

2025 年 2 月 21 日 星期五

分析师推荐

【东兴轻工与纺织服装】科锐国际（300662.SZ）：公司接入 AI 大模型，技术赋能未来可期（20250220）

作为领先的以技术驱动的整体人力资源解决方案服务商，科锐国际一直秉承着对前沿技术的敏锐洞察，积极探索“AI+HR”的深度融合场景。公司近期已成功接入 DeepSeek-R1 大模型，持续探索 AI 大模型与招聘特别是中高端招聘领域的深度融合，以期提升人才匹配效率，在人力资源智能化转型的道路上迈出关键一步。

公司接入 AI 大模型将带来效率提升、成本降低、服务模式创新等多方面影响，公司持续进行科技投入优势凸显。科锐国际在科技方面持续投入，2024 年上半年公司技术总投入 0.79 亿元，其中约 41.15% 用于内部信息化建设，58.85% 投入数字化产品开发与升级。本次公司接入 AI 大模型将对公司有重大影响：提效方面，公司通过 AI 大模型能够提升人力资源服务的效率，通过自动化筛选简历、分析候选人数据、精准匹配需求，AI 大模型可以显著加速招聘流程。降本方面，AI 大模型有望加强人力资源服务公司在风险评估与定价方面的能力，通过更精准的人才匹配和预测，降低服务成本。服务模式创新方面，通过 AI 进行深入的市场分析、人才预测，公司有望全面提升在人力资源服务行业的市场竞争力。综上所述，公司积极探索 AI 技术的应用，有望提升服务质量和效率，助力适应甚至引领行业变革，提升行业竞争力。

公司核心业务灵活用工业务保持增长，公司维持扩张态势。2024 年前三季度公司实现收入 85.46 亿元，同比+18.77%，收入的增长主要得益于招聘市场用人需求出现边际改善。前三季度公司实现归母净利润 1.35 亿元，同比-10.96%，业绩的下降主要是港澳台及海外业务有所承压，海外资产带来的投资收益大幅下降。业务数据方面，公司上半年公司为国内外客户成功推荐中高端管理人员和专业技术岗位 7,797 人，同比+32%；灵活用工业务累计派出 234,376 人次，同比+15%。截至报告期末，公司在册灵活用工业务的岗位外包员工 38,700 余人，同比+18%。公司在宏观形势偏弱背景下依然保持着扩张态势，核心业务规模保持增长，我们认为主要得益于公司数字化赋能提效成果显著，产业互联生态优势逐步显现。

人力资源服务外包行业面临重要发展机遇，科锐国际有望抓住机遇。行业需求方面，人口老龄化和产业快速轮动，服市场长期重要性凸显。近两年企业出于降本增效的要求，提高人力外包的比率，通过灵活用工降低人力成本。政策层面上，国家“十五五”规划将人力资源服务业列为现代服务业重点领

A 股港股市场

指数名称	收盘价	涨跌%
上证指数	3,379.11	0.85
深证成指	10,991.37	1.82
创业板	2,281.51	2.51
中小板	6,858.69	1.82
沪深 300	3,978.44	1.26
香港恒生	23,477.92	3.99
国企指数	8,666.72	4.14

A 股新股日历（本周网上发行新股）

名称	价格	行业	发行日
汉朔科技	-	通信	20250228
永杰新材	-	有色金属	20250228

*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

域，2025 年财政补贴占比提升至 8%，重点支持灵活用工、薪酬外包等细分赛道。技术层面上，AI 技术的进步，AI 大模型的发展使得 AI 招聘系统、薪酬自动化处理覆盖率提升，人力资源解决方案效率明显提升。我们认为 2025 年人服市场景气度有望保持向上态势。

公司盈利预测及投资评级：科锐国际作为国内灵活用工龙头，匹配效率和交付能力领先，公司通过持续的科技投入拓展增长边界，未来可期。我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 113.97、131、147.72 亿元，归母净利 2.01、2.48、3.02 亿元，对应 EPS 为 1.02、1.26、1.53 元，当前股价对应 PE 为 20、17、14 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：宏观经济大幅下滑，用人需求收缩；海内外疫情发展超预期。

（分析师：刘田田 执业编码：S1480521010001 电话：010-66554038 分析师：魏宇萌 执业编码：S1480522090004 电话：010-66555446）

