

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-03-05

宏观策略

2025 年 03 月 05 日

晨会编辑 张良卫

执业证书: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

宏观量化经济指数周报 20250302: 食品和油价回落或拖累 2 月 CPI 转负
货币政策或继续“防风险”和“稳增长”之间需求平衡

海外周报 20250302: 衰退担忧与关税冲击带动美债利率大跌

核心观点: 近期美国经济数据持续疲软、美联储模型大幅下调 25Q1 美国 GDP 增速预测, 引致市场对美国的衰退叙事再起, 降息预期显著升温; 叠加本周特朗普关税政策再度升级推升市场避险情绪, 美元指数走强、美债利率大幅下行、美股大跌。下周关注 2 月美国非农就业和 ISM PMI 数据。向前看, 我们认为美国经济仍有韧性, 但预计移民、DOGE 裁员将对非农就业造成短期冲击, 且关税的不确定性料加剧市场对美国增长前景的担忧, 短期看降息预期仍有进一步升温空间。

宏观点评 20250301: 理解经济“开门红”的两条线索——2 月 PMI 数据点评

理解 2 月经济, 有两条线索, 一是季节性, 春节时间越早, 通常 PMI 反弹越强, 今年春节处于历史偏早水平; 二是趋势, 9 月以来驱动经济复苏的几个动能还在延续, 支撑着 1-2 月经济走强。风险提示: 房地产市场走弱; 出口下行; 以旧换新政策后续不及预期的风险。

宏观点评 20250228: 美国 1 月耐用品订单环比超预期

美国耐用品订单走强: 1 月美国耐用品订单环比+3.1%, 预期+2%, 前值由-2.2%上修至-1.8%; 除飞机外核心资本品订单环比+0.8%, 预期+0.3%, 前值由+0.4%下修至+0.2%。风险提示: 美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控; 美联储维持高利率水平时间过长, 引发金融系统流动性危机; 通胀下行速率不及预期。

固收金工

固收深度报告 20250304: 银行“缩表”的拓展探索: 海外商业银行并购与国内有何异同?

国内外商业银行在并购方面的差异点: 1) 并购原因: 海内外银行并购在政策监管和市场竞争层面存在一定差异, 海外并购中更多受到市场竞争因素的驱动。海外商业银行并购中市场竞争因素占据主导性地位, 其并购决策更紧密围绕市场信号和竞争需求以应对不断变化的市场格局; 而国内商业银行并购尽管也一定程度上受市场因素影响, 但政策导向的作用更为直接。2) 对债券影响: a) 海外商业银行并购中, 债券的发行和估值受合并前后市场情绪及银行基本面变化而波动较大; 国内商业银行并购中, 政策因素导向下股东结构及政策支持帮助平滑信用风险, 合并前后债券的发行和估值变化相对平稳。国内外商业银行在并购方面的相似点: 并购原因: a) 有助于提升银行资本实力和抗风险能力, 提高资本充足率、优化资源配置、防范金融风险。b) 银行可扩展业务网络来实现规模经济, 进而降低运营成本, 助力盈利能力的强化。c) 政府政策是重要驱动力, 目标在于解决银行危机以及自上而下地防范金融风险、提升金融资源整合度。风险提示: 市场波动风险; 样本有限影响结论普适性; 数据统计

偏差。

行业

推荐个股及其他点评

焦点科技 (002315): 2024 年年报业绩点评: 卖家回款加速提升, AI 新产品未来空间广阔

盈利预测与投资评级: 由于此前公司管理层变更影响到 2024 年业绩, 因此我们将公司 2025-2026 年的归母净利润盈利预测由 6.61/7.84 亿元调整为 5.57/6.79 亿元, 预计 2027 年的归母净利润为 7.85 亿元, 2025-2027 年现价对应 PE 为 23.34/19.15/16.57 倍。我们认为公司是被低估的数字经济平台龙头, 有望受益于“科技赋能+SaaS 模式+政策利好”三大优势, 迎来加速增长, 维持“买入”评级。

五洲新春 (603667): 精密制造领域龙头, 丝杠布局领先未来可期

风险提示: 丝杠产品研发不及预期, 人形机器人量产进度不及预期, 宏观经济风险。

亿纬锂能 (300014): 守正创新, 穿越周期, 新品+出海实现破局

盈利预测与投资评级: 我们基本维持对公司 24-26 年归母净利润 40.7/53.2/75.1 亿元的预测 (此前预期 41.3/55.0/75.1 亿元), 同比 +0.5%/+31%/+41%, 对应 PE 25/19/13 倍, 考虑公司大圆柱、大铁锂放量在即, 给予 26 年 20x, 目标价 73 元, 维持“买入”评级。风险提示: 电动车销量不及预期, 电池企业竞争加剧, 原材料涨价超预期。

帝科股份 (300842): 2024 年报点评: N 型占比领先, 新技术持续研发

盈利预测与投资评级: 预计竞争加剧, 我们下调盈利预测并新增 2027 年预测, 预计公司 2025-2027 年归母净利 4.5/5.6/7.0 亿元 (2025 年、2026 年前值 6.0/7.0 亿元), 同增 24%/24%/27%; 银铜浆新技术突破, 光伏行业有望底部回暖, 给予 2025 年 20xPE, 目标价 63.62 元, 维持“买入”评级。风险提示: 原材料上涨超预期、需求增长不及预期、竞争加剧等。

浙江荣泰 (603119): 云母龙头守正创新, 卡位机器人智启未来

盈利预测与投资评级: 我们预计公司 2024-2026 年归母净利润 2.3/3.5/4.9 亿元, 同比 +36%/+51%/+41%, 对应 PE 49/33/23 倍。考虑公司新业务远期利润弹性, 给予公司 25 年 50xPE, 目标价 48.5 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。风险提示: 项目投产进度不及预期, 行业竞争加剧, 海外政策变化风险。

小商品城 (600415): AI 专题点评: 消费品出海枢纽, 具备 AI 落地场景 & AI 变现能力

投资建议: 建议关注小商品城的 AI 工具落地以及变现潜力。在 AI 技术落地和应用方面, 小商品城有能力、有场景、有变现能力。能力方面, 公司 2023 年就和腾讯云、清华系合作探索 AI 大模型; 此外公司作为贸易枢纽, 公司多年积累具备贸易领域大数据, 并已完成数据确权。场景方面, 义乌小商品城的大量经营户、小商品, 以及大量外商需求, 是 AI 落地的好场景。变现能力方面, 公司未来或可通过 AI 工具收费、订阅服务收费等方式实现变现。

