

2025 年 4 月 1 日 星期二

分析师推荐

【东兴食品饮料】三只松鼠（300783.SZ）：抖音+分销带动业绩大幅提升，25 年分销将进一步发力（20250401）

事件：2024 年公司实现营业收入 106.22 亿元，同比增长 49.3%；归母净利润 4.08 亿元，同比增长 85.51%；扣非净利润 3.19 亿元，同比增长 214.33%。其中 Q4 营业收入 34.53 亿元，同比增长 36.35%；归母净利润 0.67 亿元，同比增长 32.63%；扣非净利润 0.53 亿元，同比增长 229.16%。公司 24 年业绩符合股权激励制定的目标。

“高端性价比”战略+“一品一链”为重要推动力。公司 24 年进一步践行高端性价比战略，在做极致的性价比的同时，针对不同产品特点，定制专属供应链方案。以坚果品类为例，公司实现了大比例的自主制造，并通过优化采购、生产、物流等环节，在降低了单位生产成本的同时提升了产品的质量，进而稳定产品毛利率，增强企业在市场中的竞争力。零食方面，公司投资建设华东零食产业园（弋江），规划七大零食工厂，目前肉食、手撕面包及蛋黄酥工厂已全面投产，大幅提升零食自产比例。此外，公司不断拓宽产品品类，24 年公司重点推动籽坚果的爆款打造，其中瓜子、花生、板栗和豌豆四大籽坚果单品销售额均已超亿元。25 年公司计划进一步拓展饮品赛道，在线下分销中大幅提升饮品占比，并加快布局和孵化如超大碗（方便速食）、东方颜究生（中式滋补）、巧可果（巧克力）、围裙阿姨（预制菜）等新品牌，多品牌矩阵布局初步形成。

“D+N”发挥协同效应，分销渠道打开增长空间。分渠道来看，公司线上渠道占比约 70%，其中，24 年抖音收入 21.88 亿元，同比+81.73%，天猫收入 19.37 亿元，同比+11.45%，京东 13.4 亿，同比+11.95%，相比于上半年，下半年三个渠道基数较高，增速有所回落。然而，抖音作为拥有庞大用户群体的社交平台，是产品推广与销售的重要渠道，通过抖音打造出的多款优质单品将带动其他渠道增长，抖音渠道于公司具备重要战略意义。24 年下半年，公司重点突破线下分销渠道，全年分销渠道收入 26.41 亿元，同比增长超 80%。全年经销商 1871 家，较年初增加 809 家。公司经销渠道处于刚起步的阶段，面对庞大的线下市场公司拥有较大的增长潜力，就分布范围最广的夫妻老婆店来说，高端性价比战略契合该渠道特性，我们推测公司今年分销仍有大幅提升。

数字化驱动的“品销合一”网络型组织，费效比优化带动利润释放。公司打破传统科层制的管理系统，依托于数字化构建出 248 个小而美经营体，成功实践打造了互联网时代“品销合一”网络型组织，提升了公司整体运营效率。24 年公司毛利率 24.25%，同比+0.92pct，毛利率的提升主要得益于规模、供应链和自产比例的提升。其中，线上/线下毛利率分别为 25.52%/21.32%，推测前期铺货阶段货折力度较大影响线下毛利率，预计随着自然动销提升，线下渠道毛利率有望逐步提升。管理费用率/销售费用率分别为

A 股港股市场

指数名称	收盘价	涨跌%
上证指数	3,348.44	0.38
深证成指	10,503.66	-0.01
创业板	2,101.88	-0.09
中小板	6,568.47	-0.03
沪深 300	3,887.68	0.01
香港恒生	23,206.84	0.38
国企指数	8,537.34	0.24

A 股新股日历（本周网上发行新股）

名称	价格	行业	发行日
信凯科技	12.80	基础化工	20250331
泰禾股份	10.27	基础化工	20250331

*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
----	----	----	-----

*价格单位为元/股

数据来源：恒生聚源, 东兴证券研究所

2.08%/17.58%，分别同比-1.12/0.19pct。未来随着线下渠道规模化的进一步提升，线下利润率有望进一步提高从而带动公司整体净利润率水平的提升。

盈利预测及投资评级：我们长期看好公司的发展，但短期考虑到 25 年春节错期对净利润的影响以及公司计划发行 H 股可能造成的稀释，我们下调 25 年盈利预测并增加 27 年盈利预测，维持 26 年盈利预测基本不变，预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 133.13、167.18、189.68 亿元，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 4.73、7.00 和 9.11 亿元，对应 EPS 分别为 1.18、1.75 和 2.27 元。当前股价对应 2024-2026 年 PE 值分别为 23、15 和 12 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：抖音平台竞争愈发激烈；行业竞争加剧；原材料价格上涨，成本上升；分销不及预期；食品安全风险。

