

2025 年 4 月 10 日 星期四

分析师推荐

【东兴食品饮料】食品饮料行业：预期内需政策或进一步加码，关注食品饮料防守配置（20250409）

美国总统特朗普政府的“对等关税”计划大超市场预期，同时各国也纷纷出台了应对措施。我国国务院关税税则委员会提出，自 2025 年 4 月 10 日起，对原产于美国的所有进口商品加征 34% 关税。在近期的一系列关税变动下，我们预期国内刺激内需的政策或进一步加码，关注食品饮料板块防守配置性机会。

食品饮料行业原材料成本或被推高。关税政策推出后，进口美国大豆关税升至 47%，成本端带动下国内豆粕现货普涨 130-200 元/吨不等。美国进口国内的农产品原材料中，以豆粕、玉米为主的饲料成本或上涨。饲料价格的上涨，对肉类价格、乳制品价格或形成推高，进而影响食品饮料企业成本。此外，白糖、豆油等软商品税率的上涨，或导致这类商品全球范围内价格的上涨，整体对食品饮料行业原材料成本带来压力。

预期内需政策或进一步加码。在关税变化的背景下，我们对食品饮料行业有几点判断：1 是国内刺激内需的政策会继续加码，全年宏观经济复苏不确定性加强；2 是预计部分国际资金会从海外转移回国内，历史上消费板块受到外资的青睐；3 是食品饮料行业受影响小于出口占比较高的其他制造业行业。

关注食品饮料防守配置性机会。我们认为食品饮料行业有业绩稳定、受海外资金偏好的特点，建议在美关税调整期配置食品饮料作为防御性板块。我们推荐顺周期的白酒板块和景气度高的休闲食品板块，重点推荐贵州茅台、盐津铺子等公司。

市场回顾：上周食品饮料各子行业中，周涨跌幅依次为：黄酒（长江）7.10%，其他食品 4.46%，啤酒 2.61%，其他酒类 2.55%，肉制品 2.49%，软材料 1.87%，调味发酵品 1.81%，白酒 III 0.12%，乳品-1.03%。

上周酒类行业公司中，涨幅前四的公司为：会稽山 15.42%，青岛啤酒股份 8.27%，金枫酒业 5.31%，燕京啤酒 5.00%；**表现后四位的公司为：**百润股份-1.44%，水井坊-3.15%，海南椰岛-3.37%，百威亚太-4.00%。

港股市场回顾：上周港股必需性消费指数+0.21%，其中关键公司涨跌幅为：周黑鸭 13.99%，华润啤酒 2.11%，中国旺旺 1.43%，康师傅控股 0.78%，

A 股港股市场

指数名称	收盘价	涨跌%
上证指数	3,223.64	1.16
深证成指	9,754.64	2.25
创业板	1,900.53	2.27
中小板	6,099.53	2.74
沪深 300	3,735.12	1.31
香港恒生	20,681.78	2.06
国企指数	7,668.38	1.76

A 股新股日历（本周网上发行新股）

名称	价格	行业	发行日
肯特催化	15.00	基础化工	20250407
宏工科技	26.60	电力设备	20250408

*价格单位为元/股

A 股新股日历（日内上市新股）

名称	价格	行业	上市日
泰禾股份	10.27	基础化工	20250411

*价格单位为元/股

数据来源：恒生聚源, 东兴证券研究所

颐海国际 0.73%，农夫山泉-0.58%，百威亚太-4.00%，中国飞鹤-11.99%。

风险提示：宏观经济复苏不及预期，行业需求复苏不及预期，关税变化对行业的影响超预期，食品安全问题等。

（分析师：分析师：孟斯硕 执业编码：S1480520070004 电话：010-66554041 分析师：王洁婷 执业编码：S1480520070003 电话：021-25102900）

【东兴交通运输仓储】中国国航（601111.SH）：亏损持续缩窄，关注后续票价改善（20250409）

24 年量升价降明显，客运业务毛利率基本持平 23 年：2024 年公司实现客运收入 1517.89 亿元，同比增加 212.72 亿元。拆分看，公司客运运力投放同比提升 21.74%，客座率同比提升 6.63pct 至 79.85%，但客公里收益下降 12.41% 至 0.5338 元。公司年报显示，24 年因运力投入上升而增加收入 283.73 亿元，因客座率上升而增加收入 143.92 亿元，因收益水平下降而减少收入 214.93 亿元。可以看出 24 年全年表现出较明显的量升价降，这不仅是公司一家的现象，也是全行业的 24 年经营情况的缩影。

