动裸价直采、开发自有品牌(2025 年计划上架 60 支新品，孵化 10 支亿元级超级战略大单品，3-5 年自有品牌占比目标 40%)，去掉中间商，保留一线品牌和特色产品，提高产品经营能力。

明确 2025 年关键词为“减亏”，通过“三提两降”(提人效/业绩/毛利、降成本/费用)优化盈利，计划调改门店 200 家、关店 250-350 家，2026 年完成所有存量门店的调改。由原先的大卖场模式逐渐过渡到 2000-3000 平方米左右的小型超市和高品质社区超市。到家业务方面，2025 年对标即时零售，聚焦线上商品能力及即时零售模式探索，通过 MVP 测试拓展场景，试点新城市及店仓模式扩张，推进全国多城线上盈利。

战略收缩聚焦核心区域，黑吉市场退出推动资源优化配置

此前，永辉超市基于资源整合与能力聚焦考量，将黑龙江和吉林两地共 12 家门店转让于比优特，意味着永辉将退出经营十余年的黑、吉市场，仅保留辽宁 5 家门店。这一举措是其全国性“调改”战略的延续，契合永辉 2025 年关闭 250-350 家低效门店、聚焦核心区域与业务的规划，通过剥离东北非核心资产，有望回笼资金、降低运营成本，为其全国门店调改及供应链等变革提供资源支持，助力长期业绩改善与盈利能力提升。

投资建议：永辉超市通过组织扁平化、业态小型化等举措，聚焦品质零售，系统性重构人货场效率，利润端有望进一步改善。我们认为当前公司正处于改革红利释放期，零售模型的可复制性有望支撑长期增长，建议积极关注。

风险提示：行业竞争加剧，门店调改进度不及预期，宏观经济不及预期。

食品饮料：食品饮料周报：糖酒会反馈平稳，关注估值修复机会

张潇倩 zhangxiaolian@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110524060003

市场表现复盘

本周(3 月 17 日-3 月 21 日)食品饮料板块/沪深 300 涨跌幅分别-4.03%/-2.29%。具体板块来看，本周软饮料(-0.31%)、啤酒(-1.06%)、肉制品(-1.74%)、调味发酵品(-2.92%)、保健品(-3.59%)、烘焙食品(-3.62%)、白酒(-4.12%)、预加工食品(-4.31%)、零食(-4.62%)、其他酒类(-5.24%)、乳品(-6.39%)。

周观点更新

白酒：糖酒会反馈平稳，持续关注估值修复机会。本周白酒板块-4.12%，其中古井贡酒、泸州老窖、水井坊、山西汾酒、贵州茅台等龙头酒企跌幅靠前。我们认为，本周板块整体情况符合预期(前期板块已因对消费&地产等层面预期逐步抬升，使得估值小幅修复，后续股价抬升或需基本面/终端动销预期等支撑)，短期虽行业整体仍面临去库存压力，但酒厂端主动控货背景下主流单品批价走势预期相对积极。本周珍酒李渡、舍得酒业、金徽酒发布年报，

珍酒李渡 2024 年营收/经调净利润分别同比+0.5%/+3.3%；金徽酒 2024 年营收/归母净利润分别同比+18.59%/+18.03%；舍得酒业 2024 年营业收入/归母净利润分别同比-24.41%/-80.46%。我们看好后续淡季窗口期下，潜在消费政策落地&房地产预期企稳或推升板块 PE 机会（PE 先于 EPS，预期先于 PE）：①强 α 主线：今世缘/山西汾酒/迎驾贡酒/贵州茅台等；②顺周期 β 主线：泸州老窖/酒鬼酒/水井坊/舍得酒业等。

啤酒&饮料：餐饮呈现弱复苏，关注业绩交流会指引。本周发布社零数据，1-2 月餐饮收入同比+4.3%、限额以上餐饮收入同比+3.6%，呈现复苏态势。1-2 月规模以上啤酒产量同比-4.9%、饮料类销售额同比-2.6%；预计系春节错位影响。2 月大麦进口价同比-10.4%，成本红利持续释放。本周披露业绩，华润啤酒 2024 年营收同比-0.8%（啤酒销量同比-2.5%，喜力增长近 2 成）、股东应占溢利同比-8%；华润饮料 2024 年营收同比+0.05%、股东应占利润同比+23.12%。我们认为，随着促消费政策落地，25 年餐饮、夜场需求有望好转，关注板块估值和基本面的修复。

