



东兴八骏 2025 年度金股

2025 年 2 月 24 日

东兴研究

金股报告

分析师	林阳	电话：021-65465572	邮箱：liny@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480524080001
	刘航	电话：021-25102913	邮箱：liuhang-yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480522060001
	石伟晶	电话：021-25102907	邮箱：shi_wj@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480518080001
	刘蒙	电话：010-66554034	邮箱：liumeng-yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480522090001
	张天丰	电话：021-25102914	邮箱：zhang_tf@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480520100001
	刘宇卓	电话：010-66554030	邮箱：liuyuzhuo@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480516110002
	孟斯硕	电话：010-66554041	邮箱：mengssh@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480520070004
	刘田田	电话：010-66554038	邮箱：liutt@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480521010001

年度策略观点：

A 股进入新的牛市周期：政策反转奠定牛市基础，A 股的牛市周期总是与当时全球和国内政治经济周期息息相关，本轮经济下行周期主要特征是房地产下行周期带来资产负债表受损，需求端不断下行，为了扭转下行趋势而推出系列重要政策。利率下行带来风险偏好提升，中美进入利率下行共振期，美联储预计 2025 年继续降息两次，中国央行表示未来有较大的降息降准空间。A 股市场供需格局改善，IPO 数量和融资额均大幅下降，同时居民端股票配置偏低，机构配置比例提升，基金发行仍有较大增量。经济呈现弱复苏，地产下行趋势边际改善，这一轮经济周期本质是地产下行周期，只要地产能够企稳，宏观经济就能企稳，2025 年预计房地产销售负增减弱。中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间，广义赤字 2025 年有望至 12 万亿左右。制度性红利逐渐显现，资本市场高质量发展内涵发生重大变化：从注重融资功能的增量向推动存量质量转变，通过加大分红，增强上市公司股东回报，鼓励上市公司合理通过市值管理提升公司质量，吸引中长期资本，同时提高上市门槛，加大退市力度，鼓励资产重组整合，有效提升存量上市公司长期投资价值。

2025 年呈现结构性慢牛：A 结构性牛市特征，从牛市演绎形态和周期来看，往往呈现出三阶段特征：第一步：经济下行阶段，出台重磅政策，刺激经济和股市，形成政策底。第二步：政策验证期，形成市场底。第三步：基本面改善，形成主升趋势。从政策底到市场底，从市场底到业绩底，市场传导的是从预期到现实的逻辑过程。过去这三次大的牛市周期，最终走出主升行情，最终基本面起到决定性作用。A 股结构性慢牛的叙事：政策、基本面和外部因素的三角拉扯，2025 年行情由三个核心因素决定：政策、经济基本面和外部因素。二因素好转，一因素压制：经济基本面好转呈现弱复苏，政策持续发力，外部压力持续。则指数稳步上行，个股从小向大均衡，蓝筹公司也有表现，指数稳步抬升，市场空间有望向 3800 点拓展。业绩验证时点在 2025 年 3-4 月和 7-8 月，市场验证期的第一个时点：2025 年 3-4 月是业绩验证的重要时点，年报和 1 季报同时验证两个季度的基本面。市场验证期的第二个时点：2025 年 7-8 月中报和上半年业绩的重要时点。美国降息节奏影响中国货币政策，根据最新消息，美联储表示 2025 年只会降息两次，低于上次预测的四次。美元利率下行空间和节奏对中国货币空间释放将会有所影响。特朗普对华政策的不确定性，特朗普 1.0 实施对中国出口短期影响较大。特朗普本轮关税等贸易政策在中期维度对中国出口产生影响。如果全面实施，对中国 GDP 最终影响预计在 1%左右。全球冲突和地缘政治带来的非预期事件也值得关注。

指数判断：下有托底，上有破局。指数层面，可能的走势是一波三折，趋势向上，底部抬升。指数波动范围：市场可能形成以 3200-3300 点为新的价值中枢平台，向下有 10%的波动空间，向上有至少 15%的弹性空间，也就是说，向下低点在 3000 点附近，向上的高点至少在 3800 点附近。我们倾向于明年的走势是震荡向上的趋势，下半年指数会更好一点。原因是基本面的恢复叠加外部因素的弱化以及政策较为积极的应对。

弹性为王，重点关注大科技和消费：如果市场是结构性慢牛走势，则市场风格从避险为主的熊市思维向弹性为王的牛市风格转换。资产配置角度，建议重点关注两个核心方向：大科技与消费。大科技：TMT，军工、机器人、低空经济、卫星通讯等新兴产业。消费：食品饮料、纺织服装、医药、医美、旅游等隐含较大悲观预期的低位板块，可能存在较大的预期差。关注两个线索，一个是国企改革的蓝筹重估。一个是资产重组，以央企及地方国资平台的资产注入，以及中小科创创为代表的

