

4 月金股组合

股票代码	股票名称
600428.SH	中远海特
1519.HK	极兔速递-W
002648.SZ	卫星化学
688019.SH	安集科技
300750.SZ	宁德时代
600600.SH	青岛啤酒
603081.SH	大丰实业
002916.SZ	深南电路

市场指数

指数名称	收盘价	涨跌%
上证综指	3223.64	1.16
深证成指	9754.64	2.25
沪深 300	3735.12	1.31
中小 100	6099.53	2.74
创业板指	1900.53	2.27

行业表现（申万一级）

指数名称	涨跌%	指数名称	涨跌%
商贸零售	4.83	煤炭	0.09
纺织服饰	3.77	公用事业	0.19
有色金属	3.42	农林牧渔	0.52
汽车	3.21	食品饮料	0.64
传媒	3.20	银行	0.68

资料来源：万得，中银证券

中银晨会聚焦-20250411

■ 重点关注

【宏观经济】家庭户二十年变迁*张晓娇 朱启兵。从 2000 年的全国第五次人口普查到 2020 年的全国第七次人口普查，我国家庭户规模不断下降，同时主要家庭户类型也从二代三人户变为一代一人户，家庭户变化的背后有人口流动、人口教育红利、少子老龄化等多方面因素的影响，但从 2020 年七普数据细项来看，我国居民内需仍有较大释放空间。

【宏观经济】黄金价格上涨的逻辑仍在*朱启兵。近年来全球央行黄金储备的增加是推动本轮黄金价格上涨的重要因素，而实际利率等传统因素对本轮金价上涨的解释力不足；2025 年一季度金价的上涨则更多由于避险需求的支撑。未来全球央行黄金储备仍有增长空间，避险需求对金价的推动短期并未结束，实际利率仍有向下的可能性，因此以伦敦现货黄金度量的黄金价格上涨的逻辑仍在。

【食品饮料】贵州茅台*邓天娇。贵州茅台公告 2024 年年报。2024 年公司实现营收 1709 亿元，同比+15.7%，归属母公司股东净利润 862 亿元，同比+15.4%，其中 4Q24 公司营收、归母净利增速分别为 12.8%、16.2%。2024 年公司圆满收官，2025 年公司规划收入目标增速为 9%，稳健前行。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

产品组

证券分析师：王军

(8621)20328310

jun.wang_sh@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300511070001

重点关注

【宏观经济】家庭户二十年变迁—从家庭户的变化看我国居民内需潜力

张晓娇 朱启兵

从 2000 年的全国第五次人口普查到 2020 年的全国第七次人口普查，我国家庭户规模不断下降，同时主要家庭户类型也从二代三人户变为一代一人户，家庭户变化的背后有人口流动、人口教育红利、少子老龄化等多方面因素的影响，但从 2020 年七普数据细项来看，我国居民内需仍有较大释放空间。

从 2000 年的全国第五次人口普查，到 2020 年全国第七次人口普查，二十年期间，我国家庭户数量增速快于总人口增速，但同时家庭户表现出扁平化和小规模化的特点。

2000 年我国家庭户平均规模为 3.46 人/户，2010 年降至 3.09 人/户，2020 年进一步下降至 2.62 人/户。通过分析，我们发现我国家庭户基本情况和变化情况有两个明显特点：一是地区特点鲜明，不仅是家庭户的分布具有鲜明的地区特点，家庭户的变化情况也有鲜明的地区特点；二是与经济增长和人口流动有较强的相关性。

从 2000 年到 2020 年的二十年间，我国家庭户住房条件已经有较大的进步和改善，但考虑到全国不同地区的现有住房条件和全国范围内的人口流动，我们认为家庭户住房需求仍有较大空间。

家庭户由人构成，按照老中青幼的大致分类看，家庭户人员构成的变化，对居民收入来源、收入结构以及支出结构等方面都有较大释放影响。

对比六普和七普两次人口普查数据可以发现，我国 60 岁以上老人的主要收入来源结构出现明显改善，并且老人的居住状况也出现了显著变化。我国的老年人消费增长空间有望打开，银发消费或是未来快速增长的方向。