泸州老窖 (000568): 机制创新, 精耕突破

事件: 3 月 2 日, “2024-2025 年泸州老窖年度经销商表彰暨营销会议”在泸州举办, 会议以“新征程, 精耕细作稳增长, 改革创新谋发展”为主题,

规划“十四五”决胜之年围绕六大转变实施新战略。数字落地全面攻坚，区县下沉精耕突破。2024年以来，国窖围绕拓终端、强开瓶，持续发起“春雷-秋收-挖井-春耕”多轮行动，各阶段策划有的放矢，攻坚内容层层递进。2025年作为公司“数字化落地年”：①在渠道管理方面，要求渠道配额根据开瓶确定、渠道利润及费用分配主要根据扫码积分确定，并进一步建立健全数据分析模型，以更好实现风险识别和营销指引。②在市场规划方面，要求加强下沉市场考核，并借助数据分析，将区县市场细分为“三期四段”，根据区域市场所处的不同发展阶段，更有针对性制定目标要求及资源投放计划，从而在以往双124工程基础之上，更好推进核心消费者、核心终端扩容提质。盈利预测与投资评级：参考动销反馈，我们调整2024~26年归母净利润为133、133、149亿元（前值141、158、185亿元），同比增长0%、0%、12%，当前对应2024~26年PE为14/14/12X，维持“买入”评级。风险提示：经济向好不确定性，成本及费用支出超预期，中高档酒增长不及预期。

宏观策略

宏观量化经济指数周报 20250302：食品和油价回落或拖累 2 月 CPI 转负

观点 周度 ECI 指数：从周度数据来看，截至 2025 年 3 月 2 日，本周 ECI 供给指数为 50.43%，较上周回升 0.07 个百分点；ECI 需求指数为 49.93%，较上周回升 0.03 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 49.99%，较上周回升 0.02 个百分点；ECI 消费指数为 49.64%，较上周回升 0.04 个百分点；ECI 出口指数为 50.30%，较上周回落 0.02 个百分点。 月度 ECI 指数：从 2 月整月的高频数据来看，ECI 供给指数为 50.28%，较 1 月回落 0.17 个百分点；ECI 需求指数为 49.89%，较 1 月环比持平。从分项来看，ECI 投资指数为 49.94%，较 1 月回落 0.07 个百分点；ECI 消费指数为 49.61%，较 1 月回升 0.14 个百分点；ECI 出口指数为 50.28%，较 1 月回落 0.12 个百分点。从 ECI 指数来看，2 月份经济在供需两端都延续着较为明显的复苏态势，节后工业生产的修复也逐渐开始向基建链条传导，而结合 1-2 月份的高频数据来看，出口、地产和商品消费较去年同期均出现了明显改善，需求端的修复有望带动一季度经济增长实现“开门红”。消费方面，春节期间的消费数据显示家电、手机等品类实现了零售收入的同比高增，而节后乘用车零售市场也开始逐步修复，“以旧换新”政策对商品零售的拉动效果已明显显现；出口方面，节后监测港口累计完成货物吞吐量持续走高且强于季节性、同期美国进口也出现了明显加码，指向“抢出口”行为或有所强化。本周美国和墨西哥相继表态或对中国实施关税加码，或对我国通过墨西哥进行转口贸易的电子设备和汽车等产品出口造成明显扰动。物价方面，2 月整体数据来看，猪肉和蔬菜价格均较 1 月出现了明显的环比回落，食品价格对 CPI 的正向拉动作用或小幅减弱，叠加 2 月翘尾因素对 CPI 的影响，2 月 CPI 同比或小幅转负。 ELI 指数：截至 2025 年 3 月 2 日，本周 ELI 指数为-0.71%，较上周回升 0.03 个百分点。货币政策或延续精细化流动性调控。回顾 2 月份人民银行的流动性调控，在“降准”缺位、国债买卖继续暂停的情况下，货币政策主要通过公开市场操作和买断式逆回购吞吐资金：公开市场操作层面，2 月份合计净回笼 1 万亿；买断式逆回购层面，2 月份开展了 1.4 万亿规模的操作，包括 9000 亿 3 个月期和 5000 亿 6 个月期，由于 2 月份有 8000 亿元买断式逆回购到期，因此实际净投放规模为 6000 亿元，达到去年创设以来规模最小的单月投放。合计来看，2 月份货币政策各项政策工具净回笼 4000 亿元，货币政策精细化调节流动性的风格或延续至 3 月份，对流动性而言，3 月份往往是财政支出大月，对流动性形成补充，或部分对冲“两会”后政府债供给边际抬升的压力，而 3 月份贷款投放对银行体系流动性的消耗或也将从买断式逆回购和 MLF 续作上得到一定补充；从货币政策工具层面，3 月份包括 MLF 在内合计有 2.0 万亿公开市场工具到期，如何精细化调控以平抑逆回购到期对流动性的影响，货币政策或继续“防风险”和“稳增长”之间需求平衡，预计 3 月份流动性供需总体延续“紧平衡”局面。 风险提示：短期出现“抢出口”现象；政策出台力度低于市场预期；房地产改善的持续性待观察。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：李昌萌 证券分析师：王洋）

海外周报 20250302：衰退担忧与关税冲击带动美债利率大跌

核心观点：近期美国经济数据持续疲软、美联储模型大幅下调 25Q1 美

国 GDP 增速预测, 引致市场对美国的衰退叙事再起, 降息预期显著升温; 叠加本周特朗普关税政策再度升级推升市场避险情绪, 美元指数走强、美债利率大幅下行、美股大跌。下周关注 2 月美国非农就业和 ISM PMI 数据。向前看, 我们认为美国经济仍有韧性, 但预计移民、DOGE 裁员将对非农就业造成短期冲击, 且关税的不确定性料加剧市场对美国增长前景的担忧, 短期看降息预期仍有进一步升温空间。