【东兴传播与互联网】联特科技（301205.SZ）：三步走战略，成长为光模块行业小巨头——（20250220）

三步走战略，成长为光模块行业小巨头。联特科技自 2011 年成立以来，经历了“技术初创—市场开拓—自主创新”三大阶段。初期，公司专注于光通信收发模块的研发生产和销售，以 10G 长距离波分复用产品为主，以国际市场为主，为后续发展奠定基础；中期，公司将目标客户转向中大型电信及网络设备制造商，积极开拓国内市场，同时紧跟无线通信和数据中心的发展需求，开发出 10G-400G 等多种速率的光模块产品，覆盖电信、数通等领域，并与 NOKIA、Arista、ADTRAN、中兴通讯、新华三等国内外知名客户开展深度合作。近年来，公司坚持自主创新，加大在高速光模块研发投入，推进 800G、1.6T 等高端光模块产品的研发和量产。

目前联特科技在推进高速率光模块研发和量产方面进展顺利。联特科技目前着重扩充其高速率数通光模块领域。2024 年 3 月，公司发布了基于 SiphonMZM 技术的 800G 光模块，包括集成 DSP 模块和 LPO 模块，主要应用于解决优质光网络方案，彰显其在技术创新上的突破。9 月，在 CLOE 上，联特科技推出最新研发的 1.6T 光模块解决方案，并且表示目前 1.6T 样品已开发完成，正送往客户进行测试，标志公司在超高速光模块领域实现重大突破。与此同时，800G 光模块实现小规模量产。10 月，在 OCP 上重点推出了 800G2DR4LR0、800GDR4 和 1.6TOSFP1600 等产品，并在交换机上进行了 800G 系列产品的现场演示，通过实际操作向市场展示了产品的性能和稳定性。

联特科技在光模块产能扩充方面取得显著进展。截止 2024 年 6 月底，公司光模块产能 280 万支，不含部分外协加工的低速率产品。

海外方面，公司通过马来西亚联特以自有及自筹资金购买马来西亚槟城 BatuKawan 工业区约 6200 m²总用地面积的土地及 5800 m²建筑面积的房屋，预计新增年产能 111.76 万支光模块；2024 年，公司马来西亚工厂已经投入使用，目前经营正常。马来西亚工厂当前主要生产的产品集中在 100G、400G 等速率。

国内方面：公司募投项目拟新建生产中心用于 100G 及以上高速光模块和 5G 通信光模块的生产，建成后将实现年新增 179 万支光模块的产能。

持续扩大光模块研发投入，兼具产品研发和生产制造能力，拥有光芯片集成、光器件以及光模块的设计、生产能力。在光器件制程方面，经过多年潜心研究，公司已掌握行业领先的光耦合工艺技术，独特的核心光耦合工艺能在不同产品中通用，并能沿用到更高速率的 800G 产品及其他未来产品，有效缩短开发周期并快速响应客户需求；此外，公司是行业内少数掌握先进电磁屏蔽处理技术的厂商，通过电路设计和管壳结构配合设计，实现对光模块产品对外辐射的抑制效果，屏蔽效能达到国际一流通信设备商的严格要求，适用于高速率光模块高密度使用场景。目前联特科技已开发生产不同型号的光模块产品 1000 余种。公司是国内少数可以批量交付涵盖 10G、25G、40G、50G、100G、200G、400G、800G 全系列光模块的厂商。

公司盈利预测及评级：国内 DeepSeek 发布的开源模型表现优异，引领全球 AI 加速创新变革，有望开启国内人工智能集群升级，扩大光模块产品需求。公司将受益于 AI 产业发展趋势，营收保持较快增长趋势。我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 8.47、10.36、12.35 亿元，归母净利润分别为 0.97、1.29、1.66 亿元，对应 PE 分别为 114X、86X、67X。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。

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

重要公司资讯

1. DeepSeek: 2 月 21 日宣布，接下来一周，会陆续来源 5 个代码库，每日都有新内容解锁，进一步分享新的进展。DeepSeek 介绍，当前在线服务的模块已经经过测试、部署完备，可以投入生产环境。（资料来源：同花顺 iFinD）

2. 大众汽车: 大众汽车集团(中国)与宁德时代签署战略合作备忘录。依托各自优势，双方将聚焦技术创新与产品升级，全面深化在新能源汽车锂电池研发、新材料应用以及零部件开发领域的合作，共同开发技术先进、具有成本竞争力的电池概念及产品。（资料来源：同花顺 iFinD）