中年人的大宗消费潜力较大。从七普数据看，58.33% 的家庭户在 2020 年没有汽车，16.13% 的家庭的汽车在 10 万元以下，17.77% 的家庭的汽车价格在 10-20 万元区间，整体来看，我国家庭汽车保有量整体有增加的空间，同时汽车消费单价也有上升的空间。

青年阶段的时间相对较短，但要面对至少三方面的问题：一是婚育，二是就业，三是收支矛盾。青年消费能力释放需要解决我国平均初婚年龄不断上行、青年人口的调查失业率相较中年人口偏高、住户消费贷款需求上升等问题。

综上，从家庭户变化的角度看，我国经济发展潜力依然巨大，但也存在机遇与挑战并存的情况。我们认为未来一段时间内，居民部门需求端仍有较大发展空间的方向包括：一是以房地产为核心的住房需求，其中既包含由城镇化率提升和流动性人口增加带来的新增购房需求，也包含目前处于租房状态和房龄较长的家庭户的换房需求，以及受多孩政策和老龄化影响而出现的改善性住房需求，二是我国汽车保有量仍有较大提升空间，同时考虑到我国汽车环保标准不断提高，预计部分老旧燃油车也存在更新需求，三是服务性消费需求增长趋势比较明确，包括但不限于教育、医疗、文化娱乐、餐饮服务等方面。我们认为以居民生活改善为内在驱动力的需求释放，需要宏观政策提供相对友好的经济环境：首先是稳定的经济增速和居民就业水平，其次是通过财政支出加力提效，提供城市棚改、生育补贴、社保和医保等托底民生的公共类服务，再者是提供稳定高效安全的金融服务供给，降低居民加杠杆的成本，同时营造制度健全、产品丰富的资本市场。

风险提示：全球通胀二次上行；欧美经济回落速度偏快；国际局势复杂化。

【宏观经济】黄金价格上涨的逻辑仍在—黄金价格点评及后续展望

朱启兵

近年来全球央行黄金储备的增加是推动本轮黄金价格上涨的重要因素，而实际利率等传统因素对本轮金价上涨的解释力不足；2025 年一季度金价的上涨则更多由于避险需求的支撑。未来全球央行黄金储备仍有增长空间，避险需求对金价的推动短期并未结束，实际利率仍有向下的可能性，因此以伦敦现货黄金度量的黄金价格上涨的逻辑仍在。

黄金供求缺口与黄金价格缺乏相关性，即使从黄金需求中与金价相关度较高的投资需求看，2023 年以来，黄金投资需求占比从高位回落，而金价依然持续上涨。

实际利率逻辑可以部分解释近期金价的上涨。以美国 10 年期国债实际收益率度量的实际利率在 2023 年 10 月见顶，黄金随后开启了新一轮上涨。然而，此后美国实际利率处于震荡状态，但黄金价格却持续上涨。

本轮黄金上涨的重要推动者是全球央行。2022 年开始，全球央行的黄金需求从 2021 年的 450 吨迅速上升至每年 1000 吨以上，占黄金需求的比例也从 2021 年的 11.2% 上升至超过 20%。其中主要是新兴市场和发展中经济体持有的黄金储备在迅速增长。其增持黄金的背后大致有两个逻辑：中长期而言，是对以美元为代表的信用货币体系的担忧；短期而言，是对日益紧张的地缘政治局势的担忧。