（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）

【东兴策略】A 股策略周报：业绩为王 关注低估值蓝筹股（20250401）

业绩为王，进入重要观察期。我们在年度策略报告中提到 4 月是一个重要的观察点，市场大周期维度进入牛市周期，2025 年市场将会呈现结构性慢牛特征，我们提出的影响市场核心三要素，基本面、政策和外部因素，在目前时点都面临重要变化。首先，从基本面来看，3 月经济数据是否继续向好，尤其是 PMI 数据是否进一步走强，是观察经济的重要指标，上市公司财报披露期，市场对业绩的关注度急剧上升，尤其是业绩暴雷和财务造假事件频出，中小盘个股跌幅明显，大盘蓝筹公司业绩是否符合预期，也是决定未来市场走向的核心要点，都需要 4 月逐步观察；其次，从政策角度来看，市场关注的降准降息仍在等待，随着经济数据逐步披露，政策端发力的强度如何仍值得关注，周末财政部等注资大行消息落地，让市场对政策后续发力充满期待；再次，从外部因素来看，最重要的节点是 4 月 2 日美国关税落地，是否存在加码，存在不确定性。基于以上因素，市场在上周开始逐步走弱，市场成交逐步萎缩，从市场表象来看，两大核心板块人工智能和机器人出现明显调整，热点轮转加快，实质上就是市场进入重要观察期，整体市场风险偏好降低，市场更加关注确定性，指数也体现出大盘优于中小盘，低估值优于高估值，这个时间段可能会持续一段时间。

关注低估值蓝筹股，同时，逢低布局前期核心板块。从日历效应来看，根据历史数据和市场分析，4 月期间低估值明显跑赢其他行业，但也仅限于当月，因此阶段性关注低估值蓝筹股有望短期跑赢市场，尤其是较高分红率个股市场关注度较高，同时，应结合行业趋势判断持股周期，以银行、煤炭、公用事业、顺周期为代表的高分红低估值板块，其行业逻辑并不相同，行业前景偏弱的方向弹性可能偏小。同时，对于前期宏大叙事的两个核心板块人工智能和机器人，随着市场短期更加关注业绩，短期大部分难以产生明显利润的公司可能出现明显调整，从中期角度仍具备较好配置价值，可以更加关注产业发展动向进行合理布局。

投资建议：本周进入重要观察时点，建议主要配置低估值蓝筹公司，谨慎参

与中小盘题材类个股。在市场量能未能有效放大的前提下，以防守为主，可重点关注银行、家电、交运、公用事业等传统低估值高分红行业。

风险提示：经济数据大幅低于预期，外部环境恶化。

（分析师：林阳 执业编码：S1480524080001 电话：021-65465572）

重要公司资讯

- 1、法拉第：**未来完成纽约州 FF 91 2.0 汽车首台交付。法拉第未来今日宣布，公司已向总部位于纽约的精品投行 Univest Securities, LLC 交付了 FF 91 2.0 Futurist Alliance。官方称，这是 FF 在纽约州的首台交付，不仅为后续更多 FF 91 2.0 交付铺平道路，也为未来 FX 系列车型的进入奠定了基础。法拉第未来表示，公司预计将在 2025 年 6 月正式发布 FX Super One 车型，并计划随后开启预订，为年内首台 FX 量产车型下线做好准备。（资料来源：同花顺 iFinD）
- 2、小米造车：**在流量和销量双重加持下，不得不考虑将重心向产能侧倾斜，这是制造行业的根基所在，也是外界衡量小米汽车能否持续良性发展的重要指标之一。在 SU7 Ultra 开售两小时完成此前大定破万的年度目标后，雷军最新宣布将小米汽车全年交付目标从 30 万辆提升至 35 万辆，意味着品牌的生产压力进一步提高。小米汽车新增工厂扩产的消息频传：一则传闻称，紧邻北京小米汽车工厂二期的地块疑为其汽车工厂三期；另有一则流传度颇广的市场信息指出，小米汽车预计在武汉建设全新制造工厂。（资料来源：同花顺 iFinD）
- 3、中国移动通信集团有限公司与东风汽车集团有限公司：**3 月 31 日，在湖北武汉举行战略合作协议签约仪式。根据协议，双方将本着“优势互补、强强联合”的原则，全面深化“AI+智能网联汽车”合作，包括共同探索国产算力在汽车行业应用落地、共创汽车行业大模型、共建高质量数据集。同时，双方将在车路云一体化试点、智能网联、5G 智慧工厂、海外业务、专属数智化服务、车辆及出行服务等领域深化合作，构建互利共赢、协同发展的新型战略合作伙伴关系，共促汽车产业繁荣发展。（资料来源：人民财讯，同花顺 iFinD）
- 4、万科：**今年一季度公开债均已兑付，相信行业已经度过了最困难的时期。3 月 31 日，万科企业股份有限公司发布 2024 年度报告。报告期内，万科(+0.85%)实现营业收入 3431.8 亿元，同比下降 26.3%；归属于上市公司股东的净亏损为 494.8 亿元。万科(+0.85%)方面表示，今年全国两会，“稳住楼市股市”、“持续用力推动房地产市场止跌回稳”受到大家的高度关注。作为增加财产性收入提振消费、防范系统性风险的重要方面，在政策引导和支持下，我们相信行业已经度过了最困难的时期，房地产