资产注入为代表。

以下汇总东兴八骏 2025 年度金股推荐标的及简要推荐理由：

火炬电子（603678.SH）：特种 MLCC 领先企业，第二增长曲线逐步明晰

华工科技（000988.SZ）：数通光模块具备产品矩阵优势、技术前瞻优势、产能优势，驱动联接业务保持较快增长

龙芯中科（688047.SH）：业绩短期承压，看好公司长期发展

铂科新材（300811.SZ）：三条增长曲线稳步推进，公司已进入强成长期

龙佰集团（002601.SZ）：钛白粉龙头强化一体化优势，持续布局产业链资源

贵州茅台（600519.SH）：24 年顺利收官，看好 25 年公司经营稳定增长

涪陵榨菜（002507.SZ）：改革逐渐落地，公司进入发展新时期

珀莱雅（603605.SH）：龙头地位持续巩固，享国潮崛起之风

风险提示：基本面复苏低于预期；政策不及预期；外部形势恶化。

目 录

1. 东兴八骏 2025 年度金股汇总	4
2. 年度金股推荐理由	4
2.1 火炬电子（603678.SH）：特种 MLCC 领先企业，第二增长曲线逐步明晰	4
2.2 华工科技（000988.SZ）：数通光模块具备产品矩阵优势、技术前瞻优势、产能优势，驱动联接业务保持较快增长	5
2.3 龙芯中科（688047.SH）：业绩短期承压，看好公司长期发展	6
2.4 铂科新材（300811.SZ）：三条增长曲线稳步推进，公司已进入强成长期	7
2.5 龙佰集团（002601.SZ）：钛白粉龙头强化一体化优势，持续布局产业链资源	9
2.6 贵州茅台（600519.SH）：24 年顺利收官，看好 25 年公司经营稳定增长	9
2.7 涪陵榨菜（002507.SZ）：改革逐渐落地，公司进入发展新时期	10
2.8 珀莱雅（603605.SH）：龙头地位持续巩固，享国潮崛起之风	11
3. 风险提示	12

表格目录

表 1：东兴八骏 2025 年度金股汇总	4
----------------------------	---

1. 东兴八骏 2025 年度金股汇总

以下汇总东兴八骏 2025 年度金股推荐标的：

表1：东兴八骏 2025 年度金股汇总

简称	证券代码	行业	总市值 (亿元)	PE			EPS			联系人
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
火炬电子	603678	电子	134	43.5	32.0	23.7	0.67	0.91	1.23	刘航
华工科技	000988	通信	495	37.8	29.5	22.4	1.30	1.67	2.20	石伟晶
龙芯中科	688047	计算机	548	-88.7	4555.0	621.1	-1.54	0.03	0.22	刘蒙
铂科新材	300811	金属	151	27.8	20.4	16.4	1.93	2.63	3.27	张天丰
龙佰集团	002601	化工	424	11.7	10.0	8.7	1.52	1.77	2.05	刘宇卓
贵州茅台	600519	食品饮料	18,695	21.8	18.9	16.3	68.28	78.73	91.21	孟斯硕
涪陵榨菜	002507	食品饮料	155	17.9	16.2	14.6	0.75	0.83	0.92	孟斯硕
珀莱雅	603605	商贸零售	335	22.0	17.8	14.7	3.85	4.76	5.74	刘田田

资料来源：同花顺，东兴证券研究所 注：所有标的PE 基于 2025 年 2 月 21 日收盘价计算

2. 年度金股推荐理由

2.1 火炬电子（603678.SH）：特种 MLCC 领先企业，第二增长曲线逐步明晰

深耕陶瓷电容器行业 30 余年，国内陶瓷电容器行业的领军企业。火炬电子主要从事陶瓷电容器及相关产品的研发、生产、销售、检测及服务业务，产品主要适用于航空、航天、舰船、兵器、电子对抗等武器装备军工市场及部分高端民用领域；公司作为首批通过宇航级产品认证的企业，承担多项国家特种科研任务，已与多数特种企事业单位等建立良好的合作关系。

业务围绕“元器件、新材料、国际贸易”三大战略板块布局，子公司分工明确。至今为止公司共有 14 家全资、控股一级子公司。自产元器件由火炬电子、福建毫米、天极科技以及厦门芯一代实施生产、研发和销售；自产新材料由立亚系公司实施，国际贸易板块由雷度系公司负责，采取买断式销售模式公司目前主要收入来源为以电容器为主的电子元器件生产和销售业务，公司自产新材料营收占比逐年增长。因市场需求整体放缓，尤其是贸易板块业务销售规模同比下降明显，导致营业收入同比减少，2024 年三季度附加价值较高的产品出货增加，业绩呈现逐季改善的趋势。

MLCC 市场需求稳步攀升，国产替代空间巨大。目前，日本、韩国和中国等国家的企业在 MLCC 市场上占据主导地位。日本企业村田、京瓷、TDK 在 MLCC 占据全球最大的份额。根据中国海关数据显示，2023 年我国 MLCC 进口额达 438.27 亿元，出口额 238.50 亿元，贸易逆差 199.77 亿元。从 2020-2023，MLCC 贸易逆差有逐年缩小的态势。未来随着中国 MLCC 行业的不断发展壮大，其国际竞争力将进一步提升，国产替代空间巨大。随着消费电子回暖、AI 服务器需求上升，MLCC 行业迎来温和复苏，预计 2025 年出货量将达到 5.3 万亿只。中商产业研究院预测，2025 年全球 MLCC 市场规模将达到 1120 亿元，中国 MLCC 市场规模有望达到 473 亿元。