分区域看，国内航线公司运力投放同比提升 5.36%，客座率同比提升 7.04pct，客公里收益同比下降 9.70%。国内航线 24 年客座率已经基本恢复疫情前水平，甚至部分月份高于疫情前，但在油价高于 19 年同期的情况下，客公里收益水平（0.537 元/客公里）依旧低于 19 年同期（0.590 元/客公里），体现出目前国内商务需求的恢复程度依旧存在不足。国际航线运力投放同比提升 100.50%，客座率同比提升 8.52pct，客公里收益同比下降 22.63%。国际航线由于处于快速恢复期，运力投放大幅提升，但短期大量的运力投放涌入也使得客公里收益下降较为明显。

成本方面，上半年公司单位 ASK 扣油成本 0.293 元，较去年同期的 0.298 元有所下降，主要是由于飞机日利用小时数从 23 年的 8.14 小时提升至 24 年的 8.90 小时，单位 ASK 折旧成本下降 11.7%。公司单位 ASK 起降成本和维修成本分别同比提升 10.3%和 6.2%，应该与国际航线运力投放占比提升，而相关费率高于国内有关。

24 年公司客运业务毛利率 4.13%，较 23 年同期提升 0.06pct，毛利率依旧处于较低的水平。目前行业客座率已经不低，但价格端并不景气，25 年行业的重心预计会放在如何稳住价格，提升客收上。

飞机引进较为谨慎，供给端预计维持低增长：24 年公司飞机引进共计 36 架，

退出 11 架（包括公务机），飞机净增 25 架，公司飞机从期初的 905 架提升至 930 架。可以看出 24 年飞机增速维持在较低的水平。25 年公司计划引进飞机 47 架，退出 17 架，飞机净增量预计依旧会维持低位。有助于公司消化供给端的过剩压力。

25 年预计行业继续严控供给，价格端有望改善：24 年航空业的量升价降现象得到了民航局的充分关注，在 25 年全国民航工作会议上，民航局提出必须统筹政府和市场关系，促进航空市场规范有序发展。要着力增强航空市场供需适配度，动态优化客座率考核等精准调控措施。同时，要有针对性的加强价格行为监管。我们认为这预示着 25 年行业的工作重心从提升客座率逐渐向提升收入质量转变，机票价格偏低的问题有望得到改善。

盈利预测与投资建议：我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 39.8, 77.9 和 94.4 亿元，对应 EPS 分别为 0.23、0.45 和 0.54 元。公司作为我国的载旗航空公司，手握大量优质的国内国际航线，有望充分受益于机票价格改善带来的盈利弹性。我们维持公司“推荐”评级。

风险提示：民航政策变化；油价汇率大幅波动等

（分析师：曹奕丰 执业编码：S1480519050005 电话：021-25102904）

重要公司资讯

- 1、亚马逊：**亚马逊正式推出新一代生成式 AI 语音模型 Nova Sonic，标志着其在人工智能语音领域取得重大突破。亚马逊特别强调，该模型在成本效益方面具有显著优势，其价格比 OpenAI 的 GPT-4o 便宜约 80%。堪称目前市场上最具性价比的 AI 语音解决方案。（资料来源：同花顺 iFinD）
- 2、湖南白银：**公司公告，2024 年营业收入 83.13 亿元，同比增长 61.76%。归属于上市公司股东的净利润 1.7 亿元，同比增长 205.65%。基本每股收益 0.06 元/股。公司计划不派发现金红利，不送红股，不以公积金转增股本。（资料来源：同花顺 iFinD）
- 3、一汽富维：**公司公告，2024 年营业收入 196.36 亿元，同比下降 5.44%。归属于上市公司股东的净利润 5.09 亿元，同比下降 2.27%。公司董事会建议 2024 年年度，每 10 股派发现金红利 2.5 元(含税)，预计合计拟派发现金红利 1.86 亿元(含税)。（资料来源：同花顺 iFinD）
- 4、宝丰能源：**公司公告，公司预计 2025 年一季度实现归属于上市公司股东的净利润 23.5 亿元至 25 亿元，与上年同期相比增加 9.29 亿元到 10.79 亿元，同比增长 65.38%到 75.93%。报告期内，公司内蒙古 300 万吨/