大众品：看好潜在顺周期下三大投资主题机会。本周大众品板块出现回调，其中阳光乳业（+26.38%）/贝因美（6.93%）涨幅在食品饮料板块居前。大众品方面我们继续持续重点推荐乳制品板块；零食方面，本周卫龙涨幅继续居前（系入通估值持续修复+魔芋赛道红利逐步释放），有友食品发布 24 年财报表现优秀。食品方面关注“餐饮”/“出海”/“原奶拐点”三大主题投资机会。

白酒核心产品批价

3 月 21 日，25 年茅台（原/散）批价分别为 2215 元/2180 元，较上周变动-10 元/-20 元；普五（八代）批价 950 元，较上周变动 0 元；国窖 1573 批价为 870 元，较上周变动 0 元。

板块投资建议

我们认为：当前白酒机会整体大于大众品。【港股食饮】建议关注：青啤 H、华润啤酒、百威、蒙牛乳业、卫龙美味、悠然牧业、康师傅、统一等。【白酒板块】推荐 α 相对强&享受一定价位 β 红利的白酒龙头酒企：①强 α 主线：今世缘/山西汾酒/迎驾贡酒/贵州茅台等；②顺周期 β 主线：泸州老窖/酒鬼酒/水井坊/舍得酒业等。【大众品】大众品方面我们短期重点推荐乳制品板块以及百润股份；我们建议关注，①“餐供”条线（经济 β）：安井食品/立高食品/宝立食品/日辰股份/颐海国际/中炬高新等；②“休闲零食”（旺季）条线：卫龙美味/三只松鼠/盐津铺子/洽洽食品/西麦食品等；③出海条线：安琪酵母/仙乐健康/甘源食品等；④“乳制品”条线（潜在上游原奶拐点+需求有望升温）：悠然牧业/蒙牛乳业/伊利股份/新乳业等。

风险提示：供过于求；食品安全风险；需求疲软；市场同质化产品竞争加剧。

社会服务：九华旅游：24Q4 业绩强劲增长，客运业务提振表现，区域旅游综合体加速落地

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

九华旅游发布 2024 年报，24Q4 表现亮眼、全年稳步增长

2024 年，九华旅游实现营业收入 7.6 亿元、同比增长 5.6%，归母净利润 1.9 亿元、同比增长 6.5%，扣非归母净利润 1.8 亿元、同比增长 5.9%。其中，24Q4 实现营收 1.95 亿元、同比增长 20.65%，归母净利润 0.3 亿元、同比增长 41.8%，扣非归母净利润 0.30 亿元、同比增长 44.1%。

2024 年利润分配计划：拟每 10 股派发现金股利 6.80 元（含税），合计派发现金股利 7526.24 万元，现金分红率达 40.46%。

客运业务拉动整体增长、索道与酒店业务稳定

业务分拆：2024 年索道业务收入 2.9 亿元、同比微降 0.6%，酒店业务收入 2.4 亿元、同比增长 1.05%，客运业务收入 1.6 亿元、同比增长 31.2%，旅行社业务收入 0.6 亿元、同比下滑 7.5%。九华山交通转换中心功能提升项目于 2024 年春节开始投入使用，停车位扩容，带动客运业务增长，其他业务保持稳定发展。

毛利率整体提升、成本控制得当

2024 年，公司毛利率为 50.2%、同比提升 0.6pct，归母净利率为 24.3%、同比提升 0.2pct。分业务看，酒店/索道缆车/客运/旅行社业务毛利率分别同比下滑 2.4pct/提升 0.02pct/提升 3.8pct/提升 3.6pct。费用率方面，销售和管理费用率分别同比降低 0.1pct、0.2pct，整体盈利能力稳步增强。

2025 年展望积极，推进基础设施建设、优化业务布局

公司 2025 年的收入目标 8.40 亿元、净利润目标 2.05 亿元，同比增速均为 10%（2024 年收入、净利润目标完成度分别达 102%和 106%）。未来，公司将持续推进狮子峰景区客运索道建设，推动九华山百岁宫缆车升级改造，有序推进酒店升级改造项目，聚焦主业、积极把握旅游投资项目和机会。

构建区域旅游综合体、拓展多元收入来源

公司以“打造区域旅游综合体”为发展目标，加快餐饮品牌、农副土特产和文创产品的布局。重点项目包括合肥餐饮店和九华山健康素食馆建设，以及狮子峰景区索道项目的推进等。此外，公司还在积极储备新项目，以增强未来市场竞争力。