大类资产: 衰退预期与关税升级扰动市场情绪, 美债利率大幅下行, 美股大跌。本周公布的美国经济数据延续疲软、美联储模型对 25Q1 美国 GDP 增速大幅下修至负区间, 引致市场对美国经济衰退预期升温, 降息预期进一步回升; 叠加特朗普关税冲击升级推升避险情绪, 美元走强, 美债利率大幅下行, 美国和亚太股市大跌。全周 (2 月 24 日至 28 日) 来看, 美元指数上涨 0.94%, 美债利率持续下行, 10 年美债利率降 22bps 至 4.21%, 2 年美债利率降 21bps 至 3.99%; 标普 500、纳斯达克、恒生指数分别下跌 0.98%、3.47%、2.29%。此外, 部分受获利止盈以及股市下跌引发的去杠杆压力影响, 本周黄金大跌, 现货黄金价格下跌 2.66%, 收于 2858 美元/盎司, 为近一个月以来的低位。

海外经济: 延续偏弱的经济数据和 GDP 预测加剧美国经济“衰退”叙事。本周公布的美国经济数据整体延续弱势, 1 月 PCE 通胀完全符合预期、温和回落, 而受净出口领先数据大跌影响, 本周美联储 GDPNow 对 25Q1 美国 GDP 预测值大幅下修至负区间, 强化市场对于美国增长前景的担忧, 带动降息预期升温。增长方面, 周二公布的 2 月美国咨商会消费者信心指数录得 98.3, 为 2024 年 6 月以来新低, 调查者对未来 12 个月衰退预期上升; 周三、周四公布的 1 月新屋销售 (环比-10.5%, 预期-2.6%) 和待建房屋销售 (环比-4.6%, 预期-0.9%) 均偏弱; 周五公布的 PCE 个人支出环比-0.2%, 预期+0.2%; 实际个人支出环比-0.5%, 预期-0.1%。1 月耐用品订单则好于预期: 环比+3.1%, 预期+2%, 前值由-2.2%上修至-1.8%; 核心资本品订单环比+0.8%, 预期+0.3%, 前值由+0.4%下修至+0.2%。通胀方面, 1 月 PCE 物价指数各主要分项完全符合预期、较 1 月 CPI 相比更温和: PCEI 同比+2.5%, 前值+2.6%, 环比+0.3%, 前值+0.3%; 核心 PCE 同比+2.6%, 前值+2.8%; 核心环比+0.3%, 前值+0.2%。虽然此前在 PPI 数据发布后, 市场对 1 月 PCE 通胀已有一定的预期, 但延续温和回落的数据仍令市场对于通胀的担忧有所缓解。值得注意的是, 在周五 PCE 和批发、零售、领先商品贸易数据公布后, 亚特兰大联储 GDPNow 模型将 25Q1 美国 GDP 增速预测由前值+2.32%大幅下修至-1.48%。从分项看, 预测值转负的原因是净出口分项贡献度由-0.41%下修至-3.7%, 而反映 GDP 核心动能的消费与投资下行幅度相对可控, 因而“核心 GDP”国内私人净购买预测值仅由+1.97%小幅下行至+1.49%。相应地, 未将领先商品贸易数据纳入模型的纽约联储 Nowcast 模型对 25Q1 美国 GDP 增速预测最新为+2.935%。我们认为, 净出口分项预测大跌的背后或许与美国贸易商因对关税的担忧而“抢进口”行为有关, 虽然并不一定代表美国经济“又要衰退”, 但如果市场“不求甚解”, 可能又会强化市场的衰退叙事。周五当晚数据发布后, 联邦基金期货市场完全定价 6 月降息 25bps, 2 年期美债利率下破 4.0%。下周关注 2 月美国非农就业数据, 当前 51 名彭博分析师一致预期新增非农就业+16 万, 失业率持平 4.0%。关注特朗普驱赶非法移民政策对新增非农就业的下行冲击。

海外政治: 特朗普关税政策再升级; 众议院通过 FY2025 预算决议, 为延长 TCJA 减税法案铺路。本周特朗普在关税议程上继续加码, 引致市场避险情绪攀升, 美股持续回调。周二, 特朗普签署行政令对美国的铜进口发起 232 调查, 并要求商务部在 270 天提交调查报告; 周

三，特朗普在社交媒体称对欧盟汽车进口征收的关税或为 25%，并会很快发布；周四晚间，特朗普在办公室接受媒体采访时表示，3 月 4 日对加、墨关税将如期实施、同时对中国额外加征 10% 关税，4 月 2 日的对等关税计划仍将完全有效。其中，本周宣布的对华额外 10% 关税超出市场预期。从近期加码关税政策的力度和节奏来看，特朗普针对关税的政策既针对特定地区（加拿大、墨西哥、中国、欧盟），也侧重重点商品（铜，以及此前特定加征的钢、铝、芯片和医疗产品等），并新创“对等关税”以落地全面关税思路，且符合其反复横跳、但“说了就会做”的施政风格。因此，虽然市场普遍认可关税作为特朗普外交工具的属性十分鲜明，但其关税广泛性和力度之大、超预期频率之高，仍令市场不得不逐步计价关税政策不确定性对市场情绪的冲击，并强化对美国经济增长前景的担忧。本周关税新闻发布后，叠加逊于预期的经济数据，市场避险情绪显著升温，带动美债利率持续下行、美股大跌。2 月 25 日，美国众议院通过其 2025 财年预算决议，指定了总体联邦收入、支出、赤字和债务的目标水平，其中包括延长将于 2025 年底到期的《减税和就业法案》(TCJA) 所有个人税和遗产税条款，并预计将在截至 2034 财年期间累计增加 3.4 万亿美元赤字。如果这一预算决议得到两院批准，则将开启预算和解程序(budget reconciliation)，使主要的税收和支出立法能够以简单多数快速绕过参议院阻挠规则。而此前，参议院于 2 月 20 日批准了一项“瘦身”的同步预算决议(concurrent budget resolution)，其中包含与边境和国防支出、国内能源生产以及支出削减相关的预算和解程序，但不包括针对税收的和解程序。根据预算立法程序，下一步两院需就预算决议进行协商，以达成同步预算决议，方有可能在国会得以通过。因此，预计接下来两院将围绕减税法案、削减支出和预算赤字等进行多轮博弈，并大概率与债务上限等问题捆绑协商，预计在临近 3 月 14 日债务上限再度到期之时将加剧市场波动。风险提示：特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

(证券分析师：芦哲 证券分析师：张佳炜 研

究助理：韦祎 研究助理：王茁)