装备现代化进程加快，2024 年国内军用 MLCC 市场规模达 51 亿元。我国《十四五规划和 2035 年远景目标纲要》提出，加快武器装备现代化，聚力国防科技自主创新、原始创新，加速战略性前沿性颠覆性技术发展，加速武器装备升级换代和智能化武器装备发展。2024 年我国国防预算约为 1.67 万亿元人民币，同比增长 7.2%，连续三年增速突破 7%，继续位于 2020 年以来高点。随着我国国防建设的发展，装备现代化进程加快，特别是装备电子化、信息化、智能化、国产化持续推进，军用 MLCC 市场前景广阔，2024 年中国军用 MLCC 市场规模达 51 亿元。

新材料从 0 到 1，打造第二成长曲线。立亚系突破“卡脖子”关键材料-高性能陶瓷纤维。目前公司第二代连续碳化硅产品已经应用在航空发动机热结构件、航天冲压发动机热结构件、航空航天近空间飞行器外防热结构件、核能领域构件。陶瓷纤维的性能决定 CMC 的性能，发展 CMC 的关键在于发展高性能陶瓷纤维。当下陶瓷基复合材料在航空航天领域的应用发展较快，2022 年全球航空航天领域在陶瓷基复合材料市场占比达到 37%，从全球 CMC 材料市场规模来看，根据 StraitsResearch 数据，预计将在 2030 年达到 90.4 亿美元，期间年复合增长率为 12.79%。

公司盈利预测及投资评级：公司是我国军用 MLCC 核心供应商，MLCC 业务或迎来恢复式增长，公司非 MLCC 业务发展有望持续向好；陶瓷材料是公司布局的重点领域，第二增长曲线逐步明晰。考虑到下游装备的放量节奏，业绩有望持续增长。预计公司 2024—2026 年收入增速分别为-15.24%、23.84%、18.19%；归母净利润分别为 3.06、4.17 和 5.66 亿元，对应 EPS 分别为 0.67、0.91 和 1.23 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：（1）下游需求不及预期；（2）市场竞争加剧风险；（3）技术迭代风险

详情参见：《火炬电子（603678.SH）：特种 MLCC 领先企业，第二增长曲线逐步明晰》，刘航、李科融，2025 年 1 月 22 日

2.2 华工科技（000988.SZ）：数通光模块具备产品矩阵优势、技术前瞻优势、产能优势，驱动联接业务保持较快增长

华工正源是上市企业华工科技全资子公司，公司主要研究包括面向 5.5G、F5.5G、AIGC、光显示应用领域的光芯片、光模块、光组件、智能终端等产品，广泛应用于全球无线通信和 AI 算力等重要领域。

2023 年华工正源在全球光模块厂商排行榜单中位居 TOP8。2024 年 6 月，光通信行业市场机构 LightCounting 发布最新版 2023 年全球光模块 TOP10 榜单。中国厂商的整体表现来看，共有 7 家厂商入围。2023 年，旭创科技（排名第 1）、华为（排名第 3）、光迅科技（排名第 5）、海信宽带（排名第 6）、新易盛（排名第 7）、华工正源（排名第 8）、索尔思光电（排名第 9）。

华工正源在数通光模块建立产品矩阵优势和技术前瞻优势。

华工正源在数通光模块产品布局较宽。公司产品覆盖 400G 到 800G 的全系列光模块，以及自研硅光 1.6T 高端模块产品，并且正在开发 3.2T 等下一代光模块。800G 光模块是目前 AI 大模型企业主流需求产品，

公司在 800G 光模块方面产品丰富、表现突出。华工正源数通光模块产品性能广受行业认可。2023 年第十届 ICC 讯石产品英雄榜评选中，公司 800G OSFP DR8LPO 硅光模块获 2023 光通信最具竞争力产品称号。2024 年，在 CFCF 展上，公司 800G OSFP 2x FR4 TRO 产品获 2024 年度最具影响力光通信产品，

800ZR/ZR+QSFP-DD 相干光模块获光模块类 2024 年度产品创新奖。此外，公司在 2024 年 3 月的 OFC、9 月的 CIOE 展上，相继推出 1.6T 高速硅光模块的产品，抢占新一代技术制高点。

华工正源在高速率光模块产能扩充方面已经取得显著进展。截止 2024 年三季度，公司已建成的 400G 光模块月产能已达到 40 万到 45 万只，产能利用率高达 80%，且正在向月产能 70 万只的产能扩充；海外产能以 800G 和 1.6T 为主，规划月产能为 10 万只，并可快速增加至 20 万只。

海外市场方面：2022 年之前，公司在海外并未设有光模块制造基地，2022 年公司在马来西亚槟城设立工厂并派驻员工，标志着其海外产能产品在 2024 年年底和 2025 年一季度上量做准备。