市场将回到稳定健康发展轨道上来。(资料来源：澎湃新闻，同花顺 iFinD)

- 5、**华东医药**：司美格鲁肽注射液上市申请获受理。公司全资子公司杭州中美华东制药江东有限公司收到国家药品监督管理局的《受理通知书》，其申报的司美格鲁肽注射液上市许可申请已获受理。该药物是一种长效胰高血糖素样肽-1 受体激动剂，主要用于控制 2 型糖尿病患者的血糖及肥胖或超重患者的体重管理。司美格鲁肽注射液的原研企业为诺和诺德(+1.82%)，已在全球多个市场上市。该药物的研发直接投入总金额约为 1.96 亿元。此次上市申请的受理标志着该药物研发的重要进展，长期有助于提升公司在内分泌治疗领域的竞争力。(资料来源：同花顺 iFinD)

经济要闻

- 1、**国家统计局**：3 月份，制造业采购经理指数(PMI)为 50.5%，比上月上升 0.3 个百分点，制造业景气水平继续回升。3 月份，非制造业商务活动指数为 50.8%，比上月上升 0.4 个百分点，非制造业扩张步伐有所加快。3 月份，综合 PMI 产出指数为 51.4%，比上月上升 0.3 个百分点，表明我国企业生产经营活动总体扩张加快。(资料来源：同花顺 iFinD)
- 2、**党中央和国务院**：决策部署 2025 年，财政部将发行首批特别国债 5000 亿元，积极支持中国银行、中国建设银行、交通银行、中国邮政储蓄银行补充核心一级资本。此次资本补充工作将按照市场化、法治化原则稳妥推进。当前，国有大型商业银行经营发展稳健，资产质量稳定，拨备计提充足，主要监管指标均处于“健康区间”。通过发行特别国债支持相关国有大型商业银行补充核心一级资本，有利于进一步巩固提升银行的稳健经营能力，促进银行高质量发展，为投资者创造更大价值和带来长期稳定的回报，有利于银行更好发挥服务实体经济的主力军作用，为国民经济行稳致远提供有力支撑。(资料来源：同花顺 iFinD)
- 3、**美国能源信息署(EIA)**：美国 1 月原油出口量升至 393.1 万桶/日；成品油出口总量降至 291.4 万桶/日；馏分油出口降至 119.1 万桶/日。6、据外媒报道，波罗的海干散货运价指数跌至近三周最低水准，承压于海岬型船和超灵便型散货船运费走软。(资料来源：同花顺 iFinD)
- 4、**工业和信息化部办公厅、财政部办公厅**：开展第二批制造业新型技术改造城市试点工作。继续支持城市采用“点线面”结合的方式组织示范项目，“点”上开展数字化智能化改造示范、“线”上开展产业链供应链数字化协同改造示范、“面”上开展产业集群及科技产业园区整体数字化改造示范，加快数字技术、绿色技术以及创新产品推广应用，推动制造业高端化、智能化、绿色化发展。(资料来源：同花顺 iFinD)

