

2025 年 2 月 11 日 星期二

分析师推荐

【东兴非银行金融】保险行业：开展保险资金投资黄金业务试点，险企投资端喜迎新业绩增长点（20250210）

事件：近日，为拓宽保险资金运用渠道，优化保险资产配置结构，推动保险公司提升资产负债管理水平，金融监管总局决定开展保险资金投资黄金业务试点。

点评：

从通知细则看，人保财险、中国人寿等十家头部寿、财险企业参与本次保险资金投资黄金业务试点。参与投资黄金范围包括在上海黄金交易所主板上市或交易的黄金现货实盘合约、黄金现货延期交收合约、上海金集中定价合约、黄金询价即期合约、黄金询价掉期合约和黄金租借业务等。业务操作层面，监管层重视相关业务的风险把控，对业务审批程序、岗位人员配备、投资管理制度和操作系统建设等方面均提出严格要求。同时，监管层对相关业务也提出了可量化的监管标准，如投资黄金账面余额合计不超过本公司上季末总资产的 1%；黄金租借业务单一交易对手租借规模不得超过试点保险公司持有黄金现货合约的 20%；黄金现货延期交收合约以该业务黄金现货合约市值为统计口径，黄金询价掉期合约以该业务黄金持仓净敞口为统计口径，且单边的存续规模不超过本公司上季末总资产的 1%等。

丰富保险资金投向有望提升险企潜在收益水平，特别是黄金这类大宗商品投资有望成为险企重要的投资标的补充。当前险企投资仍以权益资产、固定收益资产、长期股权投资、非标资产为主，纳入大宗商品投资将进一步完善险企投资版图。特别是自 2024 年以来，在欧美通胀及债务压力，欧美进入降息周期，全球央行资产配置结构调整等因素影响下，叠加地缘事件频出，从资产配置和避险等需求角度黄金投资成为全球重要投资主线之一，亦推动黄金价格快速上涨。展望 2025 年，上述黄金价格上涨的推动因素均未发生显著变化，上涨行情或将延续。对于险企而言，除注重投资收益外，在资产配置层面对于避险的需求同样迫切，而黄金投资恰能补充相关短板。随着监管架构搭建和自身制度建设的逐步完善，预计黄金投资将成为险企重要的投资拼图。

投资建议：随着黄金投资规模在险企投资端占比的提升，险企长期面临的“资产荒”和利差损压力均有望得到缓解，且险资的参与亦有望推动黄金价格上涨，两者有望形成正反馈。参与黄金试点的头部险企有望借助该机遇有力提升自身投资业绩，助力自身估值修复。建议持续重点关注上市头部险企的投资价值，以及保险 ETF 的投资价值。

A 股港股市场

指数名称	收盘价	涨跌%
上证指数	3,318.06	-0.12
深证成指	10,557.62	-0.69
创业板	2,152.73	-1.43
中小板	6,584.16	-0.54
沪深 300	3,883.14	-0.46
香港恒生	21,294.86	-1.06
国企指数	7,842.72	-1.31

A 股新股日历（本周网上发行新股）

名称	价格	行业	发行日
----	----	----	-----

*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

风险提示：宏观经济下行风险、政策风险、市场风险、流动性风险。

（分析师：刘嘉玮 执业编码：S1480519050001 电话：010-66554043）

【东兴电力设备及新能源】电力设备及新能源行业：新能源上网电价市场化改革落地，绿电行业有望加快实现高质量发展（20250210）

事件：2月9日，国家发改委、国家能源局联合印发《关于深化新能源上网电价市场化改革促进新能源高质量发展的通知》（下称“《通知》”），提出按照价格市场形成、责任公平承担、区分存量增量、政策统筹协调的要求，深化新能源上网电价市场化改革。

改革总体思路坚持市场化方向，主要围绕三个方面进行：1）推动新能源上网电价全面由市场形成：新能源项目上网电量原则上全部进入电力市场，上网电价通过市场交易形成。2）建立支持新能源可持续发展的价格结算机制：新能源参与市场交易后，在结算环节建立可持续发展价格结算机制，对纳入机制的电量，按机制电价结算。3）区分存量和增量项目分类施策：存量项目的机制电价与现行政策妥善衔接，增量项目的机制电价通过市场化竞价方式确定。