国内市场方面：公司原有武汉东湖新技术开发区华中科技大学科技园正源光子产业园，自 2023 年起扩建新的生产基地，正在建设下一代超高速光模块研发中心暨高速光模块生产基地建设项目；2024 年 11 月 18 日，一期工程已完成封顶，一期建筑面积达 8.25 万平方米，用于高速光模块产品的研发、生产。

华工正源逐步进入北美头部客户供应商名单。根据公司 2024 年 10 月底公告，公司已在海外多家头部客户进行不同的 400G、800G 以及 1.6T 产品的测试。800GLPO 产品已获得明确需求，目前在测试阶段，1.6T 产品正加快送样测试。国内市场方面，在主要的互联网及设备厂商中，公司数通产品实现 100G、200G 到 400G，800G 全系列产品的覆盖，2024 年四季度高速率光模块交付进一步增多，400G 以及 800G 单模也将持续上量。

公司盈利预测及投资评级：当前大模型公司对 400G 以上高数据速率模块需求旺盛。公司 400G、800G 光模块系列产品进入国内外头部互联网厂商，规模化交付将驱动联接业务保持较快增长，成为公司收入增长主要驱动力。我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 131.56、160.89、207.43 亿元，归母净利润分别为 13.08、16.77、22.11 亿元，对应 PE 分别为 27X、21X、16X。首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：市场竞争加剧风险；地缘政治环境风险。

详情参见：《华工科技（000988.SZ）：数通光模块具备产品矩阵优势、技术前瞻优势、产能优势，驱动联接业务保持较快增长》，石伟晶，2024 年 12 月 4 日

2.3 龙芯中科（688047.SH）：业绩短期承压，看好公司长期发展

事件：

1、近期，公司发布 2024 年年度业绩预告，预计 2024 年实现营业收入 5.06 亿元左右，与上年同期基本持平；预计实现归母净利润-6.19 亿元，与上年同期相比，预计将减少 2.90 亿元左右，预计同比下降 87.89%左右；预计实现扣非归母净利润-6.55 亿元左右，同比预计将减少 2.13 亿元左右，预计同比下降 48.24%左右；

2、近日，搭载龙芯 3 号 CPU 的设备成功启动运行 DeepSeekR17B 模型，实现本地化部署。

点评：

整体业绩有所下降，下半年营收企稳回暖。（1）营收方面，2024 年全年来看，公司全年业绩有所承压，主要受下游需求收缩影响以及公司主动减少解决方案类业务有关，但是公司积极应对经营压力，把握电子政务市场开始复苏的时机，发挥 3A6000 及 2K0300 等新产品的性价比优势，推动 2024 年下半年公司营收重新进入增长周期。同时公司主动减少解决方案类业务，解决方案类业务营收同比有较大幅下降，同时芯片产品

业务营收同比有较大幅度增长；（2）利润端来看，信息化领域产品的销量大幅增长带动毛利率回升，但固定成本分摊、早期与桌面 CPU 配套出货的桥片成本较高、工控芯片营收下降导致工控类芯片业务毛利额的贡献度降低对毛利率等影响仍然存在，从而整体毛利率水平仍未恢复；（3）其他方面，公司按照既定的会计政策计提的信用减值损失和资产减值损失较上年同期增加较多，预计超过 2 亿元，主要由于受宏观经济环境承压部分客户的回款低于预期，传统优势工控市场停滞导致公司前代产品库龄达到存货跌价准备的计提标准。但随着未来传统优势工控市场的逐步恢复，已计提存货减值的产品后期在工控领域实现销售的可能性较大，预计不会对公司经营造成实质性影响。

积极开展 AI 大模型本地部署，实现国产芯片与 AI 大模型协同突破。近期，龙芯联合太初元基等产业伙伴，仅用 2 小时即在太初 T100 加速卡上完成 DeepSeek-R1 系列模型的适配工作，上线包含 DeepSeek-R1-Distill-Qwen-7B 在内的多款大模型服务。同时，采用龙芯 3A6000 处理器的诚迈信创电脑和望龙电脑已实现本地部署 DeepSeek，部署后无需依赖云端服务器，避免了因网络波动或服务器过载导致的服务中断，可完成文档处理、数据分析、内容创作等多项工作，显著提升工作效率。此外，公司积极携手太初元基、寒武纪、天数智芯、算能科技、openEuler 等合作伙伴，全力打造 DeepSeek 系列模型的多形态推理平台，助力企业用户实现智能化转型。公司积极挖掘“AI+信创”融合发展的应用场景和最佳实践，致力于将人工智能前沿成果转化为切实可行的生产力，有望受益“AI+信创”行业趋势。

公司盈利预测及投资评级：公司营收基本符合预期，但受下游需求收缩影响以及公司主动减少解决方案类业务影响等营收有所下降；此外受毛利率恢复不及预期、信用减值损失和资产减值损失等影响归母净利润下降较多。但公司积极应对经营压力，信息化业务企稳回暖，公司作为信创龙头企业积极探索 AI+方案，看好公司长期发展潜力，结合公司业绩预告，我们下调公司 2024-2026 年归母净利润至-6.18、0.13 和 0.89 亿元，对应 EPS 分别为-1.54、0.03 和 0.22 元。当前股价对应 2024-2026 年 PS 值分别为 105、80 和 58 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：信创进程不及预期、下游需求恢复不及预期、公司业务拓展不及预期风险等。