年烯烃项目投入试生产，烯烃产品产销量同比显著增加；气化原料煤、动力煤价格同比回落，烯烃产品利润率同比提升。（资料来源：同花顺 iFinD）

- 5、**莱特光电**：公司公告，2024 年营业收入 4.72 亿元，同比增长 56.90%。归属于上市公司股东的净利润 1.67 亿元，同比增长 117.17%。拟向全体股东每 10 股派发现金红利人民币 1.3 元(含税)。（资料来源：同花顺 iFinD）

经济要闻

- 1、**国家统计局**：3 月，扣除食品和能源价格的核心 CPI 同比上涨 0.5%，CPI 环比下降 0.4%，同比下降 0.1%；PPI 环比下降 0.4%，同比下降 2.5%。专家分析，春季错月影响消退，3 月 CPI 同比降幅较 2 月收窄。下阶段，扩内需系列政策继续发力，将有利于物价形势逐步改善。（资料来源：同花顺 iFinD）
- 2、**中小企业协会**：2025 年一季度，中小企业发展指数为 89.5，较去年四季度上升 0.5 点。工业、社会服务业指数继续上升，较上季度分别上升 0.7、0.9 点。此外，分区域指数全面上升。中小企业协会指出，一季度，在假期消费振兴和各地抢抓开局的有利条件下，中小企业生产经营状况加速回升，企业开工率、订单、销售等指标稳步好转，景气水平保持去年四季度以来的向好态势。（资料来源：同花顺 iFinD）
- 3、**文旅部**：近期，由于中美经贸关系恶化以及美国内安全形势，文化和旅游部提示中国游客充分评估赴美旅游风险，谨慎前往。（资料来源：同花顺 iFinD）
- 4、**中国**：4 月 9—10 日，2025 年全国出口管制工作会议在北京召开。会议指出，党中央、国务院高度重视出口管制工作，党的二十届三中全会对完善出口管制体系作出重要部署。当前国际形势复杂严峻，商务部深入贯彻落实党中央、国务院决策部署，会同各有关部门、各地方加快完善现代化国家出口管制体系，持续提升出口管制效能，统筹好发展和安全，以高水平安全保障高质量发展。（资料来源：同花顺 iFinD）
- 5、**国家医保局**：经国家医疗保障局同意，中国医疗保险研究会理事会审议通过，决定成立中国医疗保险研究会生育保险专业委员会。（资料来源：同花顺 iFinD）
- 6、**工信部**：4 月 9 日，工业和信息化部党组书记李乐成主持召开第九次中小企业圆桌会议。李乐成指出，当前，我国工业正处于由大变强的关键

期，面对美加征关税等外部风险挑战，我们要把思想和行动统一到党中央对形势的科学判断上来，统一到党中央对民营企业、中小企业的决策部署上来，保持战略定力，增强发展信心，坚持高端化、智能化、绿色化发展方向，坚定实施创新驱动发展战略，坚定推进高水平对外开放，坚定走专精特新发展路子。（资料来源：同花顺 iFinD）

7、银行：各家银行正加大股票回购增持贷款业务推进力度，全力支持上市公司股票回购增持专项行动，为实体经济稳健发展提供有力支持，助力提振资本市场信心。作为增强资本市场内在稳定性的长效机制，自股票回购增持再贷款设立以来，工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、邮储银行积极响应政策号召，扎实服务上市公司开展股票回购增持，加强市值管理。（资料来源：同花顺 iFinD）

8、美联储：会议纪要显示，“与会者评估经济前景的不确定性有所增加，几乎所有与会者都认为通胀风险偏向上行，就业风险偏向下行”。一些与会人员表示，如果通胀持续存在，而经济增长和就业前景却减弱，美联储可能面临艰难的权衡。（资料来源：同花顺 iFinD）

9、美国：美国总统特朗普周三在宣布对大多数高于 10% 的“报复性关税”实施 90 天暂停，美股强劲反弹。中国商品的关税税率被提高至 125%，并立即生效。（资料来源：同花顺 iFinD）

10、欧盟：欧盟委员会 9 日发布“人工智能大陆行动计划”，其中一些措施将聚焦在简化人工智能相关法规上，同时将大力建设“人工智能工厂”网络等，旨在全面提升欧盟在人工智能领域的竞争力。欧盟委员会负责技术主权等事务的执行副主席汉娜·维尔库宁在声明中表示，该行动计划的一项重要举措是尽可能减少相关行业在监管方面的负担，并保证《人工智能法案》简单且有利于创新。（资料来源：同花顺 iFinD）