- 5、**南京**:全面取消商品房限售。3月31日,南京市举行进一步促进南京房地产市场平稳健康发展有关政策新闻发布会。自2025年3月31日起,南京全市范围内取消限售,商品住房在取得不动产权登记证书后即可上市交易,有效满足居民各类住房置换需求。(资料来源:同花顺 iFind)
- 6、**市场监管总局**:将对长江和记出售港口进行审查,外交部回应。3月31日,外交部发言人郭嘉昆主持例行记者会。有记者提问,据报道,中国国家市场监督管理总局表示将审查长江和记拟向贝莱德财团出售有关港口资产事,请问发言人对此有何回应?郭嘉昆表示,我们注意到有关报道。国家市场监督管理总局就此表示,注意到此交易,将依法进行审查,保护市场公平竞争,维护社会公共利益。“我想再次强调,中方一贯坚决反对利用经济胁迫、霸道霸凌侵犯损害他国正当权益的行为。(资料来源:同花顺 iFind)
- 7、**特朗普**:称将对购买俄石油国家加征“二级关税”。在3月31日外交部例行记者会上,有记者提问称,美国总统特朗普表示,他将对购买俄罗斯石油的国家加征“二级关税”,中方是俄罗斯石油的主要买家,中方对此有何回应?对此,发言人郭嘉昆表示,中方在乌克兰危机问题上的立场是一贯的、明确的,我们始终认为对话谈判是解决乌克兰危机的唯一可行出路。中俄的合作既不针对第三方,也不受第三方因素的影响。。(资料来源:同花顺 iFind)
- 8、**国家金融监督管理总局办公厅、科技部办公厅、国家发展改革委办公厅**:印发《银行业保险业科技金融高质量发展实施方案》。方案提出,加大科技信贷投放力度。鼓励银行加大科技型企业信用贷款和中长期贷款投放,灵活设置贷款利率定价和利息偿付方式。充分利用知识产权、创新积分制、技术合同、产业链交易等信息,完善科技金融特色产品。对科技型企业营运资金需求测算的具体方法,可根据经营管理实际自行统筹确定。对于经营现金流回收周期较长的流动资金贷款,可适当延长贷款期限,最长可达到5年。(资料来源:同花顺 iFind)
- 9、**中国信通院**: 2025年2月,国内市场手机出货量1966.2万部,同比增长37.9%,其中,5G手机1798.2万部,同比增长43.5%,在同期手机出货量中占比91.5%。2025年1-2月,国内市场手机出货量4690.5万部,同比增长1.9%,其中,5G手机4161.9万部,同比增长7.6%,在同期手机出货量中占比88.7%。(资料来源:同花顺 iFind)
- 10、**美国总统特朗普**: 计划在未来几天公布新的关税,他表示对与其他国家达成关税协议持一定开放态度,但他暗示任何协议都将在4月2日关税措施生效后达成。当被问及这是否会在4月2日加征关税宣布之前发生时,他说:“不会。很可能稍后。”特朗普还重申了宣布药品关税的计

划，但他拒绝透露这些关税的具体税率。（资料来源：同花顺 iFinD）

每日研报**【东兴化工】华峰化学（002064.SZ）：业绩短期承压，产能保持扩张（20250331）**

华峰化学发布 2024 年年报：公司全年实现营业收入 269.31 亿元，YoY+2.41%，归母净利润 22.20 亿元，YoY-10.43%。

核心产品销量增长，但氨纶、己二酸等产品价格下滑，拖累业绩表现。从收入端看，2024 年公司三大业务板块化学纤维、化工新材料、基础化工产品销量分别同比增长 12.29%、2.43%、28.52%，但受到氨纶、己二酸市场价格同比下滑的不利影响，化学纤维、化工新材料、基础化工产品板块的营收分别同比增长-2.74%、-0.65%、22.29%。从利润端看，公司综合毛利率同比下降 1.52 个百分点至 13.83%，拖累净利润增长。

产能持续扩张，强化规模优势。公司深耕聚氨酯行业多年，主要产品规模较大，其中氨纶产能与产量均位居全球第二、中国第一，聚氨酯原液和己二酸产量均为全国第一，拥有较强的规模优势。根据公司 2024 年年报数据，公司氨纶产能 32.5 万吨，目前仍有 15 万吨产能在建；己二酸产能 135.5 万吨；聚氨酯原液产能 52 万吨。2024 年公司氨纶产能利用率高达 109.98%、己二酸产能利用率达到 94.96%，均保持在较高水平。未来，随着在建氨纶等项目的顺利推进，预计公司有望进一步提升规模优势。

公司盈利预测及投资评级：公司是氨纶、己二酸和聚氨酯原液的龙头企业，规模、技术、成本优势明显，未来将继续深耕行业，强化规模优势。基于公司 2024 年报，我们相应调整公司 2025~2027 年盈利预测。我们预测公司 2025~2027 年净利润分别为 21.33、24.03 和 26.64 亿元，对应 EPS 分别为 0.43、0.48 和 0.54 元，当前股价对应 P/E 值分别为 18、16 和 14 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：产品价格下滑；行业新增产能投放过快；行业需求下滑。