政策延续新能源市场化交易导向，促进行业高质量发展。《通知》提出推动新能源项目全部入市交易，覆盖范围包括光伏发电（集中式/分布式）、风电（陆上/海上）等项目，上网电量原则上全部进入电力市场，上网电价通过市场交易形成，新能源项目可报量报价参与交易，也可接受市场形成的价格。我们认为，新能源全面入市交易后，将公平承担电力系统调节成本，有望进一步推动我国新型电力系统的建设，提升我国电能量交易市场化水平，促进行业加快实现高质量发展。

完善可持续发展的价格结算机制，差价结算有利于平滑发电侧收益波动。《通知》提出完善适应新能源发展的市场交易和价格机制，建立新能源可持续发展价格结算机制，纳入机制的新能源电价水平、电量规模、执行期限等由省级价格主管部门会同省级能源主管部门、电力运行主管部门等明确。同时针对新能源发电的随机性、波动性等特点对市场化交易后收入可能产生的潜在波动在市场外建立差价结算的机制，当市场交易价格低于机制电价时给予差价补偿，高于机制电价时扣除差价，通过“多退少补”的差价结算方式，有助于新能源发电企业平滑收入波动影响，形成稳定的收益预期，推动改革平稳进行。

分类施策助力政策平稳衔接，新老划断或催生风光抢装需求。《通知》规定了新能源可持续发展价格结算机制的执行期限，以25年6月1日为存量项目和增量项目的划分节点，其中存量项目机制电价按现行价格政策执行（享有财政补贴的新能源项目，全生命周期合理利用小时数内的补贴标准按照原有规定执行），但不高于当地煤电基准价；增量项目纳入机制的电量规模根

据国家下达的年度非水电可再生能源电力消纳责任权重完成情况，以及用户承受能力等动态调整，机制电价由各地通过市场化竞价方式确定。我们认为，在保持存量项目平稳运营的同时，通过市场化方式确定增量项目的机制电价，有利于更好发挥市场作用，分类施策亦将对存量项目的政策执行形成平稳的过渡衔接，此外我们认为新老项目划断日期的确定，短期内或催生风光等新能源发电项目的抢装需求。

改革政策对用户侧电价水平影响有限。我们认为此次改革政策对终端用户的电价影响有限，尽管差价结算将市场交易均价与机制电价的差额纳入当地系统运行费，终端用户或将承担一定的消纳成本，但具体来看，居民/农业用电仍执行现行目录销售电价政策，而工商业用户预计在改革实施首年平均电价与上年相比基本持平，电力供需宽松、新能源市场价格较低的地区可能略有下降，工商业电价或稳中有降，有助于稳定项目电价预期，提升电站开发意愿，促进风光装机需求稳步提升。

投资建议：现阶段我国新能源发电装机规模占比已超过煤电，达 40%以上，深化新能源上网电价市场化改革，有利于全国统一电力市场的建设，并构建更加高效协同的新型电力系统，同时政策中多项细则规定有助于缓解发电侧上网电价下行压力，推动绿电行业高质量发展，新能源发电企业盈利能力有望逐步趋于稳健。相关受益标的：三峡能源、龙源电力等。

风险提示：政策变化及执行力度不及预期、用电需求增长不及预期、市场电价低于预期、新能源装机规模不及预期、绿电消纳不及预期等。

（分析师：侯河清 执业编码：S1480524040001 电话：010-66554108；研究助理：吴征洋 执业编码：S1480123010003 电话：010-66554045）

重要公司资讯

1. 深圳机场：2025 年 1 月旅客吞吐量为 571.72 万人次，同比增长 10.91%；货邮吞吐量为 16.54 万吨，同比增长 10.66%；航班起降架次为 3.89 万架次，同比增长 5.46%。（资料来源：同花顺 iFinD）