详情参见：《龙芯中科（688047.SH）：业绩短期承压，看好公司长期发展》，刘蒙、张永嘉，2025 年 2 月 18 日

2.4 铂科新材（300811.SZ）：三条增长曲线稳步推进，公司已进入强成长期

事件：公司发布 2024 年第三季度报告。截止 2024Q3，公司实现营业收入 12.27 亿元，同比增长 43.63%；实现扣非归母净利润 2.81 亿元，同比增长 55.41%；基本每股收益+50%至 1.02 元。其中 24Q3 公司营收及扣非净利分别+58.06%及 87.34%至 4.31 亿元及 1.01 亿元。报告期内，公司芯片电感业务高速扩张，金属软磁粉芯业务延续稳定强增长，金属粉末业务增长曲线稳步推进，共同推动公司业绩持续攀升且季度净利润率至 23.23%。

芯片电感业务延续爆发式增长。公司芯片电感业务 2020-2023 年营收 CAGR 高达 280.2%，占总营收比重由 0.38%增长至 23 年的 8.87%（业务收入由 187 万元增至 1.03 亿元，其中 23 年收入规模+407%）；而 24H1 该业务收入已升至 1.95 亿元，环比增长 138.92%，占公司主营业务比重亦增至 24.5%，显示磁性电感业务已正式成为公司有效的第二增长极。24 年 8 月底公司发布《2024 年度以简易程序向特定对象发行股票预案》，公司拟募集资金总额为 3 亿元用于“新型高端一体成型电感建设项目”（计划总投资额约 4.54 亿元），将在惠州市打造自动化、智能化和精细化的芯片电感生产基地，建设周期约 30 个月占地约 45.6 亩。

项目有助于公司芯片电感产品性能优化迭代、产能快速扩容并且增强批量交付能力，并且夯实公司第二增长曲线。从年内的芯片电感产能角度观察，公司 24 年产能将根据市场需求由 500 万片扩充至 1000 万片-1500 万片/月。鉴于公司已设立控股子公司惠州铂科新感推进芯片业务的规模化及专业化运作，我们认为在公司四五规划阶段电感业务占公司总业务比重将升至 50% 左右，这意味着芯片电感业务将推动公司成长属性的有效优化。此外，鉴于铜铁共烧一体成型电感是 AI 服务器、AIPC、AI 手机等智能电子产品的关键磁性元器件，而其与半导体芯片可深度耦合构建泛半导体属性，这意味着公司的电感元件产品将随着大算力需求下沉而应用于半导体芯片的各个领域，即公司电感元件业务的持续领先性将推动公司成长性与数字经济发展共振。

合金软磁粉芯业务持续稳定高增长。合金软磁粉芯业务是公司具有市场领先性的支柱业务，24H1 该业务收入+7.03%至 5.86 亿元。2024 年公司继续推进 GPV、GPC 系列（基于 NPV、NPC 优化升级）市场投放并已取得积极反响，24 年内公司产品已获得比亚迪、华为等造车新势力的认可与合作。此外，鉴于公司铁硅 5 代磁粉芯在实验室已取得突破性进展且其损耗特性在 4 代基础上进一步降低约 50%，这有助于公司产品绝对竞争力的提升及市场占有率的持续攀升。考虑到新基建及人工智能的爆发将持续推动通讯、服务器电源市场规模的放大，而公司惠州基地技改叠加河源基地产能释放或推动公司总产能至 2025 年增长 112% 至约 7 万吨，公司金属软磁粉芯业务强成长性将持续优化公司盈利能力。

金属软磁粉末构建公司第三增长极。金属软磁粉末是制造金属软磁粉芯的核心原材料。公司生产的铁硅粉、铁硅铝粉主要用于生产公司的金属软磁粉芯产品，铁硅铬粉主要供给下游客户生产一体成型电感。公司 24H1 金属软磁粉末实现销售收入+25.26%至 1385.9 万元，对外销售产能不足对该业务扩张形成制约。公司已开始筹建年产能达 6,000 吨/年的粉体工厂，并将在 2024 年下半年释放部分产能且于 2025 年完成建设。当前公司高球形超细铁硅铬粉末的量产及非晶纳米晶粉末的导入已获得客户验证，预计金属软磁粉末业务对外销售的扩张会推动公司的增长动能。

财务数据持续优化，公司具有强扩张及成长能力。24Q3 公司销售毛利率升至 40.63%，净利率增至 23.23%，ROE 涨至 16.09%，综合反映公司具有的产品优势、成本管控优势及高回报优势；公司资产负债率降至 22.11%，显示公司具有强持续扩张能力；此外，报告期内公司研发费用+44.52%，这有助于公司在技术优势上持续领先并夯实护城河。