宏观点评 20250301：理解经济“开门红”的两条线索——2 月 PMI 数据点评

数据：2 月制造业 PMI 为 50.2%，比上月上升 1.1 个百分点；服务业 PMI 为 50.0%，比上月下降 0.3 个百分点；建筑业 PMI 为 52.7%，比上月上升 3.4 个百分点。三大行业中，制造业、建筑业景气度都处于扩张区间，服务业景气度处于临界点，整体景气水平较好，节后经济实现开门红。核心观点：理解 2 月经济，有两条线索，一是季节性，春节时间越早，通常 PMI 反弹越强，今年春节处于历史偏早水平；二是趋势，9 月以来驱动经济复苏的几个动能还在延续，支撑着 1-2 月经济走强。首先，从季节性来看，春节的日期越早，节后 PMI 环比反弹幅度越大（见图 1）。今年春节是 1 月 29 日，按照正月初八开始返程复工来算，今年 2 月 6 日后就进入复工模式，而去年复工日为 2 月 10 日（正月初九）。今年 2 月有效工作日更多，也对应着更强的 PMI 环比增速。其次，从趋势来看，2 月“开门红”是 926 以来经济复苏趋势的延续。去年 9 月以来的经济复苏其实是四个因素驱动的结果，①“以旧换新”带来的商品消费增长，②抢出口，③房地产销售止跌回升，④股票市场成交量带动金融业增加值回升。春节后这 4 个因素都还比较强，这意味着上轮稳增长的政策红利还在持续，带来了节后经济开门红：①“以旧换新”：春节假期期间通讯器材销售收入同

比+181.9%，家电音像同比+166.4%。节后今年有换新补贴，相比去年的同比增速预计仍然较为可观，特别是新纳入补贴范围的手机电脑等品类。 ②出口：节后4周港口集装箱吞吐量平均为550万箱，去年同期为478万箱；另一方面，新出口订单从46.4%回升到2月的48.6%，景气水平也高于去年2月的46.3%。 ③房地产销售：对齐春节来看，30城在节后30天的平均商品房成交面积为17.2万平，去年同期为13.7万平。 ④股票市场成交量：2月股票市场日均成交金额18401亿元，虽然略低于10月20144亿元，但与Q4的18528亿元差别不大。但是我们也注意到，2月经济开门红存在两个分歧点。一是服务业景气度环比下降，服务消费需求仍然面临一定压力。从季节性来看，服务业2月景气度也有“春节越早、景气越强”的特点（图2），但今年2月服务业PMI却环比走弱0.3个点，降至50%的临界点。生活服务消费需求是主要拖累，国家统计局指出“受节前集中采购，节后假日效应消退等因素影响，与居民消费相关的零售、住宿、餐饮等行业商务活动指数回落较为明显”。去年下半年，生活服务消费需求就偏弱，社零里的餐饮收入增速在7-12月长期维持在3%上下，只有11月达到4%。从2月PMI来看，需要注意今年服务消费需求延续去年偏弱的趋势。二是建筑业景气度回升，但微观调研数据较弱，二者分歧较大。我们认为今年开年基建投资增速并不弱，高频数据可作为验证。2月建筑业PMI大幅回升3.4个点至52.7%，但从百年建筑网的复工调研数据来看，节后第四周全国13532个工地开复工率为64.6%，农历同比减少10.81个点。我们认为两个分歧里建筑业PMI数据更准确，从高频数据来看，螺纹钢、石油沥青开工率等实物工作量指标逐渐超过了去年水平，开年基建仍然能实现开门红。 往后看，接下来的经济走势取决于三方面因素。一是前期政策效果可以持续多久，如房地产销售、商品消费等上轮政策脉冲带来的需求增长能否持续到二季度。二是出口情绪何时转变，今年2月特朗普对华加征10%关税后，国内抢出口效应仍在持续，但近期特朗普宣称要再加10%关税，在此情况下，强出口未来能否延续。三是观察政策加码，3月两会召开在即，扩大投资和促进消费的增量政策将陆续落地，政策落地节奏和效果能否如期兑现。 风险提示：房地产市场走弱；出口下行；以旧换新政策后续不及预期的风险。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：占烁）

宏观点评 20250228：美国1月耐用品订单环比超预期

1.美国耐用品订单走强：1月美国耐用品订单环比+3.1%，预期+2%，前值由-2.2%上修至-1.8%；除飞机外核心资本品订单环比+0.8%，预期+0.3%，前值由+0.4%下修至+0.2%。 2.欧洲股市反弹的原因：WSJ认为，相对收益优势和制造业复苏迹象或为欧洲股市跑赢的原因。随着美国七大科技巨头的估值开始显得泡沫化，欧洲成为分散投资的理想选择；基于未来12个月的盈利收益率预测，欧洲股票相对于通胀保护国债提供了6.2%的溢价，是美国股票的两倍多。最新的PMI表明，德国制造业衰退可能即将结束，军工股在军备扩张的背景下同样走强。 3.不同口径下中国对美出口的数据差异：纽约联储的研究认为，2018年以来，美国与其他国家的贸易逆差持续增加，但出于不同统计口径的原因，美国从中国的进口下降幅度并未如普遍预期的那样大，直接面向消费者的“微量”贸易正在持续走高。 4.25%部分商品关税的经济影响：特朗普声称将会对所有汽车、医药和半导体进口征收25%的关税。耶鲁预算实验室测算，该政策相当于将美国整体有效关税税率提高5.2%，2025年GDP增长率或下降0.2-0.3个百分点；由于关税的累退性，底层家庭所受的影响是顶层家庭的3倍。 5.关税影

响与汇率：近期欧元对特朗普关税言论敏感度降低。尽管涉欧关税新闻频频出现，但欧元自本月初以来交易波动区间越来越窄。 6.经济数据影响下的日元汇率：随着经济数据走强，交易员增加对日本数据的关注。在工资和 GDP 数据发布的 5 分钟内，日元汇率的波动性较此前大幅提升。 7.TCJA 法案永久化的影响：TAX Foundation 测算，TCJA 法案中个人、遗产和企业税收的永久化将会在 10 年内持续提升 GDP，并在 2034 年达到+1.0%。TCJA 的永久化会导致赤字增长和利息成本增加，经济增长将在一定程度上抵消部分收入损失，但仍有大量赤字需要应对。就分配效应而言，TCJA 的永久化将令收入最高的五分之一人群的收入平均增长 3.3%，收入最低的五分之一人群的收入平均增长 2.8%。 风险提示：美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机；通胀下行速率不及预期。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：张佳炜 研究助理：韦祎 研究助理：王茁）