每日研报

【东兴汽车】智驾行业点评报告系列：华为发布全年业绩，智能汽车解决业务首次盈利（20250408）

事件：近日，华为发布 24 年财报。2024 年华为全球销售收入 8,621 亿元，同比增长 22.4%，创 2020 年以来新高；净利润 626 亿元，同比下降 28%（因去年存在出售荣耀业务的非经常性损益）。2024 年，华为研发费用支出为人民币 1,797 亿元，约占全年收入的 20.8%，近十年累计投入 1.25 万亿元，研发人员 11.3 万名，占比 54.1%，技术护城河持续深化。

点评：

智能汽车解决业务：鸿蒙智行高速增长，首次实现盈利。智能汽车解决业务 2024 年收入 263.53 亿元，2023 年收入为 45.88 亿元，同比增长 474.4%，首次实现盈利。智能部件发货超 2,300 万件，同比增长近 7 倍。鸿蒙智行 24 年交付量超 43 万辆，连续 5 个月蝉联中国汽车高端市场成交均价第一，取得中国市场 30 万元以上中高端新能源车销售份额第一。目前鸿蒙智行新车密集发布周期即将到来，问界 M8、享界 S9 增程版、尊界 S800 都将于 25 年上半年上市，为智能汽车解决业务保持高收入增速提供支撑。

智能驾驶方面，24 年华为发布了乾崮智驾 ADS3.0，在端到端架构中增加了“本能安全网络”，增强系统安全性。截至 2024 年底，华为乾崮智驾行驶总里程数超过 14 亿公里，智驾里程占比 30%，年度城区智驾时长占总智驾时长的 45%。智能泊车辅助使用率大幅升级，累计调用 8,100 万次。业界首发全向主动安全系统，累计主动避免潜在碰撞 136.6 万次。华为基于高性能车控模组和 VOS 操作系统，打造了业界首个规模量产的全服务化架构的智能汽车数字底座（IDVP），使能合作车型高效开发。已经有 6 款搭载了 IDVP 的车型量产上市，未来两年将有超过 20 款车型搭载。

智算集成，打造新型算力基础设施。华为积极与产业界携手推进联接产业 5G-A 的发展，基于无线网络、全光网络、智能 IP 网络、云核心网等，打造创新领先的网络基础设施，持续为产业发展注入新活力。华为计算产业与全球伙伴一起，围绕鲲鹏、昇腾及欧拉、CANN/昇思等基础软件，构建数智基础设施生态，打造数智世界的算力底座。截至 2024 年底，鲲鹏、昇腾已累计发展 665 万开发者、8,500 多家合作伙伴，支撑 AI 算力需求。同时，华为通过预制化装配等创新工艺，将数据中心集成周期缩短 29%，为客户快速建设多样化算力中心，集成交付了全球最大单体液冷智算中心。

AI 驱动华为云计算业务增长，多场景应用加速落地。2024 年，华为云计算业务实现营收 385.2 亿元，同比增长 8.5%，华为云海外增速超过 50%。据 Canalys，华为云在云基础设施服务支出市场占比 20%，份额排名第二。在 AI 领域，华为云发布了 AI-Native 云基础设施架构 CloudMatrix，为大模型训练和推理提供高效、可靠的 AI 算力；盘古大模型已在 30 多个行业、400 多个场景中落地，在政务、工业、金融 3 个市场份额位列第一，并位居医疗、药物、气象以及汽车 4 个领导者象限。目前全球已有超 140 家运营商、超 500 家金融客户、超 90% 的中国互联网客户、超 95% 的 TOP30 中国车企选择华为云。华为安徽芜湖数据中心正式投入运营，与贵州贵安、内蒙古乌兰察布形成国内三大云核心枢纽，服务全国算力需求。

投资策略：我们认为智能化是汽车电动化的后半场，智能驾驶能力将决定车企未来的市场竞争力。随着算力、

大模型等 AI 技术的迭代升级，高阶自动驾驶有望加速落地。头部企业逐渐在训练数据、训练设施、智驾生态领域建立了领先优势。

华为凭借在 ICT 领域技术积累，超强的研发投入（2024 年，华为研发费用支出为人民币 1,797 亿元，约占全年收入的 20.8%），业务不断延伸至联结、计算等领域，致力于构建万物互联的智能世界。其在软件、硬件、芯片、终端、网络、云等领域均具备了较强的竞争力。汽车智能化的发展在多个场景下与 ICT 技术相匹配，经过前期大规模研发投入，华为在智能汽车领域逐步进入收获期。相关受益标的包括华为智选车模式下的赛力斯、江淮汽车、北汽蓝谷，及 HI 模式下的长安汽车。