3. TCL: TCL 正式成为奥林匹克全球合作伙伴。在未来合作中，TCL 将在以电视、空调、冰箱、洗衣机等为主的智能终端及面板显示领域，为奥林匹克运动提供技术、产品与服务支持。（资料来源：同花顺 iFinD）

4. **阿里巴巴**：阿里巴巴将会继续专注于三大业务类型：国内外电商业务，AI+云计算的科技业务，互联网平台产品。未来三年，该集团将围绕 AI 这个战略核心，加大投入三大领域：AI 和云计算的基础设施建设；AI 基础模型平台以及 AI 原生应用；现有业务的 AI 转型升级。（资料来源：同花顺 iFinD）

5. **海尔集团**：海尔集团旗下卡泰驰控股与中国平安旗下云辰资本达成协议，卡泰驰控股将以总价约 18 亿美金，收购云辰资本持有的汽车之家约 41.91% 的股份，成为汽车之家控股股东。交易完成后，汽车之家将作为海尔汽车产业生态的关键枢纽，在海尔和平安共同支持下继续巩固发展现有业务。（资料来源：同花顺 iFinD）

经济要闻

1. **国务院**：国务院以“坚持促消费和惠民生相结合，大力提振消费扩大国内需求”为主题，进行第十二次专题学习。国务院总理李强指出，要紧扣居民需要挖掘我国巨大消费潜力。要大力促进服务消费，全面提升教育、医疗、文化、体育、旅游、养老、家政服务等领域的供给水平。要大力促进科技消费，释放人工智能终端产品等消费潜力。要大力促进细分市场消费，顺应多元化、差异化趋势，开发优质产品和服务，激发新的消费需求。（资料来源：同花顺 iFinD）

2. **中国煤炭运销协会**：截止 2 月上旬，国内主要炼焦煤进口接卸港(京唐港、日照港、连云港)炼焦煤库存总量 451 万吨，旬环比下降 2 万吨，降幅 0.4%；比上月同期下降 24 万吨，降幅 5.0%；同比去年增加 245 万吨，增幅 118.7%。（资料来源：同花顺 iFinD）

3. **央行**：要实施好适度宽松的货币政策，持续做好金融“五篇大文章”，发挥结构性货币政策工具总量和结构双重功能，支持科技创新和促进消费。用好股票回购增持再贷款，维护资本市场稳定运行。落实落细金融支持民营经济 25 条各项举措。扩大民营企业债券融资规模，强化民营企业债券风险分担，支持民营企业发行科创债券、绿色债券、资产支持证券等融资工具。健全民营中小企业增信制度，破解民营中小企业信用不足、信息不对称等融资制约。（资料来源：同花顺 iFinD）

4. **广州市**：近日《广州开发区(黄埔区)科技创新创业投资母基金直接股权投资实施细则的通知》正式发布。《通知》显示，在资金用途上，国资母基金的直投资金以对项目开展直接股权投资为主要运作模式，包括种子直投、天使直投、产业直投。在风险容忍机制方面，在受托管理机构尽职尽责前提下，种子直投、天使直投单项目最高允许出现 100% 亏损，按照直投资金投资整个生命周期进行考核。（资料来源：同花顺 iFinD）

5. **亚投行**：亚洲基础设施投资银行于近日完成了其首笔港元(HKD)公开发行基准债券的定价，此次交易也标志着国际发行人首次以公开形式发行债券，并将通过债务工具中央结算系统(CMU)进行本地结算。该 3 年期可持续发展债券年利率为 3.847%，募集资金达 40 亿港元。该债券受到中国香港及亚太地区投资者踊跃认购，最终订单簿金额达 90 亿港元，超过 25 个订单。（资料来源：同花顺 iFinD）

6. **国家金融监督管理总局**：发布《关于港澳银行内地分行开办银行卡业务有关事项》的通知，取消了港澳银行内地分行不得开办银行卡业务的限制。市场有观点认为，这意味着放开了港澳银行境外卡的开户限制。记者从监管人士及外资银行合规部门了解到，本轮放开的银行卡业务主要针对境内卡，并非境外卡开户限制的放开。（资料来源：同花顺 iFinD）