固收金工

固收深度报告 20250304：银行“缩表”的拓展探索：海外商业银行并购与国内有何异同？

观点 海外商业银行并购案例复盘： 1) 美国：a) 不同时期美国银行业中主要的产生战略调整影响的并购交易多为吸收合并，时间维度上呈现阶段性波动，主体维度上以大型银行主导为主而被并购方则主要分为困境驱动型以及业务协同型，交易价值维度上规模差异显著，监管维度上政策的支持与限制均对并购产生影响。b) 具体案例包括：美国银行并购美林证券；第一资本并购探索银行。2) 欧洲：a) 在欧洲经济区净息差环境的愈发严峻、政府扮演或积极推动或干预限制的多重角色、客户类型丰富多样致使服务需求分化等因素的影响下，泛欧并购和大规模国内整合正在兴起。b) 具体案例包括：瑞士银行收购瑞士信贷；桑坦德银行收购阿比国民银行。3) 日本：a) 日本银行业的并购主要发生于两个时代背景，一是 90 年代期间，日本经济经历严重的泡沫崩溃，银行面临资产负债表不稳、不良贷款激增和资本充足率不足等问题，促使并购重组成为当时日本政府和金融监管机构的重要政策目标；二是进入 21 世纪后，日益激烈的国际竞争导致单纯依靠单一银行业务模式已难以应对挑战，因此为了提高在全球市场中的竞争力，日本国内的大型银行开始寻找并购整合机会来强化资本实力、拓展市场份额。b) 具体案例包括：三菱银行、东京银行和 UFJ 银行的合并；住友信托银行吸收合并中央三井信托银行、中央三井资产信托银行；大和银行与住友银行的合并。 国内外商业银行在并购方面的差异点： 1) 并购原因：海内外银行并购在政策监管和市场竞争层面存在一定差异，海外并购中更多受到市场竞争因素的驱动。a) 政策层面：海外商业银行呈现出监管稳定性与灵活性的动态平衡特征，监管政策会根据市场状况适时调整；而国内商业银行并购则主要由政策强力主导，监管部门明确改革方向，地方政府积极执行，以农村金融机构的风险化解和资源配置优化为主。b) 市场层面：2023 年海外多家银行的风险事件暴露高利率、低估值和监管趋严的环境下银行所面临的生存压力，因此为保持竞争优势，海外商业银行积极通过并购来实现规模经济和业务拓展，换言之，海外商业银行并购中市场竞争因素占据主导性地位，其并购决策更紧密围绕市场信号和竞争需求以应对不断变化的市场格局；而国内商业银行并购尽管也一定程度上受市场

因素影响，但政策导向的作用更为直接。2) 对债券影响：a) 海外商业银行并购中，债券的发行和估值受合并前后市场情绪及银行基本面变化而波动较大。对新债发行而言，海外商业银行因资本需求与盈利能力变化而面临成本抬升、市场阻力等影响，可能被动调整发债时机；对存债估值而言，盈利能力与市场信心变化以及市场对并购后主体的风险评级均可能导致存续债券价格大幅波动。b) 国内商业银行并购中，政策因素导向下股东结构及政策支持帮助平滑信用风险，合并前后债券的发行和估值变化相对平稳，表明国内外商业银行并购对债券影响的差异或可反映不同金融市场环境和监管体制下的不同影响路径与效果。国内外商业银行在并购方面的相似点：1) 并购原因：a) 有助于提升银行资本实力和抗风险能力，提高资本充足率、优化资源配置、防范金融风险。b) 银行可扩展业务网络来实现规模经济，进而降低运营成本，助力盈利能力的强化。c) 政府政策是重要驱动力，目标在于解决银行危机以及自上而下地防范金融风险、提升金融资源整合度。2) 并购方式：新设合并和吸收合并。3) 并购后整合挑战：a) 需解决管理模式、业务操作模式和文化差异上的难点。b) 技术整合日益重要，如数据安全、平台对接、系统架构兼容等。4) 商业银行并购不仅是一个财务重组的过程，其背后通常蕴含对银行个体未来发展战略以及银行业整体稳定性调控的深度研判。预计伴随金融科技的崛起、全球化进程的加速，商业银行并购的脚步或将加快，并购双方的债券配置窗口有望随之增频开启。风险提示：市场波动风险；样本有限影响结论普适性；数据统计偏差。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

行业

推荐个股及其他点评

焦点科技 (002315)：2024 年年报业绩点评：卖家回款加速提升，AI 新产品未来空间广阔

投资要点 事件：公司发布 2024 年年报，2024 年四季度公司单季度收入为 4.57 亿元，同比增长 13.63%。归母净利润为 0.93 亿元，同比增长 15.12%。扣非净利润 0.85 亿元，同比增长 16.32%。符合预期。买家流量大幅提升，带动卖家回款增速的增长：公司自 2024 年 4 月 1 日起通过精细化运营持续优化服务提升用户的留存，例如优化买家角度的 UI，提升第三世界国家的弹窗速度等。此外推出了不同国家的 App 矩阵进一步提升了买家流量的导入。2024 年，中国制造网在多个区域和国家实现流量与商机显著增长，2024 年全站买家注册量同比增长 28%。区域经济方面，东南亚流量同比增幅达 58.50%，商机同比增幅 33%；中东区域流量同比增幅 38%，商机同比增幅 24%；拉美流量同比增幅 32.8%，商机同比增幅 25.6%，欧洲流量同比增幅 19%，商机同比增幅 21%。这一增长预计将提升买家和卖家的交易频次，进而加速卖家的变现。高增长的买家流量将直接带动卖家后续收入的提升。经营改革效果显著，现金回款加速：2023 年下半年，公司在组织架构和销售培训方面持续进行经营性改革，推动了效率提升。公司在 2024H1 和 2024H2 的销售商品和提供劳务收到的现金同比增长 6.43%和 17.76%，下半年增速显著提升，随着买家活跃度持续提高，公司的现金回款也在加速，预计将推动 2025 年收入的增长，2025 年卖家回款有望达到 20%。截至 2024 年年底平台收费会员数为