风险提示：天气扰动经营、新项目不及预期、交通改善效果不及预期等。

家用电器：2025 年消费政策新动态——25W11 周度研究

孙谦 sunqiana@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110521050004

【周度研究聚焦】2025 年消费政策新动态

政策梳理：完善机制加力扩围实施“两新”

2024 年 12 月 12 日，中央经济工作会议：2024 年 12 月，中央经济工作会议对消费领域高度重视，“扩内需”紧迫性有所提升，对消费领域的支持力度明显加大，强调加力扩围实施“两新”政策。

2025 年 1 月 8 日，国家发展改革委关于 2025 年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知：1) 加力推进设备更新；2) 扩围支持消费品以旧换新；3) 加快提升回收循环利用水平；4) 充分发挥标准提升牵引作用；5) 加强组织实施。

2025 年 1 月 22 日，《乡村全面振兴规划（2024—2027 年）》：全面促进农村消费。推进县域商业体系建设，健全电子商务和物流服务体系，建设县域集采集配中心，推动客货邮融合发展，加快消费扩容。加大面向农村的产品创新和营销力度，支持新能源汽车、绿色智能家电等下乡，深入实施消费品以旧换新行动，鼓励信息消费，推进消费升级。发展农村生活服务业，实施农村消费市场净化行动，完善消费配套设施。

2025 年 2 月 23 日，国务院关于进一步深化农村改革扎实推进乡村全面振兴的意见：着力推进乡村建设，推动基础设施向农村延伸，推动农村消费品以旧换新，完善废旧家电等回收网络；持续巩固拓展脱贫攻坚成果，守牢不发生规模性返贫致贫底线，加强消费帮扶平台企业和产品管理。

2025 年 3 月 5 日，两会政府工作报告：1) 安排超长期特别国债 3000 亿元支持消费品以旧换新；2) 落实和优化休假制度，释放消费潜力；3) 相关补贴方面，适当提高退休人员基本养老金，制定促进生育政策，发放育儿补贴。

2025 年 3 月 13 日，2025 年国民经济和社会发展计划草案的报告：加力扩围实施“两新”政策。安排超长期特别国债 5000 亿元支持大规模设备更新和消费品以旧换新，统筹投资、财政、金融等综合性政策，深入推进设备更新、消费品以旧换新、回收循环利用、标准提升四大行动。进一步加大重点领域设备更新项目支持力度，加力实施设备更新贷款贴息，加快存量设备评估诊断和项目储备。进一步支持消费品以旧换新，扩大汽车报废更新支持范围，完善汽车置换更新补贴标准，实施手机、平板等数码产品购新补贴，积极支持家装消费品换新，简化补贴申领和支付流程，完善资金监管机制，严厉打击价格欺诈和违规骗补套补行为。

2025 年 3 月 16 日，《提振消费专项行动方案》：为大力提振消费，全方位扩大国内需求，以增收减负提升消费能力，以高质量供给创造有效需求，以优化消费环境增强消费意愿，针对性解决制约消费的突出矛盾问题，现就实施提振消费专项行动制定本方案。1) 城乡居民增收促进行动；2) 消费能力保障支持行动；3) 服务消费提质惠民行动；4) 大宗消费更新升级行动；5) 消费品质提升行动；6) 消费环境改善提升行动；7) 限制措施清理优化行动；8) 完善支持政策。

风险提示：房地产市场景气程度回落；汇率波动风险；原材料价格波动风险；新品销售不及预期。

港股周报（2025.3.17-2025.3.21）：财报季验证盈利韧性，持续看好港股中概

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

本周港股三大指数震荡分化，恒生指数周跌 1.13% 至 23689.72 点，恒生科技指数跌幅 4.10%，国企指数周跌 1.53%。受美联储维持利率不变、点阵图暗示 2025 年仅降息两次的影响，市场风险偏好受挫。在中共中央办公厅、国务院办公厅近日印发《提振消费专项行动方案》等政策提振下，南向资金单周净流入 214.68 亿元。