7. **新华社：**《自然》杂志近日发布一项重要研究成果，我国科研团队成功实现全球首例基于集成光量子芯片的“连续变量”量子纠缠簇态。相关专家表示，这一成果填补了采用连续变量编码方式的光量子芯片关键技术空白，也为光量子芯片的大规模扩展及其在量子计算、量子网络等领域的应用奠定重要基础。（资料来源：同花顺 iFinD）

8. **全国白酒标准化技术委员会：**发布关于征求《白酒质量通则》国家标准(征求意见稿)意见的通知。在本次制定过程中，科学总结中国白酒的工艺特征属性，通过对关键工艺的描述，进一步规范和推动中国白酒国际化发展，从而提升中国白酒在市场上的竞争力。同时，此次修订首次建立了面向消费者的白酒品质表达标准化语言，更加直观地了解和识别中国白酒的特性，创新产品标准的表达形式，推动白酒产业的标准化、国家化、规范化发展。（资料来源：同花顺 iFinD）

9. **国家能源局：**今年，我国将加大力度，支持有能力的民营企业承担核电领域国家重大技术攻关任务，支持民营企业参与核电产业链供应链建设，继续推动民营企业参股投资核电项目。同时还要继续支持民营企业以多种形式参与油气勘探开发、电力设施建设等项目建设，促进民营企业投资建设新型储能、智能微电网等新技术新业态新模式。（资料来源：同花顺 iFinD）

10. **广东省：**印发《关于推动制造业与生产性服务业深度融合发展的若干措施》的通知，通知指出，推动科技企业与高校、科研院所等进行科技成果与知识产权交易，建设一批专业化、市场化技术转移转化机构，提升科技成果转化能力。推广科技成果转化“先使用后付费”模式，降低企业应用成本和试错风险，对工业企业利用购买的科技成果开展技术改造或增资扩产，按规定享受省级技术改造资金支持。（资料来源：同花顺 iFinD）

每日研报

【东兴策略】总量双周报：春季行情延续 两会预期升温（20250220）

主要观点：

宏观：1月CPI走强和PMI走弱均有春节因素扰动，但结合M2和PPI的走弱，整体评估，1月经济数据仍略有偏弱，不能构成对消费持续回暖的有力支撑。核心CPI的回暖仍取决于政策面对消费的刺激，房地产企稳对居民信心的提振，以及收入分配改革的效果。整体通胀仍处于温和区间，短期内不会对财政和货币政策形成掣肘。M2数据也没有明显的改善，表明社会的融资需求仍然疲软。宽松的财政和货币政策走向不变。对资本市场而言，制造业PMI低迷可能压制周期股表现，但新质生产力（AI、机器人）和消费服务（旅游、养老）板块受益于政策倾斜，结构性机会凸显。此外，春节期间科技端DeepSeek以及消费端的电影票房表现，均表明供给端产业升级的必要性，或可刺激相关产业的投资需求。预计实体经济将加大对AI落地应用的投资，可边际改善投资需求。预计后期政策面对科技端可能会有进一步的倾斜加码。而电影票房的回暖表明从产品升级的角度也可以刺激需求的回暖，从而带动相关产业链进一步投资的意愿。预计经济总量回升仍需时间，但消费有边际改善迹象，科技行业热度上升。各地政策重心延续了中央经济工作会议“全方位扩大内需”的要求，从消费、投资和对外开放等方面陆续落地相关具体政策。关注3月两会，届时将公布具体的财政赤字率、GDP以及通胀的具体目标，是衡量财政和货币政策宽松程度的重要节点，我们预计财政宽松力度可期。

A股策略：两会行情有望提前展开。两会热议的主题往往很快投射到A股热点中来，市场往往以农业开场，我们预计在大科技和消费上仍旧有诸多讨论话题，除了大科技之外，我们非常看好消费板块，虽然短期消费板块比较低迷，但消费是经济复苏的重要抓手，启动消费不是可选项，是必选项，消费股的崛起是必然，当然过程需要一步一步来，面临的问题需要一步一步解决，目前消费股位置的性价比非常之好，因为大部分投资者都隐含了较为悲观的情绪在里面，而股价也跌无可跌，未来任何的利好都构成边际改善，一旦一些标志性的事件和数据出来，总会有资金打响第一枪，在此之前，可以从容布局大消费板块，我们认为，这是今年预期差最大的一个部分。