（分析师：刘宇卓 执业编码：S1480516110002 电话：010-66554030）

【东兴金属及金属新材料】赤峰黄金（600988.SH）：供应链管理能力强，公司业绩弹性显现（20250331）

事件：公司发布 2024 年年度报告。公司年内实现营业收入 90.26 亿元，同比增长 24.99%；实现归母净利润 17.64 亿元，同比增长 119.46%；基本每股收益+118.37%至 1.07 元。公司选矿能力持续提升、改扩建项目稳步推进，以黄金为主的多金属产量均维持增长，叠加公司生产效率的优化与黄金价格的中枢上行，公司业绩处于快速优化周期。

矿金单位生产成本维持稳定。报告期内，公司矿金生产成本维持稳定。受海外通胀黏性及矿石品位下滑等因素制约，全球矿金生产成本持续攀升；至 24H1，全球矿金生产平均全维持成本+6%至 1388 美元/盎司。而公司 2024 年矿产金平均销售成本为 278.08 元/克，平均全维持成本+5.25%至 281.19 元/克，较全球平均成本低 13%。公司国内矿山成本优势明显，但海外矿山成本优化显著。国内方面，矿石品位下降及掘进探采等工作量增加，导致单位生产成本被迫提升。报告期内，公司国内矿山销售成本同比增长 2.88%至 157.09 元/克，全维持成本同比增长 12.94%至 224.54 元/克（依然较全球平均水平低 31%）。海外矿山方面，公司展现出优秀的销售费

用控制能力。万象矿业销售成本同比仅增加 0.48%至 1497.05 美元/盎司，全维持成本同比减少 0.47%至 1323.75 美元/盎司；金星瓦萨销售成本同比减少 0.88%至 1303.89 美元/盎司，但全维持成本同比增长 8.97%至 1304.46 美元/盎司。

矿选技术创新及流程优化持续提升出矿效率。公司从技术创新与流程优化入手，切实提升生产效率。万象矿业选矿与回收流程不断优化，选矿回收率较投产之初提升了近 20%；通过对顽石破碎线路的改造升级，其设备运行效率提升了 15%，年矿石处理量增加 12 万吨；通过设备改造和监测优化，设备停机次数减少、单次运行时间增加，预计带来额外收益 52.5 万美元。金星瓦萨方面，井下采矿团队的引进帮助矿山井下出矿能力提升了 40%至 7000 吨/天，其选厂处理能力提升了 25%至 10000 吨/天，回收率则稳定在约 95.5%的水平。

公司成本控制能力及供应链管理能力的明显强化。从财务数据观察，在产销量双提升的背景下，公司年内销售费用同比下降 49.39%至 34.9 万元，销售费用率接近 0%；年内财务费用同比下降 19.56%至 1.55 亿元，财务费用率由 23 年的 2.67%降至 1.72%；年内管理费用同比上升 6.7%至 4.92 亿，管理费用率由 23 年的 6.39%降至 5.45%。数据综合显示公司在生产经营流程中成本控制能力的有效优化及盈利能力的系统性提升。此外，公司深化供应链管理，在采购环节增强成本控制能力。通过成立全球供应链中心，推进集中采购战略，2024 年公司国内矿山预计节约采购成本 1119 万元；金星瓦萨采购和服务合同实现 20%-30%的降本；万象矿业钻探成本降低 10.6%，西尾矿库土方工程项目、石灰采购项目、柴油采购项目总计节约 1200 余万美元，远西区域采矿服务节省约 124 万美元，而该项目（含采矿及矿石转运）预估总节省 830 万美元。2025 年，万象矿业计划在卡农、天空等区域继续推行工程及采矿外包，进一步降低成本。我们预计公司黄金业务将受益于规模效应的提升与各项降本增效举措的不断推进而进入毛利持续优化阶段，至 2026 年毛利率或升至 50%以上。

改扩建项目按计划推进，矿金产量进入释放期。2021-2024 年期间，公司矿产金产量 CAGR 达 23%，由 21 年的 8.1 吨增至 24 年的 15.2 吨，累计增幅 87%。公司选矿能力持续提升，产能扩建逐步释放，矿产金产量仍有预期增长空间。其中，五龙矿业技改项目持续推进，至 24 年底已达到 2000 吨/天的处理能力，计划于 2025 年达到 3000 吨/天的满产能力；吉隆矿业年 18 万吨选矿扩建项目于 6 月试生产，年末已通过验收，预计选矿处理能力增长 150%；华泰矿业 3 万吨/年地下开采扩建项目已于 11 月开工建设，预计将于 2025 年逐步贡献增量产能；锦泰矿业二期探采方案已通过评审，前置手续稳步推进中；万象矿业远西露天金矿于 9 月投产，年内贡献黄金产量 1.2 吨，改扩建工程仍在按计划建设中；金星瓦萨矿掘进效率和生产效率提高，DMH 露天坑开采得到优化且井下出矿能力已经提升至 7,000 吨/天。此外，翰丰矿业立山矿区下部采区完成建设，并启动采矿外包，采矿整体效率进一步提升，推动公司 24 年铅、锌、钼精粉产量同比分别增长 49%、32%、233%至 4051 吨、14894 吨及 687 吨。根据公司扩产规划，我们预计 2025-2027 年公司矿产金权益产量或分别达到 17.01 吨、19.52 吨及 20.89 吨，2024-2027 年期间 CAGR 或为 11.3%。