AI 的需求提升推动了算力基础设施建设，而液冷技术是数据中心提升能效的关键。我们持续推荐液冷管路供应商川环科技（300547），公司具备较强的研发能力（材料开发）和成本控制能力，未来将在数据中心、储能等新兴市场中获得更好的发展前景。

风险提示：汽车行业需求不及预期，智能驾驶推进不及预期，AI、算力基础设施推进不及预期等。

（分析师：李金锦 执业编码：S1480521030003 电话：010-66554142 分析师：吴征洋 执业编码：S1480525020001 电话：010-66554045 研究助理：曹泽宇 执业编码：S1480124040003 电话：17512502830）

【东兴煤炭】煤炭行业：在不确定性增大的市场环境中，煤炭有望走出其独特的防御性（20250408）

事件：2025 年 4 月 2 日，美国总统特朗普宣布美国对所有国家征收 10% 的“基准关税”，并对美国贸易逆差最大的国家征收个性化的更高“对等关税”。同时对中国加征 34% “对等关税”。

关税扰动下，炼焦煤期货价下降，煤炭商品受益于供给相对刚性，由于国内需求和供给偏紧，煤价有望企稳。截至 4 月 7 日，焦煤期货收盘价 1005 元/吨，环比上周跌 23 元/吨，跌幅 2.3%。本周美国发布激进的关税政策，对全球尤其是中国大幅调提高关税，短期内对我国出口或将造成影响，为对冲进口影响，国内消费、地产及基建投资政策或有加码，有望进一步拉动国内煤炭需求。

截至 4 月 4 日，三港口炼焦煤库存量共 339.06 万吨，环比上周下降 15.1 万吨，降幅为 4.5%，继续去库存，供给偏紧，价格有望企稳。陕晋蒙三省国有重点煤矿动力煤 2 月度产量陕蒙环比均下降，供给偏紧。截至 4 月 7 日，国内秦皇岛动力煤山西优混 5500 平仓价格 667 元/吨，环比上周持平，并连续 6 周维持持平，煤价有望企稳。

红利资产兼具“低估值”和“盈利稳定”两大特点，是关税“不确定性”阴影下难得的“确定性”资产。2024 年 9 月政治局会议开启经济支持新篇章，国内政策推动中长期资金入市，红利资产资金池有望持续扩容，近期六部门联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》。红利资产兼具“低估值”和“盈利稳定”两大特点，是关税“不确定性”阴影下难得的“确定性”资产，红利资产得益于较高的股息率，煤炭作为稳态高股息（竞争格局稳定、增速低、现金流稳定、高分红）的代表，拟增加分红频次，仍有望在不确定性增大的市场环境中走出其独特的防御性。

投资建议：在不确定性增大的市场环境中，煤炭有望受益内需和红利逻辑，走出其独特的防御性。煤炭作为稳态高股息的代表，拟增加分红频次，仍有望在不确定性增大的市场环境中走出其独特的防御性。当前时点配置建议遵循以下思路：（1）长久期盈利稳定性与盈利可预见性的优质龙头受益标的：中国神华、陕西煤业；（2）煤电联营一体化受益标的：电投能源、新集能源；（3）成长性突出：华阳股份、兖矿能源、淮北矿业。

风险提示：行业面临有效需求不足，煤价下跌等不及预期的风险。

（分析师：莫文娟 执业编码：S1480524070001 电话：010-66555574）

【东兴通信】通信行业系列 2：看增量，更要看存量市场——（20250408）

投资 IDC，看增量，更要看存量市场。AI 驱动 IDC 行业正进入 AIDC 发展阶段。但不可忽视的是，当前国内 IDC 已经是一个市场规模超过 1500 亿元，标准机架规模达到 880 万个的庞大行业。我们认为，在把握 AIDC 产业投资机会下，不仅看增量智算中心需求，更要看存量数据中心市场经营情况。数据中心原有机柜进行高功率改造，是 IDC 企业进入 AI 时代的必经之路。