债券市场：后续关注政府债发行放量、央行流动性投放和两会政策情况。对两会前和政府债发行放量之后的资金面相对乐观，2月有望在宽货币带动下，推动市场收益率下行。我们看好短端利率修复价值，对于此前因资金面收紧出现超跌的中短端品种，伴随资金面逐步转松，积极关注中短端利率债曲线的修复和补涨机会。长端利率下行方向明确，下行空间进一步打开需等待OMO降息落地。货币政策以我为主、坚持支持性立场不变、宽松方向明确，逆周期政策加力但经济基本面尚难明显改善，机构配置需求仍强劲，利率大幅回调概率较低，震荡下行仍是大概率事件。我们预计长端利率在1.6-1.7%窄幅震荡；长端利率下行空间打开需待OMO降息落地。

银行：建议关注两条投资主线：（1）中长期资金入市、指数化投资推动银行配置价值增强。在利率中枢下行趋势下，高股息标的配置价值增强。（2）逆周期调节政策成效逐步显现之下，银行个股基本面预期改善带来估值进一步修复，建议关注有业绩释放空间的优质区域行。

地产：土地收储全国范围内有望加速落地，对缓解房企现金流压力，提振楼市信心，巩固止跌回稳趋势有重要

作用。从广东各地收储落地情况来看，土地收储首先对地方国资构成利好，随着土储专项债规模提升，更多低成本增量资金入市，收储对象有望从地方国企传到至央企，然后传导至民企。我们看好重点城市布局较多的国企与央企，推荐保利发展；招商蛇口、华润置地、绿城中国、越秀地产等也有望受益。

非银:伴随着国家对于科技创新的日益重视，证券行业有望持续受益于科技企业全方位的成长，多项业务增量空间打开。同时，多家券商陆续接入 DeepSeek 等 AI 模型，或意味着券商金融科技投入进入新阶段，更多创新业态有望加速形成。其中，头部券商的资本优势和平台优势在业务和 AI 高度对接的时代有望更为充分的体现。建议持续关注头部券商和行业 ETF 的投资价值。

风险提示: 宏观政策低于预期；经济数据大幅波动。

(分析师: 林阳 执业编码: S1480524080001 电话: 021-65465572 分析师: 康明怡 执业编码: S1480519090001 电话: 021-25102911 分析师: 林瑾璐 执业编码: S1480519070002 电话: 021-25102905 分析师: 陈刚 执业编码: S1480521080001 电话: 010-66554028 分析师: 刘嘉玮 执业编码: S1480519050001 电话: 010-66554043)

【东兴石油石化】石油石化行业：2月原油价格环比回落，美国石油产品供应量减少（20250220）

Brent 原油价格环比上月下跌，ESPO 原油现货价月环比下跌，中国原油现货月度均价月环比上涨。截至 2 月 14 日，Brent 和 WTI 原油期货结算价分别为 74.74 美元/桶和 70.74 美元/桶，环比上月下跌 6.48%和 8.72%；WTI、Brent 原油现货价格分别为 71.29 美元/桶、75.02 美元/桶，环比上月分别跌 9.55%、7.39%；ESPO 原油现货价格为 69.05 美元/桶，环比上月下跌 7.19%。1 月，OPEC 原油现货价格为 79.38 美元/桶，环比上涨 8.63%；中国原油现货月度均价（南海）为 70.24 美元/桶，环比上涨 9.09%，中国原油现货月度均价（胜利）为 76.92 美元/桶，环比上涨 5.68%。

OPEC 产量月环比下降，美国炼油厂可运营产能利用率继续下跌，石油产品供应量环比下降。1 月，OPEC 原油产量达 26678 千桶/天，环比上月下降 122 千桶/天，降幅为 0.46%，同比增 296 千桶/天，增幅 1.12%。截至 2 月 7 日，美国炼油厂可运营周平均产能利用率为 85.00%，环比上月下跌 6.70 个百分点；石油产品供应量为 19624 千桶/天，环比上月下降 1049 千桶/天，降幅为 5.07%。

美国原油出口数量环比上月增长；中国原油出口数量大幅增长。

1 月，美国原油出口数量月度均值为 3937.60 千桶/日，环比上月增长 45.10 千桶/日，增幅为 1.16%；12 月，中国原油出口数量为 417225.08 吨，环比增长 65.81%。

结论:截至 2 月 14 日，原油价格环比上月下跌。1 月，OPEC 和中国原油现货月度均价月环比上涨。截至 2 月 7 日，美国炼油厂可运营产能利用率继续下跌；石油产品供应量环比下降。1 月 OPEC 产量月环比下降；美国原油出口数量环比上月增长。12 月中国原油出口数量大幅增长。