消息面上，国家统计局发布 1-2 月份国民经济数据，数据显示，1-2 月社会消费品零售总额同比增长 4.0%，固定资产投资增长 4.1%，工业增加值增长 5.9%，经济基本面温和复苏。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》，提出“稳股市、稳楼市”，加快中长期资金入市，强化央企国企市值管理。特朗普宣布将于 4 月 2 日征收广泛对等关税，特定行业额外加征，引发全球贸易摩擦担忧。美联储维持基准利率 4.25%-4.50% 不变，但下调 2025 年经济增长预期并上调通胀预期，市场对降息路径预期分歧加大。

公司方面，科技与消费龙头业绩亮眼，新势力与消费复苏。腾讯控股 2024 年营收 6602.6 亿元，同比增长 8%，净利润 1940.7 亿元，同比增长 68%，AI 投入加速，广告与游戏业务双轮驱动，计划 2025 年增加股息 32% 并回购 800 亿港元股份。小米集团 2024 年营收 3659 亿元，同比增长 35.0%；经调整净利润人民币 272 亿元，同比增长 41.3%，汽车业务交付超 13.6 万辆，2025 年目标提升至 35 万辆。拼多多全年总营收为 3938.4 亿元，同比增长 59%。美团全年营收 3376 亿元，同比增长 22%，到店业务订单量增长超 65%，计划试点骑手社保方案，加码 AI 与无人配送技术。名创优品全年营收 170 亿元，同比增长 22.8%，海外收入占比接近 40%，门店净增 1219 家，收购永辉超市 29.4% 股权完成交割，推动供应链协同。小鹏全年总收入达 408.7 亿元，同比增长 33.2%，交付量同比增长 34.2%，毛利率四季度提升至 10%，一季度预计交付 9.1 万辆—9.3 万辆。蔚来全年总收入 657.32 亿元，毛利率为 9.9%。布鲁可全年营收为 22.4 亿元，较上年同期的 8.77 亿元增长 155.6%。腾讯音乐全年总收入 284 亿元，调整后净利润 81.4 亿元。贝壳全年总交易额 3.34 万亿元，同比增长 6.6%；净收入 935 亿元，同比增长 20.2%。IPO 方面，3 月 21 日，维昇药

业-B (2561.HK) 发行价 68.8 港元，上市首日平收，募资 7.83 亿港元。

建议关注：

- 1) 科技与 AI 主线：【腾讯控股】、【美团】、【快手】、【阿里巴巴】、【哔哩哔哩】、【贝壳】、【网易】；
- 2) 新势力：【小米集团】、【理想汽车】、【小鹏汽车】；
- 3) 消费复苏弹性：【泡泡玛特】、【名创优品】、【蜜雪冰城】、【瑞幸咖啡】；
- 4) OTA&出行：【携程集团】、【同程旅行】。

(注：美团、泡泡玛特、名创优品、商社联合覆盖；理想汽车、小鹏汽车为海外&传媒、汽车联合覆盖；贝壳为海外&传媒、建筑建材联合覆盖。)

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

潮玩：名创优品 24Q4 点评：全球门店突破 7700 家，全年毛利率 44.9%创历史新高

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

事件：根据 2025 年 3 月 21 日公告，名创优品 2024 年第四季度整体收入 47.1 亿元，较去年同期同比增长 22.7%；全年收入 170.0 亿元，同比增长 22.8%。分地区来看，四季度中国内地名创优品收入 23.0 亿元，同比增长 6.5%（较 Q3 的 5.7% 增速有所提升）；海外收入 21.3 亿元，同比增长 42.7%。2024 全年，中国内地名创优品收入 93.3 亿元，同比增长 10.9%；海外收入 66.7 亿元，同比增长 41.9%，占总收入比例达 39.3%。

分渠道来看，2024 年全年，名创优品品牌实现营收 160.0 亿元，同比增长 22.0%；TOPTOY 品牌实现营收 9.8 亿元，同比高增 44.7%；其他渠道实现营收 0.8 亿元，同比减少 79.8%。门店网络的扩张来看，截止 2024 年 12 月 31 日，名创优品全球门店总数达 7,780 家，全年净增 1,219 家，超年初开店预期；TOPTOY 门店数量为 276 家，全年净增 128 家，创历史新高。