27,415 位，较去年同期增加了 2,829 位，同比增长 11.5%。AI 平台业务预计带来可观的现金回款，未来 AI 平台 Mentarc 发布空间广阔：购买 AI 麦可的会员累计超过 9000 位（不含试用体验包客户），2024 年当年度现金收入超过 4500 万元。未来公司将发布 AI 平台 Mentarc，连接主流电商平台，提供选品、货源查找等服务，并预计将吸引更多站外商户，扩大 AI 用户基数。盈利预测与投资评级：由于此前公司管理层变更影响到 2024 年业绩，因此我们将公司 2025-2026 年的归母净利润盈利预测由 6.61/7.84 亿元调整为 5.57/6.79 亿元，预计 2027 年的归母净利润为 7.85 亿元，2025-2027 年现价对应 PE 为 23.34/19.15/16.57 倍。我们认为公司是被低估的数字经济平台龙头，有望受益于“科技赋能+SaaS 模式+政策利好”三大优势，迎来加速增长，维持“买入”评级。风险提示：市场需求波动和国际贸易环境变化；跨境经营和交易监管风险；行业竞争加剧

（证券分析师：张良卫 证券分析师：张家琦

证券分析师：戴晨）

五洲新春（603667）：精密制造领域龙头，丝杠布局领先未来可期

投资要点 精密制造领域龙头，全球布局稳步推进 公司前身五洲实业成立于 1999 年，2002 年正式改名为五洲新春。2010 年，公司以轴承产业为核心，向降低成本、产业链一体化目标进发。2016 年公司于上交所成功上市，借助资本平台实现持续增长。公司深耕精密制造技术二十余年，打造出涵盖精密锻造、制管、冷成形、机加工、热处理、磨加工和装配的一体化轴承、精密零部件制造全产业链。财务表现方面，2024Q1-Q3 公司实现营业收入 24.7 亿元，同比下降 1.8%；实现归母净利润 0.98 亿元，同比下降 20.0%，业绩短期承压。长期来看，2018-2023 年公司营业收入从 13.7 亿元提升至 31.1 亿元，CAGR 达 17.7%，归母净利润由 1.02 亿元增长至 1.38 亿元，CAGR 为 6.2%，长期增长趋势明显。我们认为，随着全球经济逐渐复苏市场需求回暖以及公司新业务拓展的有序推进，未来公司有望实现稳健增长。深度布局丝杠赛道，有望充分受益于人形机器人产业化进程 深耕精密制造技术二十余年，积极开拓人形机器人核心零部件，目前已于丝杠、轴承领域实现领先行业的产能布局。（1）丝杠领域：公司高度关注丝杠在人形机器人领域的应用前景，凭借全产业链优势和前期技术储备，已完成产品的快速迭代以应对市场新需求。同时，公司进一步加大研发投入及下游市场开拓，目前以拥有多种工艺，与部分客户达成初步送样。2025 年 3 月 1 日，公司公告拟投资 15 亿元于行星滚柱丝杠、卫星滚珠丝杠及智能汽车丝杠建设项目。公司积极推进丝杠产能布局，建设进度行业领先，具备明显卡位优势。（2）轴承领域：公司已经研发成功机器人全系列轴承产品，配套南高齿、纽氏达特、中大力德、极亚精机、来福谐波等机器人减速器制造企业。盈利预测与投资评级：公司主营业务企稳向上，依托二十余年精密制造工艺拓展丝杠领域。我们预测公司 2024-2026 年归母净利润为 1.31/1.71/2.00 亿元，当前股价对应 PE 分别为 126/96/83 倍。考虑到丝杠行业市场空间较大，公司丝杠产能布局进度较为领先，且较同比公司具有估值优势，维持“增持”评级。风险提示：丝杠产品研发不及预期，人形机器人量产进度不及预期，宏观经济风险。

（证券分析师：周尔双 研究助理：钱尧天）

亿纬锂能（300014）：守正创新，穿越周期，新品+出海实现破局

投资要点 最具潜力二线电池厂，四大赛道成长性十足。亿纬锂能成立于 01 年，以锂原电池起家，4 年内站稳行业龙头，10 年起开拓消费电池赛道，并迅速做到头部份额，15 年切入动力/储能赛道，迅速获得

多个国际大客户定点，成为最亮眼的二线电池企业。我们认为其成功主要得益于：1) 全路线布局，发展较为稳健，持续能力强，精准把握细分领域爆发；2) 突破快善学习，高标准高要求，拿下多个大客户定点，打出国际化品牌影响力；3) 前瞻能力较强，战略调整精准，重点押注大圆柱+大铁锂，打造与龙头的差异化发展。电池技术储备较为全面，储能电池份额跃居全球第二，新品+出海有望实现破局。公司三元软包、三元方形、铁锂方形、大圆柱四大路线均有布局，未来重点押注叠片铁锂+大圆柱路线，其中叠片铁锂已进入收获期，大圆柱 25 年迎来规模放量。分领域看，①储能电池目前满产满销，24 年跃居全球第二（15%），我们预计 25 年出货维持 45% 增长，大铁锂新品开启放量，并持续开拓海外产能，26 年海外市场大规模放量；②商用车电池供不应求，24 年装机量国内第二（10%），我们预计出货量高增 150%+；③乘用车重点拓展爆款车型，配套小鹏 P7+、零跑、其他新势力等，叠加标品化带动成本改善，打造大圆柱王牌产品，25 年有望步入收获期。出货方面，我们预计公司 24 年出货 80GWh，同增 47%，其中储能超 52GWh，同比翻倍，动力近 28GWh，同比微降，25 年出货约 115GWh，同增 43%。盈利方面，电池价格基本企稳，产能利用率提升，优质订单比例提升，24 年单 wh 盈利 0.01-0.02 元，随着新车型的陆续交付，叠加大铁锂+大圆柱开启放量，25 年预计进一步改善。锂原电池龙头地位稳定，消费圆柱电池满产满销，小 3C 电池应用领域广泛，思摩尔持续贡献投资收益。公司锂原电池全国份额第一，万物互联拓宽应用场景，产品利润水平高，我们预计每年稳定增长；公司圆柱电池份额全球第三，受益于无绳化、锂电化、国产替代化、产品结构升级等趋势，消费类小圆柱需求火爆，公司目前满产满销，国内份额迅速扩张，我们预计 24 年出货 11 亿颗，同增 70%；小 3C 电池应用领域广泛，新兴应用场景不断涌现，提供额外增长点；思摩尔作为电子烟龙头，亿纬看好其价值与竞争力，我们预计贡献稳健投资收益，为公司提供优质现金流。盈利预测与投资评级：我们基本维持对公司 24-26 年归母净利 40.7/53.2/75.1 亿元的预测（此前预期 41.3/55.0/75.1 亿元），同比+0.5%/+31%/+41%，对应 PE 25/19/13 倍，考虑公司大圆柱、大铁锂放量在即，给予 26 年 20x，目标价 73 元，维持“买入”评级。风险提示：电动车销量不及预期，电池企业竞争加剧，原材料涨价超预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕

证券分析师：朱家佟）

帝科股份（300842）：2024 年报点评：N 型占比领先，新技术持续研发

投资要点 事件：公司发布 2024 年报，全年实现营收 153.51 亿元，同增 59.85%；归母净利 3.6 亿元，同减 6.66%。其中 2024 年 Q4 实现营收 38.4 亿元，同增 9.57%，归母净利 0.67 亿元，同减 27.83%。出货同比增长、盈利保持稳定：2024 年公司银浆出货 2037.69 吨，同增 18.9%；其中 N 型银浆销售 1815.5 吨，占比 89.1%。其中 2024 年 Q4 银浆出货约 456 吨，同降 23%/环比持平略增；2024 年 Q4 毛利率约 8.36%，环增约 0.76pct；测算单 kg 毛利约 634 元/kg，环增约 38 元/kg。2025 年看随行业自律持续推进，盈利有望保持稳定。研发持续投入、新技术全面布局：2024 年公司投入研发费用 4.82 亿，同增 55.68%。公司在银浆领域全面布局：TPC 方面，重点强化正背面全套银浆领导地位，开发的高铜浆料设计已取得显著进展；HJT 方面，持续发力低温银浆及低温银包铜浆迭代，率先实现低银含银包铜（30% 银含）大规模产业化，20% 银含浆料产品验证与可靠性进展顺利。BC

方面，公司持续大规模量产，产品性能处于行业领先地位。 Q4 费用保持稳定、经营现金转正：公司 2024 年 Q4 费用 2.2 亿元，同环降 4%/6%，费用率 5.8%，同环比-0.8/-0.2pct；2024 年 Q4 经营性现金流 3.58 亿元环比转正。 盈利预测与投资评级：预计竞争加剧，我们下调盈利预测并新增 2027 年预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润 4.5/5.6/7.0 亿元（2025 年、2026 年前值 6.0/7.0 亿元），同增 24%/24%/27%；银铜浆新技术突破，光伏行业有望底部回暖，给予 2025 年 20xPE，目标价 63.62 元，维持“买入”评级。 风险提示：原材料上涨超预期、需求增长不及预期、竞争加剧等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男
 证券分析师：徐毓嵘）

浙江荣泰（603119）：云母龙头守正创新，卡位机器人智启未来

投资要点 绝缘云母材料行业龙头，主业护城河稳固盈利亮眼。公司为耐高温绝缘云母制品行业龙头，主要产品用于新能源汽车的电池热失控安全件，公司前瞻布局押注新能源汽车行业，绑定头部车企及电池厂，成为业绩增长主要来源。公司 2023 年收入 8 亿元，同增 20%，2024 年前三季度收入 8.1 亿，同增 39%，2023 年公司净利 1.7 亿元，同增 28%，2024 年前三季度达 1.67 亿元，同增 42%。此外车用绝缘云母产品具有定制化属性，行业格局稳定，技术+客户护城河深厚，公司 21 年起毛利率稳定 35%+，净利率维持 20%+，充分彰显公司竞争力。 受益于新能源汽车安全性政策趋严，云母绝缘件增速快于行业。21 年起国内热失控安全要求从推荐性标准转变为强制性标准，要求电池 5 分钟不起火不爆炸，21 年欧盟汽车安全法规跟进。云母具有优异的耐高温绝缘性能，可以延缓热量传递，成为当前车企主流方案。根据 GGII，22 年电池包上盖板场景中云母渗透率达 80%+，模组间场景达 30%，且远期渗透率有望进一步提升。我们测算新能源汽车云母件 27 年市场空间预计达 100 亿以上，25-27 年维持 30%以上复合增长，快于行业增速。 新客户、新订单持续拓展，出海加速贡献新增量。公司专注新能源企业行业，绑定特斯拉、大众、沃尔沃、宝马等头部车企，享受海外市场云母绝缘件份额提升红利，24 年上半年海外收入占比提升至 49%，25 年预计达 50%+，利润占比预计 60%+；且公司 23 年起新增五家海外新能源车客户定点，优质客户持续拓展，截止 24H1 公司已披露的新能源行业定点项目预计约 92.38-99.63 亿元，支撑公司后续业绩高增，且海外占比提升推动公司盈利水平进一步增长。 绑定大客户开拓新型轻量化结构件产品，单车价值量进一步提升。公司依托自身创新及制造基因，新增开发非云母材料的新型轻量化结构件产品，绑定北美大客户已拿到 3.65 亿订单，单车价值量 300-1000 元，市场空间进一步打开。24 年新型轻量化结构件产品已实现部分收入，25 年有望翻倍增长。 依托客户及技术优势，拓展人形机器人领域。公司为车企 Tier1 供应商，与头部车企深度合作，公司以 4 亿元估值收购狄兹精密（KGG）51%的股权，KGG 微型丝杠技术实力领先，灵巧手最新代方案对应微型丝杠单台用量预计提升 3-4 倍，远期单台价值量有望达 1-2 万，此外 KGG 具备行星滚柱丝杠、执行器等产品加工能力，有望进一步开拓品类，打开成长空间。 盈利预测与投资评级：我们预计公司 2024-2026 年归母净利润 2.3/3.5/4.9 亿元，同比+36%/+51%/+41%，对应 PE 49/33/23 倍。考虑公司新业务远期利润弹性，给予公司 25 年 50xPE，目标价 48.5 元，首次覆盖，给予“买入”评级。 风险提示：项目投产进度不及预期，行业竞争加剧，海外政策变化风险。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕）