近期，IDC 上市企业数据港以及世纪互联陆续发布 2024 年财报。本篇专题将根据相关公司财报，整理其存量数据中心运营指标，测算存量机柜高功率占比情况。

2024 年数据港积极开展存量机柜改造。2024 年，数据港旗下数据中心技术设备更新支出 2.26 亿元，同比增长 82.3%，增速创 2020 年以来新高。

2024 年数据港高功率机柜占比约 11%。我们假设：（1）假设单个机柜建设成本 12 万，高功率机柜改造支出占比 10%，对应 1.2 万元；（2）数据港 2024 年数据中心设备更新支出约 1.0 亿元用于高功率改造。可以测算，公司存量机柜高功率机柜约 8300 个，占比存量机柜 11%。

世纪互联零售业务高功率机柜占比约 15%。根据世纪互联公司年报，截至 2024 年底，公司基地型业务运营容量 486MW，折算成容量 8KW/个标准机柜约 6.08 万个，城市型业务机柜数量 5.21 万个。世纪互联基地型业务单个机柜平均功率约 8KW/个，均可划分为高功率机柜部分；根据我们测算，公司城市型业务（零售模式）高功率机柜占比约 15%。

投资策略：数据港与世纪互联零售业务的高功率机柜占比处于 10%-20%区间。我们认为，尽管 IDC 行业迎来 AI 发展机遇，但存量机柜中高功率机柜占比仍偏低。展望 2025 年，在国内企业私有化部署 DeepSeek、大模型推理业务爆发、车联网等新业态驱动下，IDC 行业有望加速对传统数据中心改造升级。在上一篇《通信 IDC 行业：进入 AIDC 发展阶段，高景气有望超过 3 年》（20250314）报告中，我们提出，当前 IDC 行业已经加大资本开支，头部企业表现稳定，上层支持性政策尚未发力。本轮 AIDC 产业高景气有望超过 3 年。本篇 IDC 行业专题，我们维持对 IDC 板块看好评级。相关标的：润泽科技、宝信软件、光环新网、网宿科技、奥飞数据、数据港、润建股份。

风险提示：1）AI 算力需求不及预期；（2）能源政策趋严；（3）竞争格局变动。

(分析师：石伟晶 执业编码：S1480518080001 电话：021-25102907)

【东兴食品饮料】贵州茅台（600519.SH）：24 年圆满收官，25 年迎接新挑战（20250409）

事件：2024 年公司实现营业总收入 1741.44 亿，同比增长 15.66%，归母净利润 862.28 亿，同比增长 15.38%。其中，24Q4 营业总收入 510.22 亿，同比增长 12.77%，归母净利润 254.01 亿，同比增长 16.21%。在 24 年复杂的环境下，公司完成年初制定的销售目标。

茅台酒和系列酒吨价上行。24 年茅台酒营业收入 1459.28 亿元，同比增长 15.28%。其中茅台酒销量 4.64 万吨，同比增长 10.22%，吨价同比增长 4.59%。吨价的大幅提升主要是因为 23 年底飞天茅台提价，同时生肖酒和精品茅台放量带来的。24 年系列酒营收 246.84 亿，同比增长 19.65%，系列酒在 2024Q2 增速达到 42.52%，但是 2024Q3 和 Q4 增速分别为 13.14%和 5.07%，主要是 1935 的投放量在下半年降速所致。24 年系列酒销量 3.69 万吨，同比增长 18.47%，吨价同比增长 1%。

直营渠道略下滑，线下渠道更为重视。24 年茅台直销渠道收入 748.43 亿同比增长 11.32%，占比 43.87%，同比下降 2 个百分点。其中 i 茅台实现收入 200.24 亿元，同比下降 10.51%，其他线上平台实现收入 20.96 亿元，同比增长 14.44%。从 24 年全年趋势上来看，公司对线下渠道更为重视，推动直营增长的也主要是团购销售的增加，预计 25 年这一趋势会得到强化。

公司盈利预测及投资评级：对于 2025 年主要目标，公司在年报指出，计划实现营业总收入同比增长 9%左右，完成固定资产投资 47.11 亿元，增长目标较为务实，我们认为公司完成全年任务目标可期。我们预计公司 2025 年实现收入增长 9%，归母净利润增长 9.54%，对应 EPS 为 75.19 元。当前股价对应估值分别为 19.95 倍。看好公司在这一轮白酒周期中在高端酒市场份额持续提升的趋势，认为随着宏观经济的复苏，公司能够有超出行业平均增长的能力，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：宏观经济复苏不及预期，行业需求复苏不及预期，食品安全问题等。

(分析师：孟斯硕 执业编码：S1480520070004 电话：010-66554041 分析师：王洁婷 执业编码：S1480520070003 电话：021-25102900)

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

以上内容来源于东兴证券研究报告的观点。

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。