公司在多维度构筑强竞争优势。作为金属软磁材料领域产业链一体化龙头企业，公司具有明显的技术优势及模式优势，并且已经具有从发电端到负载端电能变化的全产品线布局。金属磁材新材料制造行业处于高景气成长期且行业具有高行业壁垒（上游资金、技术及量产壁垒，下游客户认证壁垒），新企业在短期内很难形成有效竞争。公司拥有强品牌影响力及高拓展性与高粘性的客户群体且金属粉末新材料行业获国家重点政策支持。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入分别为 17.33 亿元、22.96 亿元、27.94 亿元；归母净利润分别为 3.84 亿元、5.24 亿元和 6.497 亿元；EPS 分别为 1.93 元、2.63 元和 3.27 元，对应 PE 分别为 26.53x、19.47x 和 15.69x，维持“推荐”评级。

风险提示：原材料价格大幅波动，市场需求不及预期，产能释放不及预期，毛利下降风险，技术创新风险，存货风险，市场竞争及政策风险。

详情参见：《铂科新材（300811.SZ）：三条增长曲线稳步推进，公司已进入强成长期》，张天丰、闵泓朴，2024 年 10 月 23 日

2.5 龙佰集团（002601.SZ）：钛白粉龙头强化一体化优势，持续布局产业链资源

龙佰集团是钛白粉龙头企业。公司是全球钛产业领域的佼佼者，目前拥有钛白粉产能 151 万吨、海绵钛产能 8 万吨，双双位居全球第一。公司是钛白粉行业为数不多的同时具有硫酸法工艺和氯化法工艺的钛白粉供应商。公司氯化法钛白粉生产技术比肩国际领先水准的同时，又能有效降低生产成本，实现了国产氯化法钛白粉产品在中国及全球市场的份额增长。

公司具备钛白粉产业链一体化优势。公司掌握了优质矿产资源及深加工能力，产品贯通钛全产业链。公司拥有多处矿权，可确保为生产稳定供应钛精矿，公司使用自产的钛精矿及外购的钛精矿加工生产硫酸法钛白粉、富钛料（包括高钛渣、合成金红石）及生铁，富钛料进一步加工生产四氯化钛、海绵钛、氯化法钛白粉。公司全产业链优势使公司上游生产出的产品或副产品可直接用作下游产品生产的原材料。公司产业链一体化生产工艺可实现废副产品的循环利用，降低公司综合生产成本。

当前钛白粉行业盈利处于周期底部，存在边际改善预期。钛白粉属于地产后周期品种，2024 年下半年至今，钛白粉市场价格持续下行，当前行业盈利处于较低水平。从需求端看，随着国内宏观经济政策持续发力，整体需求端有望改善，钛白粉需求有望得到提振，行业中长期盈利水平有望底部回升。

公司持续布局上游矿产资源，强化产业链一体化优势。在上游原料矿产资源方面，公司积极建设两矿联合开发项目，大幅提升公司控制的钒钛磁铁矿资源量，为未来公司原材料供应奠定坚实基础。此外，公司与四川自然资源集团签订战略合作框架协议，在红格南矿采选、钒钛产业、钛精矿贸易、股权、科技等多个领域进行合作，我们认为有助于深化公司上游资源布局。

公司盈利预测及投资评级：公司是钛白粉行业龙头企业，钛白粉与海绵钛产能均位居全球前列，公司在做大做强主业的同时，持续布局产业链上下游资源，并积极布局新能源材料领域，形成多元化协同发展的业务模式。我们维持对公司的盈利预测，预测公司 2024~2026 年净利润分别为 36.15、42.25 和 48.77 亿元，对应 EPS 分别为 1.52、1.77 和 2.05 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：产品价格大幅下滑；项目建设进度不及预期；行业新增产能投放过快；行业需求下滑。

详情参见：《龙佰集团（002601.SZ）：钛白粉龙头强化一体化优势，持续布局产业链资源》，刘宇卓，2025 年 2 月 7 日

2.6 贵州茅台（600519.SH）：24 年顺利收官，看好 25 年公司经营稳定增长

公司顺利完成 2024 年任务。2024 年茅台顺利完成年初既定目标，预计实现营业总收入约 1,738 亿元（其中茅台酒营业收入约 1,458 亿元，系列酒营业收入约 246 亿元），同比增长约 15.44%；预计实现归属于上市公司股东的净利润约 857 亿元，同比增长约 14.67%。据此计算，2024Q4，茅台实现营收约 507 亿元，同比增长约 12.06%，实现归属上市公司股东的净利润约 249 亿元，同比增长约 13.92%。

25 年产品结构调整将持续，茅台酒投放量将持续。在此前经销商大会上，公司曾表示 2025 年将调整飞天 53 度 500ml 茅台酒、珍品茅台酒、飞天 53 度 1000ml 茅台酒等产品投放量，进一步强化普茅大单品作为橄榄型产品矩阵“金字塔”底座地位，激活终端消费动能，提升消费触达率。公司将调整珍品茅台酒运营模式；调整陈年茅台酒和 43 度茅台酒的分销政策。此外，公司将开发 750ml 和 400ml 茅台酒，分别用于餐饮渠道