证券分析师：岳斯瑶 研究助理：胡锦芸

小商品城(600415): AI 专题点评: 消费品出海枢纽, 具备 AI 落地场景 & AI 变现能力

投资要点 小商品城持续在 AI 工具的开发和落地上发力, 赋能市场经营户, 义乌老板娘 AI 带货视频在 Facebook 上获得大量流量: 根据潮新闻对小商品城大数据公司技术总监的采访, 春节期间公司旗下 Chinagoods AI 团队已经在研究 DeepSeek 模型的部署和适配。小商 AI 视创应用, 已经在开市时接入 DeepSeek, 面向所有经营户免费开放使用。这款应用可以自动合成带货视频, 支持 36 种语言。根据新华社, 义乌某老板娘发布在 Facebook 上的由 AI 生成的带货视频最高流量达到 5.4 万。公司在 AI 大模型上积极布局, 目前已有较深沉淀: 2023 年 10 月, 小商品城宣布和清华系(面壁智能科技)、腾讯云签订了战略合作协议。同日, 公司还发布了全球首个商贸领域的大语言模型, 并发布“义乌老板娘”形象。AI 功能上线之后市场经营户接受度较高, 2025 年初已有接近 3 亿经营户常态化使用 AI 做生意。义乌国际商贸城具备产品数量多、外向度高、涉及小语种多等特点, 天然适合 AI 工具发挥。小商品城商家数量多达 7.5 万个, 经营 26 个大类、210 万个商品, 且新品的迭代速度非常快。如果能使用 AI 工具生成各种产品介绍、或者自动推荐产品, 那将会显著提升引流效率。此外, 小商品城外向度高达 60%+, 每年面对 56 万+人次的来自 100 多个国家和地区的外商。用 AI 生成 200 多万个国家、数十种语言的带货视频和产品文案, 并和各国外商沟通, 就是一个重要的 AI 落地场景。AI 变现有望成为公司未来的业绩增长点。小商品城旗下拥有 chinagoods 平台, 已获 7.5 万户小商品城线下商家接入。随着 AI 服务的上线, 平台有望提升变现能力, 创造增量业绩。投资建议: 建议关注小商品城的 AI 工具落地以及变现潜力。在 AI 技术落地和应用方面, 小商品城有能力、有场景、有变现能力。能力方面, 公司 2023 年就与腾讯云、清华系合作探索 AI 大模型; 此外公司作为贸易枢纽, 公司多年积累具备贸易领域大数据, 并已完成数据确权。场景方面, 义乌小商品城的大量经营户、小商品, 以及大量外商需求, 是 AI 落地的好场景。变现能力方面, 公司未来或可通过 AI 工具收费、订阅服务收费等方式实现变现。盈利预测与投资评级: 我们维持公司盈利预测, 预计 2024-26 年公司归母净利润为 31.3/ 36.9/ 51.3 亿元, 同比+17%/ 18%/ 39%, 对应 P/E 为 23/ 19/ 14 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 经营户对 AI 的接受程度不确定、未来公司 AI 产品的落地、推广和变现具备不确定性、研发开支或影响短期费用等。

(证券分析师: 吴劲草 证券分析师: 阳靖)

泸州老窖(000568): 机制创新, 精耕突破

投资要点 事件: 3 月 2 日, “2024-2025 年泸州老窖年度经销商表彰暨营销会议”在泸州举办, 会议以“新征程, 精耕细作稳增长, 改革创新谋发展”为主题, 规划“十四五”决胜之年围绕六大转变实施新战略。2024 年数智创新有力实施, 开瓶势能稳中有进。2024 年公司保持良性发展, 国窖 1573 品牌稳居 200 亿阵营, 老窖品牌体量突破 100 亿元, 同时数智化落地成功打开新局面——核心单品年度开瓶超 4000 万瓶, 开瓶终端超 70 万家(有效认证终端 116 万家, 同增 52%), 开瓶消费者超 1000 万人次(公司会员达到 3768 万人, 同增 60%)。经过 2024 年数智化战略的坚定推进, 公司在扫码开瓶及会员数据资产方面的积累已远远走在行业前列, 核心单品扫码开瓶率已达到近 30%, 消费场景建设及渠道全链路管理更具抓手。2025 年春节, 国窖华北、四川主销区渠道反馈动销同比回正, 表现好于高端酒行业整体,

在一定程度上亦反映公司围绕开瓶动销，在餐酒融合、AC/BC 联动方面的运作策略已步入正轨。2025 年六大思维转变，指导行动穿透。2024 年底，公司在核心经销客户会议上，提出六大思维转变，以指导销售团队及经销商应对市场变化。①从上升市场思维到下降市场思维，对此公司将深入布局区域市场，西南、华北基地市场要进行网格化深耕，北京/华东/豫锋市场要打造增量样板，全国以区县为单位加强终端布局。②从渠道思维到消费者思维，对此公司进一步强调品牌培育拉力，2025 年将紧扣“中国浓香出海 110 周年主题”，策划年度品牌事件。③从数量思维到利润思维，对此公司要求强化价格维护，从而通过顺价溢价保障渠道利润，并完善客户的分级评估，实施“一商一策”灵活支持。④放任思维→管服思维，对此公司将持续推动消费者、渠道及组织端的数智化建设，并加强总部与基层协同沟通，以更好提升管理能效、强化市场控盘及响应能力。⑤/⑥从促销思维到情绪价值创造思维，从习惯思维到年轻人思维，对此要提升低度产品覆盖，扩容跨界消费场景，瞄准 Z 世代人群偏好打造创新酒品。数字落地全面攻坚，区县下沉深耕突破。2024 年以来，国窖围绕拓终端、强开瓶，持续发起“春雷-秋收-挖井-春耕”多轮行动，各阶段策划有的放矢，攻坚内容层层递进。2025 年作为公司“数字化落地年”：①在渠道管理方面，要求渠道配额根据开瓶确定、渠道利润及费用分配主要根据扫码积分确定，并进一步建立健全数据分析模型，以更好实现风险识别和营销指引。②在市场规模方面，要求加强下沉市场考核，并借助数据分析，将区县市场细分为“三期四段”，根据区域市场所处的不同发展阶段，更有针对性制定目标要求及资源投放计划，从而在以往双 124 工程基础之上，更好推进核心消费者、核心终端扩容提质。盈利预测与投资评级：参考动销反馈，我们调整 2024~26 年归母净利润为 133、133、149 亿元（前值 141、158、185 亿元），同比增长 0%、0%、12%，当前对应 2024~26 年 PE 为 14/14/12X，维持“买入”评级。风险提示：经济向好不确定性，成本及费用支出超预期，中高档酒增长不及预期。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：孙瑜）

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>