公司成长性将受益于：考虑到黄金金融属性决定价格弹性而供需属性决定价格韧性。黄金供需已进入商品定价层面上结构性偏紧状态，价格将呈现趋势性的易涨难跌格局。黄金避险溢价、流动性溢价及汇率溢价仍在发酵。考虑到公司具有的强成长优势（矿金产量预计由 24 年 15.16 吨增至 27 年 20.89 吨）、资源优势（国内高品位黄金矿床）与增储弹性（探矿增储预期），公司将受益于黄金定价中枢的趋势性抬升。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入分别为 117.5 亿元、138.2 亿元、158.4 亿元；归母净利润分别为 26.04 亿元、32.57 亿元和 39.76 亿元；EPS 分别为 1.39 元、1.74 元和 2.13 元，对应 PE 分别为 15.54x、12.42x 和 10.17x，维持“推荐”评级。

风险提示：金属价格下滑及矿石品位下降，项目投建进度不及预期，矿山实际开工率受政策影响下滑风险，资源国政治风险及汇率风险。

（分析师：张天丰 执业编码：S1480520100001 电话：021-25102914 研究助理：闵泓朴 执业编码：S1480124060003 电话：021-65462553）

【东兴交通运输仓储】宁沪高速（600377.SH）：成本下降与投资收益提升带动盈利增长略超预期（20250331）

事件：2024 年公司实现营收 231.98 亿元，同比增长 52.7%。营收的大幅增长主要系建造业务收入大幅增长，扣除该影响后公司营收同比下降 2.86%。24 年公司归母净利润 49.47 亿元，同比增长 12.1%，扣非归母净利润 48.80 亿元，同比增长 16.9%。

收费公路业务收入基本持平，毛利率有一定提升：24 年公司通行费收入 95.28 亿元，同比增长 0.2%，收费业务成本 39.20 亿元，同比下降 9.37%，因此收费公路业务毛利率提升 4.33pct 至 58.86%。

分路段看，核心资产沪宁高速收入 52.60 亿元，收入与 23 年基本持平；宁常镇溧高速收入同比增长 8.43%，主要系镇溧高速因周边高速路网完善产生的自然流量增长；五峰山大桥收入同比增长 8.88%，主要系大桥通车时间较短，还处于车流快速增长期；收入同比有明显下降的是锡宜高速（-27.11%）与常宜高速（-12.08%），主要是受到了沪宜高速公路雪堰枢纽至西坞枢纽路段改扩建半幅封闭施工的影响。此外，24 年 1 月 20 日起锡宜高速收入中不再包含陆马一级公路收入，也是导致锡宜高速收入同比降幅较大的因素之一。

成本方面，24 年收入公路业务营业成本同比下降 9.37%，其中折旧摊销成本 20.28 亿元，与 23 年基本持平；征收成本和人工成本分别同比增长 1.11%和 3.45%；成本下降主要系养护成本由 23 年同期的 10.54 亿元降至 24 年的 5.99 亿元，同比下降 43.15%。道路养护存在周期，23 年公司道路养护较为集中，24 年则养护压力明显下降，成本也随之下降。

25 年资本开支计划约 93.7 亿，未来几年将持续投入新路建设：公司目前路桥主业稳步布局，多个项目处于在建或筹备状态。1.宁扬长江大桥顺利通车，大桥北接线项目建设中预计 25 年末贯通；2.锡宜高速南段扩建项目进行，预计 26 年 6 月底通车；3.广靖北段扩建项目开工，预计 28 年完成建设；4.锡太高速和丹金高速处于筹备阶段。25 年公司资本开支计划约 93.7 亿元，较 24 年实际支出的 111.62 亿元有所下降，考虑到公司目前的项目规划，预计后续几年资本开支还将处于较高的水平，公司资产负债率未来几年会有小幅上升。