点评：

名创优品：海外直营加速，单店效率持续优化。中国内地业务稳步扩张。2024 年中国内地收入在 2023 年 36.2% 高基数下实现 10.9% 增长，中国内地门店净增 460 家，三线及以下城市占比提升至 45%，下沉市场持续渗透。四季度，公司中国内地收入增速环比提升 0.8pct，主要受益于门店布局优化及 IP 产品渗透。海外市场持续强劲。2024 年，名创优品品牌海外收入全年增速达 41.9%，直营门店数量翻倍至 503 家，占海外门店的比例达 16.1%，推动毛利率提升。2024 年四季度，海外直营市场收入按可比基准增长 65.5%，代理市场按可比基准增长 17.4%，同店销售额保持中个位数增长。

TOPTOY：盈利持续改善，海外扩张启动。2024 年全年营收达 9.8 亿元，同比增长 44.7%；其中，四季度收入实现 2.8 亿元，同比提升 50.3%，连续四季度盈利。产品结构升级，高毛利品类占比提升。四季度，TOPTOY 海外首店落地泰国曼谷，开启 TOPTOY 海外业务。我们认为，随着公司海外业务有序铺开，与名创优品协同拓店，未来有望复制中国内地增长路径。门店扩张来看，2024 年 TOPTOY 新开店 128 家，总门店数达到 276 家。

IP 战略深化，毛利率创新高。公司 2024 年毛利率为 44.9%，较去年同期上升 3.7pct，创历史新高，主要系海外直营收入贡献占比由去年的 48.4% 提升至今年的 56.7%，TOPTOY 毛利率提升，以及产品组合中盈利能力更高的产品占比提升，推高溢价能力。调整后净利润达 27.21 亿元，同比增长 15.4%。我们认为，随著公司聚焦核心品类，全球化提速，各业务的毛利率或均有所改善。

现金分红与股份回购双轮驱动，全年累计向股东返还资金 15.75 亿元。2024 年，公司共计派发 12.44 亿元现金股息，包括 2024 年 9 月派发的中期股息及 2025 年 3 月宣布的末期股息 7.4 亿元。末期股息为每股普通股 0.0817 美元，约占下半年调整后净利润的 50%。2024 年，公司执行股份回购金额 3.30 亿元，进一步支撑市场信心。同时，董事会批准将 20 亿港元回购计划延长至 2026 年 6 月 30 日，持续优化资本结构。

风险提示：1、消费恢复缓慢；2、拓店不及预期；3、海外经营风险加剧。

近期重点报告

2025 年 03 月 24 日

布鲁可 (00325)：收入结构映射未来方向-买入-孙海洋/曹睿/孔蓉/张彤

华润电力 (00836)：火电盈利同比改善，华润新能源 IPO 获受理-买入-郭丽丽/王钰舒

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

2025 年 03 月 23 日

TCL 电子 (01070)：业绩超预期中枢，前瞻创新 AI 相关产品打造新的增长引擎-买入-孙谦/宗艳/赵嘉宁

A 股策略周思考：如何理解今年内外资在港股市场的分歧？-吴开达/林晨/陈英奇/汪书慧

投资策略：周观 REITs-吴开达/肖峰

2025年03月22日

中原高速（600020）：分红、收购、剥离的潜力-买入-陈金海/李宁

2025年03月21日

陕天然气（002267）：高分红省级管网公司，管输+城燃塑造盈利稳定性-买入-张樨樨/郭丽丽/厉泽昭

中国生物制药（01177）：业绩符合预期，密集催化剂有望持续落地-买入-杨松/刘一伯

理想汽车-W（02015）：纯电产品周期逐步发力，智驾迭代加速协同产品力-买入-孔蓉/孙潇雅

安踏体育（02020）：领跑体育品牌成长-买入-孙海洋

复星医药（600196）：组织结构优化持续进行，创新国际化成果斐然-买入-杨松/刘一伯

途虎-W（09690）：24年经调净利+30%，公司策略锚定份额增长-买入-何富丽/孙潇雅/来舒楠

金融科技：建议关注金融科技企业基本面+估值双击机遇-孔蓉/杨雨辰

行业比较周报：俄乌若止战，潜在的外溢效应-吴开达/孙希民

谁在进，谁在退？：微观流动性跟踪(2025.3.3-2025.3.16)-吴开达/林晨/陈英奇

本地生活行业：中东外卖市场、竞争及美团出海空间测算-孔蓉/杨雨辰

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

平安银行（000001）：非息亮眼，质量稳健-增持-刘杰

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

中国宏桥（01378）：高盈利持续，分红大超预期-买入-刘奕町/陈凯丽

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

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

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

刁潇雅 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 zhaojianing@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 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 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	liujie@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	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com