2. 天域生物：2025 年 1 月公司销售生猪 3.94 万头，销售收入 6115.2 万元，环比变动分别为 40.10%、2.98%，同比变动分别为-17.53%、-6.90%。1 月末，公司生猪存栏 17.01 万头，同比上升 42.61%，环比下降 5.37%。（资料来源：同花顺 iFinD）

3. 盛通股份：宇树科技和优必选均为公司战略合作伙伴，公司具备丰富的 TO C 机器人教育的资源优势，结合宇树科技先进的四足机器人、优必选的 UGOT 机器人等产品作为实践操作对象，帮助学员掌握机器人相关知识。这一合作模式可以实现双方 B 端和 C 端的协同破圈，实现双向赋能，助力推动机器人技术与教育行业的深度融合。（资料来源：同花顺 iFinD）

4. 天合光能：起诉阿特斯电力侵权公司两项光伏电池的发明专利，要求后者合计赔偿 10.58 亿元。阿特斯的侵权主要存在 TOPCon 电池环节。（资料来源：同花顺 iFinD）

5. 汇隆新材：公司拟使用自有资金或自筹资金通过全资子公司 GWILL International Investment Co.,Ltd.及孙公司在印度尼西亚实施投资建设年产 3 万吨再生着色纤维和 7 万吨原液着色纤维项目，投资总额不超过人民币 5 亿元。（资料来源：同花顺 iFinD）

经济要闻

1. 商务部、文化和旅游部、国铁集团等 9 单位：将银发旅游列车适老化、绿色化、舒适化改造纳入大规模设备更新和消费品以旧换新支持范围。在大规模设备更新项目申报工作中，将银发旅游列车作为文旅领域的支持重点，加大超长期特别国债资金支持力度。（资料来源：同花顺 iFinD）

2. 外交部：中国始终是应对气候变化的实干家和行动派。我们将按照自己的路径、方式和节奏确定不移地兑现已承诺的“双碳”目标。目前中方正在按照《巴黎协定》及首次全球盘点要求，研究制定新一轮国家自主贡献，将本着积极负责任的态度，基于自身国情能力和发展阶段，于今年适时向《联合国气候变化框架公约》秘书处通报 2035 年国家自主贡献目标。（资料来源：同花顺 iFinD）

3. 外交部：多极化是当今世界的基本趋势，是不可阻挡的时代潮流。中国始终倡导建设平等有序的世界多极化和普惠包容的经济全球化。（资料来源：同花顺 iFinD）

4. 美国总统特朗普：签署行政命令，宣布对所有进口至美国的钢铁和铝征收 25% 关税。此外，最新措施还取消对部分贸易伙伴的钢铝免税配额和豁免政策。欧洲多国强烈回应。（资料来源：同花顺 iFinD）

5. 经济日报金观平：将改革创新作为新一年工作的主旋律，这既是应对复杂外部环境的必然选择，也是实现高质量发展的内在要求。当前，全球经济复苏面临不确定性，国内经济面临不少困难挑战。改革创新有助于增强内生动力，推动产业结构升级，培育新动能，提升竞争力。改革创新需要各展所长。各地更加聚焦关键领域，突出重点。面对财力、物力、人力等有限资源，尤其是在经济下行压力加大、财政收支矛盾突出的背景下，各地摒弃面面俱到和平均用力的“撒胡椒面”做法，越来越注重“长板”思维，力求找准改革创新的着力点。（资料来源：同花顺 iFinD）

6. 世界黄金协会：全球实物黄金 ETF 在 2025 年的第一个月实现资金净流入，增加了 30 亿美元。其中欧洲主导资金流入，增加了 34 亿美元，为 2022 年 3 月以来最大的月度资金流入；北美地区则连续两个月下滑，资金流出 4.99 亿美元。（资料来源：同花顺 iFinD）