2025 年一季度黄金的上涨主要来自于避险需求，即特朗普的关税政策导致的不确定性。4 月 3 日，特朗普关税政策最终落地后，黄金出现了明显回调。

截至 2024 年三季度末，全球黄金储备占储备资产的比例仅为 18.2%。其中近年来购买黄金较多的新兴市场和发展中经济体央行占比总体偏低。在全球贸易局势未见缓和前，避险需求仍对黄金构成支撑。在当前市场形势下，美国衰退预期的发酵以及美国金融市场的动荡已经令市场调高了美联储降息的预期，如美联储被迫再度开始降息，则实际利率的回落也将支撑金价。综合判断，我们认为黄金价格上行的逻辑并未发生根本变化，以伦敦现货黄金度量的黄金价格上行的逻辑仍在。

风险提示：贸易局势不确定性，美联储降息力度不及预期。

【食品饮料】贵州茅台—改革成效显著，24 年圆满收官，25 年夯实基础，目标制定稳健务实

邓天娇

贵州茅台公告 2024 年年报。2024 年公司实现营收 1709 亿元，同比+15.7%，归属母公司股东净利润 862 亿元，同比+15.4%，其中 4Q24 公司营收、归母净利增速分别为 12.8%、16.2%。2024 年公司圆满收官，2025 年公司规划收入目标增速为 9%，稳健前行。

支撑评级的要点

2024 年公司营收及归母净利增速均实现较快增长，受益提价及产品结构调整，茅台酒吨价提升。（1）2024 年，公司顺利完成年初既定的 15% 的营收增长目标，其中 4Q24 营收 501 亿元，同比+12.8%，归母净利 254 亿元，同比+16.2%。4 季度公司利润增速快于营收，主要与产品结构优化、非标产品放量有关。（2）分具体产品来看，2024 年茅台酒营收 1459 亿元，同比+15.3%，系列酒营收 247 亿元，同比+19.7%，拆分季度来看，2H24 系列酒增速显著慢于茅台酒，其中 4Q24 茅台酒、系列酒增速分别为 13.9%、5.1%。茅台 1935 提前完成年内任务，叠加批价压力，公司控制系列酒发货节奏。此外，根据同花顺及百荣酒价，1Q24 至 4Q24 飞天批价逐季承压，为维稳批价，公司增加非标产品投放。从量价表现来看，2024 年茅台酒销量、吨价增速分别为 10.2%、4.6%，系列酒销量、吨价增速分别为 18.5%、1.0%。

2024 年直营渠道同比降速，i 茅台拉动作用明显减弱。分渠道来看，（1）直销渠道降速明显，2024 年直销渠道营收 748 亿元，同比+11.3%，收入占比 43.9%，同比降 1.8pct。其中，i 茅台营收 200 亿元，同比降 10.5%，i 茅台对直营渠道的贡献减弱。（2）批发代理渠道受益飞天提价，2024 年营收 958 亿元，同比+19.7%，吨价同比+6.0%。（3）2024 年公司积极走出海外，在不同国家举办“茅台之夜”、“茅台文化节”等活动，强化品牌国际形象，2024 年茅台出口营收突破 50 亿元至 51.9 亿元，同比+19.3%。（4）2024 年公司其他线上平台营收 21 亿元，同比+14.4%。

公司盈利能力稳定，2025 年目标制定务实。（1）2024 年公司归母净利 862 亿元，同比增 15.4%，其中 4Q24 归母净利增速为+16.2%。2024 年公司毛利率、净利率分别为 91.9%、50.5%，同比基本持平，盈利能力保持稳健。（2）2025 年公司制定 9% 的营收增长目标，从具体策略执行来看，茅台酒方面，公司将通过调整茅台酒产品市场投放量及产品结构，稳定普飞批价。此外，将增加差异化产品开发，配适终端及渠道多元化需求，通过调整产品规格，挖掘不同渠道及客户群体增量需求。系列酒方面，2025 年公司规划以茅台 1935 为主体，汉酱、茅台王子酒为“两翼”的“一体两翼”品牌发展战略。根据酒业家及同花顺新闻，2025 年春节茅台 1935 动销表现优异，飞天批价稳定在 2200 元左右。在有效的市场营销策略下，我们认为公司有望顺利完成经营目标。