和国际市场。我们认为公司 2025 年茅台酒的整体投放量会加大，飞天茅台投放量会减少，大文创酒和非飞天系列酒的投放量会在 25 年成为增长亮点。

确保价格稳定仍将是 25 年的重点。在此前经销商大会上，公司曾表示 2025 年公司将确保 53 度 500ml 飞天茅台价格相对稳定。同时，公司强调茅台酒的两个基本没有变，即：茅台酒的基本属性没有变，社交、收藏等基本属性依然是茅台酒的固有属性。茅台在大会上强调 53 度飞天茅台价格要确保稳定，显示出公司对于茅台批价管理的信心和决心，给市场以茅台批价稳定的心理预期。

公司盈利预测及投资评级：公司在困难的环境下，2024 年仍保持了稳健的增长，显示出业绩的韧性和稳定性。作为白酒行业的龙头企业，茅台拥有稳定发展、穿越周期的能力，我们看好公司在高端白酒中的市场占有率持续提升的趋势，预期 2025 年公司实现销售收入同比增长 14.45%，归母净利润增长 15.3%，对应 EPS78.73 元，当前股价对应估值 17.95 倍。考虑到茅台历史估值水平以及业绩增长的确性，我们给予目标估值 26 倍，目标价 2047 元，给与“强烈推荐”评级。

风险提示：宏观消费恢复不及预期，市场竞争过于激烈，公司产品结构提升不及预期等。

详情参见：《贵州茅台（600519.SH）：24 年顺利收官，看好 25 年公司经营稳定增长》，孟斯硕、王洁婷，2025 年 2 月 7 日

2.7 涪陵榨菜（002507.SZ）：改革逐渐落地，公司进入发展新时期

涪陵榨菜作为国内榨菜行业的龙头，经历过销售收入快速增长的增长期，也经历近几年的业绩增长停滞期。观察近几年公司业绩增长放缓，一方面是行业增速放缓，在整体消费疲弱、强调性价比的环境下，行业涨价空间受到限制，另一方面与近几年公司考核僵化、市场费用落地不扎实、产品结构与当前市场环境不符合等因素有关。

从 23 年以来，随着新一届管理层上任，公司开始一系列的组织架构调整，同时对战略战术上也进行了调整。随着整体的转变，我们认为公司形成三个转折点：一是销售费用落地不足的扭转；二是价格策略的扭转；三是餐饮市场开拓带来的渠道结构扭转。这一系列的转折正在帮助公司走出低谷，加速企业经营正循环。

具体来看，在 24 年改革的推动下，公司重新梳理了业务方向，渠道端做了经销商的精细化梳理，产品端也在推陈出新，销售人员的激励导向有所改变，24 年下半年以来失速的情况也得到了改善。同时公司重视多品类发展，其他品类的增长也将给公司发展注入动力。从长期来看，消费升级的大趋势没有改变，我们认为价格增长仍会是行业增长未来的推动力。预计公司在调味品行业整体复苏的大背景下，有望重拾增长。

公司盈利预测及投资评级：从长期来看，消费升级的大趋势没有改变，我们认为价格增长仍会是行业增长未来的推动力。预计公司在调味品行业整体复苏的大背景下，有望重拾增长。同时公司重视多品类发展，其他品类的增长也将给公司发展注入动力。我们预计公司 2025 年营业收入增长实现 9.8%，归母净利润增长 10.37%，对应 EPS0.83 元，当前股价对应 PE 是 16.2 倍。参考同行业的估值水平，以及公司长期的发展空间，我们认为可以给予合理估值 23 倍，目标股价为 19.9 元，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：宏观经济复苏不及预期，公司复苏不及预期，管理层出现重大管理失误，餐饮渠道发展不及预期等。

详情参见：《涪陵榨菜（002507.SZ）：改革逐渐落地，公司进入发展新时期》，孟斯硕、王洁婷，2025 年 1 月 21 日

2.8 珀莱雅（603605.SH）：龙头地位持续巩固，享国潮崛起之风

事件：市场监管总局、国家发展改革委、工业和信息化部、商务部、文化和旅游部等五部门联合印发《优化消费环境三年行动方案（2025—2027 年）》，表示要推进国潮崛起，包括化妆品、珠宝首饰等行业。珀莱雅 2025 年 1 月淘天 GMV 稳居 TOP1 宝座，国货龙头地位持续巩固。

时尚消费品的国潮崛起为发展大方向，看好优质国货市占率的持续提升。《行动方案》中提到，要提升“中国制造”整体形象，支持老字号创新发展，加快推进服装服饰、珠宝首饰、皮革制品、化妆品等精品化国潮化时尚化。其指出了我国时尚消费品未来发展的大方向为推动国货崛起，而产品质量的提升和国潮文化融合是国货崛起的重要实现方式。目前美妆行业已朝着该方向发展，研发实力的增强、产品力的提升以及对抖音等新渠道的灵活布局均拉动龙头国货美妆品牌销售高增，在一定程度上实现了对国际大牌的市占率抢占。与此同时，包括彩棠、毛戈平、花西子在内的主打东方美的品牌也在快速崛起，验证了国潮化趋势。展望未来，我们认为时尚消费品行业国货崛起趋势仍将持续，我们坚定看好龙头国货品牌市场份额的提升，产品力和品牌力强、带有国潮元素的品牌或更为受益。