7. 国务院总理李强：主持召开国务院常务会议，研究提振消费有关工作，审议通过《2025 年稳外资行动方案》，研究化解重点产业结构性矛盾政策措施，讨论《中华人民共和国国家发展规划法(草案)》。会议指出，提振消费是扩大内需、做大做强国内大循环的重中之重。外资企业在吸纳就业、稳定出口、促进产业升级等方面都具有重要作用。要坚持从供需两侧发力，标本兼治化解重点产业结构性矛盾等问题，促进产业健康发展和提质升级。（资料来源：同花顺 iFinD）

8. 杭州市政府：召开新闻发布会，介绍《关于推动经济高质量发展的若干政策(2025 年版)》，即杭州市 2025 年版“8+4”经济政策有关情况。“8+4”经济政策市级财政资金从去年的 490 亿元，增加到 502 亿元。专门统筹 15% 的产业政策资金，集中投向优质新质生产力，加大对通用人工智能、人形机器人等未来产业支持。（资料来源：同花顺 iFinD）

9. 乘联分会：目前按各地以旧换新 2024 年的政策、按新标准顶格延续的测

算基础，判断 2025 年国内车市零售 2,340 万辆，增长 2%，新能源乘用车零售 1,330 万，增长 20%，渗透率 57%。（资料来源：同花顺 iFinD）

10. 农业农村部：当前，全国“菜篮子”产品生产供给基础扎实，在田蔬菜面积 7215 万亩，比去年同期增加 80 万亩左右，肉蛋奶和水产品生产稳定。春节后，“菜篮子”产品批发市场价格总体稳中略跌。分品种看，重点监测的 28 种蔬菜批发均价 5.5 元/公斤，环比跌 1.6%；重点监测的 6 种水果批发均价 7.82 元/公斤，环比跌 1.6%；猪肉批发市场均价 23 元/公斤，环比跌 0.6%。（资料来源：同花顺 iFinD）

每日研报

【东兴宏观】服务科技型企业居于首位，推动资本市场高质量发展——《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》点评（20250210）

2025年2月7日，中国证监会正式发布《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》（以下称《实施意见》）

主要观点：

中国经济正处于从高速增长向高质量发展转型的关键阶段。对内，传统增长动能逐渐减弱，科技创新等新动能亟待培育；对外，全球产业链重构、国家间科技竞争加剧、地缘政治博弈加剧，这对资本市场服务实体经济的能力提出了更高要求。在此背景下，着力做好“五篇大文章”（科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融），能发挥资本市场在分担创新风险、促进创新资本形成等方面的独特优势。

《实施意见》围绕“五篇大文章”，提出多项具体措施，其中服务科技型企业居于首位。从国际视角看，全球主要经济体正加速布局未来产业竞争制高点，例如芯片和 AI。中国资本市场需通过制度创新，引导资源向关键领域倾斜，助力突破“卡脖子”技术瓶颈，同时在全球绿色金融标准、数字资产规则制定中争取话语权。

《意见》中对如何服务科技型企业有非常具体的目标，全面加强对科技型企业全链条全生命周期的金融服务。围绕资本市场服务科技型企业的各个环节，《意见》提出四个方面的具体举措，通过一级、二级市场以及债市来拓宽科技型企业融资渠道，旨在解决科技型企业融资难、估值难、退出难问题，加速“实验室成果”向“生产线产品”的转化。

1) 支持优质科技型企业发行上市。相关文件为“科技十六条”和“科创板八条”。行业方面，侧重于新一代信息技术、人工智能、航空航天、新能源、新材料、高端装备、生物医药、量子科技等战略性新兴产业。企业类型方面，支持新产业新业态新技术领域突破关键核心技术的、优质未盈利的科技型企业发行上市。上市地点方面，动态评估科创板深化发行承销制度试点实施效果，推动“轻资产、高研发投入”的认定标准落地，引导科技型企业合理用好境内外上市“两个市场、两种资源”，支持境外上市优质科技型企业回归 A 股。

2) 优化科技型上市公司并购重组、股权激励等制度。实施好《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，支持上市公司围绕产业转型升级、强链补链等实施并购重组。