评级面临的主要风险

渠道库存超预期。宏观经济波动的风险。飞天批价持续下跌。

中银证券研究部

首席经济学家

徐高 S1300519050002 gao.xu@bocichina.com

全球首席经济学家

管涛 S1300520100001 tao.guan@bocichina.com

宏观研究团队

朱启兵 S1300516090001 qibing.zhu@bocichina.com

张晓娇 S1300514010002 xiaojiao.zhang@bocichina.com

刘立品 S1300521080001 lipin.liu@bocichina.com

陈琦 S1300521110003 qi.chen@bocichina.com

固收研究团队

肖成哲 S1300520060005 chengzhe.xiao@bocichina.com

张鹏 S1300520090001 peng.zhang_bj@bocichina.com

策略研究团队

王君 S1300519060003 jun.wang@bocichina.com

徐沛东 S1300518020001 peidong.xu@bocichina.com

郭晓希 S1300521110001 xiaoxi.guo@bocichina.com

徐亚 S1300521070003 ya.xu@bocichina.com

高天然 S1300522100001 tianran.gao@bocichina.com

金融工程研究团队

郭策 S1300522080002 ce.guo@bocichina.com

李腾 S1300522080001 tengli@bocichina.com

宋坤笛 S1300123070004 kundi.song@bocichina.com

杨依晨 S1300123050021 yichen.yang@bocichina.com

郭军 S1300519070001 Jun.guo@bocichina.com

非银金融研究团队

张天愉 S1300521100002 tianyu.zhang@bocichina.com

医药生物研究团队

刘恩阳 S1300523090004 enyang.liu@bocichina.com

梁端玉 S1300523090003 duanyu.liang@bocichina.com

电新研究团队

武佳雄 S1300523070001 jiexiong.wu@bocichina.com

李扬 S1300523080002 yang.li@bocichina.com

机械研究团队

陶波 S1300520060002 bo.tao@bocichina.com

曹鸿生 S1300523070002 hongsheng.cao@bocichina.com

化工研究团队

余嫋嫋 S1300517050002 yuanyuan.yu@bocichina.com

徐中良 S1300524050001 zhongliang.xu@bocichina.com

赵泰 S1300123070003 tai.zhao@bocichina.com

食品饮料研究团队

邓天娇 S1300519080002 tianjiao.deng@bocichina.com

社会服务团队

李小民 S1300522090001 xiaomin.li@bocichina.com

宋环翔 S1300524080001 huanxiang.song@bocichina.com

纠泰民 S1300524040001 taimin.jiu@bocichina.com

计算机研究团队

杨思睿 S1300518090001 sirui.yang@bocichina.com

电子研究团队

苏凌瑶 S1300522080003 lingyao.su@bocichina.com

李圣宣 S1300123050020 shengxuan.li@bocichina.com

茅珈恺 S1300123050016 jiakai.mao@bocichina.com

通信研究团队

庄宇 S1300520060004 yu.zhuang@bocichina.com

吕然 S1300521050001 ran.lv@bocichina.com

交通运输研究团队

王靖添 S1300522030004 jingtian.wang@bocichina.com

刘国强 S1300524070002 guoqiang.liu_01@bocichina.com

地产研究团队

夏亦丰 S1300521070005 yifeng.xia@bocichina.com

许佳璐 S1300521110002 jialu.xu@bocichina.com

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话：（8621）68604866
传真：（8621）58883554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话：（852）39886333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：108008521065
中国电信 21 省市客户请拨打：108001521065
新加坡客户请拨打：8008523392
传真：（852）21479513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话：（852）39886333
传真：（852）21479513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编：100032
电话：（8610）83262000
传真：（8610）83262291

中银国际（英国）有限公司

2/F, 1Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话：（4420）36518888
传真：（4420）36518877

中银国际（美国）有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7BryantPark 15 楼
NY 10018
电话：（1）2122590888
传真：（1）2122590889

中银国际（新加坡）有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼（049908）
电话：（65）66926829/65345587
传真：（65）65343996/65323371