投资收益提升，财务费用持续压降：公司 24 年投资收益共计 17.80 亿元，较 23 年同比增长 21.53%，其中参股联营路桥公司实现投资收益 5.81 亿元，同比增长 15.33%，累计收到江苏银行公司、江苏租赁公司及国创开元二期基金分红 7.86 亿元，同比增长 46.52%。

24 年公司财务费用 9.57 亿元，较 23 年同期的 11.26 亿元下降 15.1%，主要是因为 LPR 下降以及公司采取积极有效的融资措施，使得公司债务综合借贷利率同比降低。

盈利预测与投资建议：我们预计公司 25-27 年的净利润分别为 50.9、51.7 和 53.8 亿，对应 EPS 分别为 1.01、

1.03 和 1.07 元，对应现有股价 PE 分别为 14.7X、14.5X 和 13.9X。公司地处长三角核心区，占据天然地利优势，专注主业且持续运营能力很强，公司 2024 年分红 0.49 元/股，较 23 年有所提升，我们维持公司“推荐”评级。

风险提示：新建路产车流量不及预期、收费政策变化等

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

【东兴化工】华鲁恒升（600426.SH）：营收稳健增长，项目建设持续推进，提供发展新动能（20250331）

华鲁恒升发布 2024 年年报：公司全年实现营业收入 342.26 亿元，YoY+25.55%，实现归母净利润 39.03 亿元，YoY+9.14%。

核心产品销量增长带动营收稳健增长，但部分产品价格同比下滑拖累业绩增速。2024 年，受产能过剩、需求偏弱、同质竞争加剧等因素影响，化工行业景气度较低，大部分产品价格持续下行、低位震荡，企业经营面临较大压力。①新能源新材料相关产品板块：产品销量同比增长 17.12%，营收同比增长 6.19%至 164.33 亿元，毛利率同比减少 4.17 个百分点至 13.07%；②有机胺板块：产品销量同比增长 12.62%，营收同比增长 6.12%至 25.11 亿元，毛利率同比减少 6.33 个百分点至 6.54%；③化学肥料板块：产品销量同比增长 44.54%，营收同比增长 28.55%至 72.97 亿元，毛利率同比减少 5.17 个百分点至 29.90%；④醋酸及衍生品板块：产品销量同比增长 116.72%，营收同比增长 98.34%至 40.70 亿元，毛利率同比增加 6.67 个百分点至 27.62%。2024 年公司综合毛利率同比下降 2.14 个百分点至 18.71%，拖累净利润增速。

持续推进新项目建设，为公司后续发展提供新动能。公司统筹存量优化和增量升级，积极推进项目建设。2024 年内，公司蜜胺树脂单体材料原料及产品优化提升项目、尼龙 66 高端新材料项目己二酸装置相继投产，实现公司产品扩能增产。目前，公司酰胺原料优化升级项目、20 万吨/年二元酸项目、BDO 和 NMP 一体化项目及其它技改在建项目如期推进，为公司后继发展提供新动能。

公司盈利预测及投资评级：公司充分发挥“一头多线”循环经济柔性多联产的优势，不断提升降本增效能力，同时未来新产品相继落地，提升公司盈利能力。基于公司 2024 年报，我们相应调整公司 2025~2027 年盈利预测。我们预测公司 2025~2027 年净利润分别为 40.08、45.87 和 53.51 亿元，对应 EPS 分别为 1.89、2.16 和 2.52 元，当前股价对应 P/E 值分别为 12、10 和 9 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：项目建设进度不及预期；原材料和产品价格大幅波动；下游需求不及预期。

（分析师：刘宇卓 执业编码：S1480516110002 电话：010-66554030）

【东兴轻工与纺织服装】泡泡玛特（09992.HK）：发展势头迅猛，加速开拓海外市场（20250331）

事件：公司发布 2024 年业绩：2024 年营收 130.4 亿元，同比+106.9%，经调整纯利 34.0 亿元，同比+185.9%；其中 H2 营收 84.8 亿元，同比+143.2%；经调整纯利 23.9 亿元，同比+264.1%，增长迅猛。