风险提示: 地缘政治风险；能源价格大幅波动的风险；需求不及预期的风险。

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

【东兴计算机】易点云 (02416.HK)：核心壁垒+低渗透率+AI 赋能，彰显办公 IT 服务实力 (20250220)

办公 IT 综合解决方案供应商，助力企业实现办公 IT 设备轻资产化。公司成立于 2014 年，是中国主要的办公 IT 综合解决方案供应商。公司自成立起，即创新性的以循环订阅的方式为中小企业提供一站式可靠、灵活的包括免保证金用机服务、IT 服务、SaaS 软件开发等办公 IT 托管服务，打造办公 IT 产业链闭环，助力企业实现办公 IT 设备轻资产化。公司总部位于北京，在上海、深圳、成都、广州、苏州、杭州、合肥、武汉八大城市开设分公司，业务覆盖全国百余城市，在服务设备超过 130 万台（截止 2024 年）。

核心壁垒+低渗透率+AI 赋能，夯实公司实力：（1）核心壁垒方面，公司依托星云系统+网格布局打造办公云，保障服务能力、切实提升客户 IT 设备效率；凭借规模化优势+再制造能力+算力调度，保障公司盈利能力；（2）用量付费模式渗透率低，伴随渗透率提升有望打开市场空间。根据弗若斯特沙利文的资料，于 2021 年，就收入而言，用量付费分类的市场规模仅占中国企业办公 IT 服务市场的 4.5%，显著低于美国市场的 53.0%。于 2021 年，就设备数量而言，用量付费办公 IT 市场的渗透率为 3.2%，显著低于美国市场的 60.0%。公司在中国用量付费办公 IT 行业收入、服务设备数量及再制造能力方面排名第一，后续伴随用量付费模式渗透率提升，公司有望受益；（3）积极探索中小企业 AI 赋能方案，有望拓展第二曲线。公司客户以中小企业为主，截至 2024 年 6 月，易点云累计服务了 5 万家中小企业，链接了数十万企业客户，在服务设备数超 130 万台，庞大的用户数量是公司探索 AI 落地应用的良好土壤，公司积极拓展 AI 业务，后续有望拓展第二曲线。

业绩扭亏为盈，估值处于合理水平。（1）业绩扭亏为盈，企稳回暖。2025 年 2 月 19 日，公司发布正面盈利预告，预计 2024 财年实现营业收入 13.5-14 亿元，同比增长 6.2%-10.2%；预计实现经调整净利润 0.75-0.85 亿元，同比增长 493.0%-558.7%。（2）估值方面，估值处于合理区间。考虑到公司以提供办公 IT 综合解决方案为主，因此选取港股联想集团及金蝶国际作为对比公司，以 2023 年财务数据、2025 年 2 月 19 日收盘数据为基准，联想集团 PS 估值为 0.35 倍、PE 估值为 16.87 倍；金蝶国际 PS 估值为 9.12 倍、PE 估值不适用（为负值）。以公司最新业绩预告为基准、2 月 19 日收盘数据为基准，公司 PS 值为 1.2-1.24 倍、PE 估值为 19-22 倍，处于合理估值。

公司盈利预测及投资评级：公司系办公 IT 综合服务龙头企业，凭借办公云+规模化优势+再制造能力等夯实公司核心壁垒，伴随行业渗透率提升公司有望受益。我们预计公司 2024-2026 年净利润分别为 0.82、1.14 和 1.49 亿元，对应 EPS 分别为 0.14、0.20 和 0.26 元。当前股价对应 2024-2026 年 PE 值分别为 20、15 和 11 倍。给予“推荐”评级。

风险提示：经济复苏不及预期风险、下游客户中小企业需求恢复不及预期风险、公司业务拓展不及预期风险。

(分析师：刘蒙 执业编码：S1480522090001 电话：010-66554034 分析师：张永嘉 执业编码：S1480523070001 电话：010-66554016)

【东兴轻工与纺织服装】珀莱雅 (603605.SH)：龙头地位持续巩固，享国潮崛起之风 (20250220)

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 GMV2.5 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。

（分析师：刘田田 执业编码：S1480521010001 电话：010-66554038 分析师：魏宇萌 执业编码：S1480522090004 电话：010-66555446）

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。