珀莱雅持续巩固行业 TOP1 龙头位置，子品牌符合国潮趋势。2023 年双十一大促珀莱雅首次超越一众国际大牌成功夺冠，此后便延续销售额榜首位置。2024 年双十一大促国际美妆大牌增加折扣和种草力度，对国货品牌形成一定挤压，但珀莱雅仍维持了 TOP1 市场地位，呈现超强韧性。根据品观数据和青眼观察，2025 年 1 月珀莱雅在淘天平台 GMV3.08 亿元，排在首位；在抖音渠道 GMV2-2.5 亿元，位列 TOP2，品牌日销仍维持较好表现。公司子品牌彩棠主打“中国妆，原生美”，以中国美学为基础，同时结合了国际彩妆风尚，为专为中国面孔定制的彩妆品牌。品牌定位深度符合国潮理念，有望持续受益于政策支持和国潮文化的兴起。

短期大单品孵化+多品牌运营巩固护城河，中长期看品牌出海打开增长天花板。2025 年公司看点：（1）原经典大单品巩固底盘，相对较新的单品如能量系列、防晒系列等进有望进一步放量。（2）子品牌进入快速增长期，彩棠符合国潮定位，且 24 年团队变革重组完成，品牌有望进入良性发展轨道；洗发护发类目高增，品观数据显示 25 年 1 月 OR 淘天平台销售额同比+133.2%，品牌势能进一步释放。（3）公司在以抖音为代表的兴趣电商渠道的排名仍有提升空间，微信送礼等新渠道有望带来增量，渠道对品牌的赋能仍持续兑现。中长期看，公司推进品牌出海，从东南亚市场切入，同时积极寻求优质的国际品牌收购，有望打开增长天花板，看好公司的成长性和较强的业绩兑现性。

盈利预测及投资评级：我们预计公司 2024-2026 年净利润分别为 15.2、18.8 和 22.7 亿元，对应 EPS 分别为 3.85、4.76 和 5.74 元。当前股价对应 2024-2026 年 PE 值分别为 22、18 和 15 倍。看好公司作为国货美妆龙头的长期成长性，维持“推荐”评级。

风险提示：行业需求疲软，品牌市场竞争加剧。

详情参见：《珀莱雅（603605.SH）：龙头地位持续巩固，享国潮崛起之风》，刘田田、魏宇萌，2025 年 2 月 20 日

3. 风险提示

基本面复苏低于预期；政策不及预期；外部形势恶化。

分析师简介

林阳

中国社科院金融学硕士，长期从事行业和策略研究，曾任中信建投策略分析师、东兴证券基金部基金经理、自营部投资经理，目前为东兴研究所策略分析师。

刘航

复旦大学工学硕士，2022 年 6 月加入东兴证券研究所，现任电子行业首席分析师兼科技组组长。曾就职于 Foundry 厂、研究所和券商资管，分别担任工艺集成工程师、研究员和投资经理。证书编号：S1480522060001。

石伟晶

首席分析师，覆盖传媒、互联网、云计算、通信等行业。上海交通大学工学硕士。9 年证券从业经验，曾供职于华创证券、安信证券，2018 年加入东兴证券研究所。

刘蒙

计算机行业分析师，清华五道口金融硕士。2020 年加入东兴证券，2021 年新浪财经金麒麟计算机行业新锐分析师团队核心成员，主要覆盖数字经济、信创、人工智能等细分领域。

张天丰

大周期组组长，金属与金属新材料行业首席分析师。英国布里斯托大学金融与投资学硕士。具有十年以上金融衍生品研究、投资及团队管理经验。曾担任东兴资产管理计划投资经理（CTA），东兴期货投资咨询部总经理。曾获得中国金融期货交易所（中金所）期权联合研究课题二等奖及三等奖；曾为安泰科、中国金属通报、经济参考报特约撰稿人，上海期货交易所注册期权讲师，中国金融期货交易所注册期权讲师，Wind 金牌分析师，中国东方资产估值专家库成员，中国东方资产股票专家组成员。

刘宇卓

10 余年化工行业研究经验。曾任职中金公司研究部。加入东兴证券以来获得多项荣誉，包括 2016~2018 年水晶球公募榜连续入围，2017 年水晶球公募榜第一名、总榜第二名，2019 年新浪金麒麟新锐分析师等。

孟斯硕

首席分析师，工商管理硕士，曾任职太平洋证券、民生证券等，6 年食品饮料行业研究经验，2020 年 6 月加入东兴证券。

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019 年 1 月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2 年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

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

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。

东兴证券研究所

北京	上海	深圳
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层	虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层	福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：100033	邮编：200082	邮编：518038
电话：010-66554070	电话：021-25102800	电话：0755-83239601
传真：010-66554008	传真：021-25102881	传真：0755-23824526