境内：下半年增长加速，未来增长点多样。2024 年国内收入 79.7 亿元，同比+52.3%；其中 H2 收入 47.7 亿元，同比+70.4%，环比加速明显。分渠道看，1) 线下渠道：零售店/机器人店收入为 38.3/7.0 亿元，同比+43.9%/26.4%。2024 年零售店新开 38 家至 401 家，而平均店效 1002 万，达到历史新高。2) 线上渠道：抽盒机/天猫/抖音渠道收入为 11.1/6.3/6.0 亿元，同比+52.7%/+95.0%/+112.2%，在较低基数下实现更高增速，其中抖音作为拓新渠道增速迅猛。公司通过丰富的 IP 与品类矩阵充分承接情绪消费需求，线上线下全面增长，会员数量也同比增长 34%至 4608 万，新会员大幅增加且复购率 49.4%保持稳定。而毛利率方面，受益经营杠杆及新品推出，同比+3.3%至 63.9%。情绪消费需求空间广阔，未来泡泡玛特仍有多个增长点：二线城市的进一步覆盖；毛绒、积木等新品类；乐园、饰品等新业务；此外我们看好泡泡玛特凭借渠道布局将持续获得头部内容 IP 的合作，助力收入提升+粉丝拉新，如哪吒 IP 等。

境外：爆发式增长，欧美澳市场空间广阔。2024 年海外收入 50.7 亿元，同比+375%；其中 H2 收入 37.1 亿元，同比+438%，开始爆发式增长。分渠道看，1) 线下渠道：零售店/机器人店收入为 29.4/1.3 亿元，同比+404%/132%。2024 年零售店新开 50 家至 120 家，平均店效 3093 万元，达到历史新高，远高于国内水平。2) 线上渠道：官网/shopee/tiktok 收入为 5.3/3.2/2.6 亿元，同比+1246%/656%/5780%。随着影响力的扩大，复购需求叠加发力 tiktok 平台，海外线上爆发式增长，线上占比攀升，线上线下综合布局初步实现。分市场看，东南亚/东亚及港澳台/北美/欧澳地区收入为 24.0/13.9/7.2/5.5 亿元，同比+619%/+185%/+557%/+311%。泡泡玛特已在亚洲已实现较高收入，持续推进；欧美市场实现初步入局，仍有较大的发展空间。我们推测今年公司将重点发力北美市场，开店+IP 本地化有望快速扩大当地影响力。考虑到欧美消费力更强，我们看好欧美澳市场拓展将助力公司海外业务持续高速增长。另外公司境外业务已显现规模效应，毛利率同比大幅提升 8.3pct 至 71.3%。

产品视角看，新老 IP 齐发力，毛绒品类表现亮眼。IP 方面，THE MONSTERS 收入达 30.4 亿元，同比+727%，乐园中新的表现形式及多元的品类设计使其形象更加鲜活，实现经典 IP 的“翻红”，叠加海外的拓展，跃升为公司收入最高的 IP；MOLLY 收入 20.9 亿元，同比+105.2%，作为最经典 IP，通过出海及高端化策略继续高增；新锐 IP 中 CRYBABY 收入达 11.7 亿元，同比+1537%，通过独特理念引发情感共鸣，效果斐然。老 IP 依然散发活力，且新 IP 层出不穷，2024 年泡泡玛特已有 13 个 IP 收入过亿元，泡泡玛特已通过优异的 IP 运营能力打造出高质量的 IP 矩阵。品类方面，手办/毛绒/MEGA/衍生品收入为 69.4/28.3/16.8/15.9 亿元，同比+45%/+1289%/146%/156%。毛绒产品表情生动、触感柔软，借助 THE MONSTERS 推出，未来将拓展到更多 IP。MEGA 作为高价品类，增速高于手办，体现了消费者的认可。多元化品类布局丰富消费者体验，降低公司对盲盒公仔品类的依赖。未来品类拓展仍将带来增量，如积木品类仍有巨大潜在发展空间。

盈利能力提升明显，海外高增将进一步抬高净利率。公司 2024 年毛利率 66.8%，同比+5.5pct，提升明显，内外销均有贡献；销售、管理费用率分别同比-3.8、-4.0pct，下降明显，主要因境内外规模效应进一步显现。2024 年净利率 24.0%，同比+6.8pct，增长明显。海外业务毛利率较高，未来随着其占比的进一步提升，公司净利率仍有提升空间。

盈利预测与投资评级：泡泡玛特拥有资源风格丰富的 IP 矩阵+IP 挖掘及运营能力+业内布局最广的线上线下渠道，已建立远超同业的竞争优势。公司逐步构建出包含衍生品、乐园、游戏的 IP 生态框架，进一步强化 IP 运营能力，品类的拓展与多业态的孵化打开国内成长空间。海外业务进入爆发增长期，欧美等高消费地区的拓展将助力海外业务持续高增。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 58.1、74.9、96.2 亿元人民币，股价对

应 PE 分别为 35.4、27.5、21.4 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：新市场拓展不及预期；国内外宏观经济不及预期，新品拓展不及预期。

（分析师：刘田田 执业编码：S1480521010001 电话：010-66554038 分析师：沈逸伦 执业编码：S1480523060001 电话：010-66554044）

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。