3) 引导私募股权创投基金投早、投小、投长期、投硬科技。畅通多元化退出渠道，拓宽资金来源，促进“募投管退”良性循环。

4) 加大多层次债券市场对科技创新的支持力度，优化科创债发行注册流程，支持新型基础设施等领域项目发行不动产投资信托基金（REITs）。

投资端方面，着力打通一级、二级市场资金流通堵点。二级市场方面，落实好《关于推动中长期资金入市的指导意见》及实施方案，打通中长期资金入市卡点堵点；稳步降低公募基金行业综合费率，完善投资顾问制度规则；推动养老金、保险资金等合理扩大投资范围，推动各类专业机构投资者建立健全三年以上长周期考核机制。

一级市场方面，完善创投基金机制，促进私募股权创投基金“募投管退”良性循环，推进基金退出“反向挂钩”政策优化和实物分配股票试点，研究完善基金份额转让机制，发展私募股权二级市场基金（S基金）；深入推进北交所、新三板普惠金融试点，健全区域性股权市场“专精特新”专板综合服务。

《实施意见》的出台，标志着中国资本市场从规模扩张向质量提升的战略转型，为科技、绿色、普惠等领域注入金融活水，助力中国式现代化建设。

风险提示：欧洲经济衰退，贸易摩擦升温。

（分析师：康明怡 执业编码：S1480519090001 电话：021-25102911）

【东兴非银行金融】非银行金融行业：积极发挥资本市场功能，做好金融“五篇大文章”政策细则落地（20250210）

事件：为深入贯彻党的二十届三中全会、中央金融工作会议、中央经济工作会议精神和《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》部署要求，积极发挥资本市场功能，着力做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融“五篇大文章”，更好服务经济社会高质量发展，证监会制定了资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见。

点评：

《实施意见》共分为8个部分，包含18条措施，为资本市场和证券公司等场内核心中介机构服务科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融的方式和重点提供指引。主要内容包括：支持优质科技型企业发行上市；优化科技型上市公司并购重组、股权激励等制度；引导私募股权创投基金投早、投小、投长期、投硬科技；加大多层次债券市场对科技创新的支持力度；完善资本市场绿色金融标准体系；丰富资本市场绿色金融产品；完善资本市场服务中小微企业制度安排；丰富资本市场服务涉农主体方式；更好满足居民多元化投资需求；服务养老金等中长期资金稳健增值目标；提供优质养老金融产品服务；提升证券期货行业数字化水平；加强证券期货数字基础设施建设等。

从措施细则看，《实施意见》涵盖了上市企业全生命周期的各个方面。从细化对科技金融和绿色金融发展的政策支持，支持相关企业上市、再融资和并购重组；到鼓励公募基金、私募股权创投基金、个人养老金等中长期价值投资资金及债券市场资金通过多种方式支持相关企业做大做强；再到加强证券、基金、期货等核心资本市场中介机构的金融科技体系建设，增强投顾业务能力，丰富投资产品线，更好地对接上市公司资金需求和各类投资主体的资金供给，降低资金摩擦成本，提升资金使用效率和投资回报，进而持续优化资本市场生态，发挥资本市场规模优势和效率优势，形成“上市公司—资本中介—投资者”的有效正反馈。

投资建议：《实施意见》是中央经济工作会议和证监会工作会议相关政策的细化和补充，通过进一步突出国家对科技型企业等新质生产力主要载体的支持，加快资本市场要素改革，提升资本市场运行效率，最终实现资本市场生态优化和场内资金预期回报的提升。对于证券行业而言，资本市场持续性的环境优化对行业各项业务开展均大有裨益，有助于行业业绩改善和估值提升，未来更多改革和业务创新落地也有望拓宽券商业务结构，更大的发挥资本中介优势，亦可借财富管理业务大发展的有利契机，做大客户基本盘。对于保险行业而言，随着资本市场环境的持续改善和保险资金更大规模参与权益市场投资，投资收益率有望显著提升，自身长期面临的“资产荒”和利差损压力均有望得到显著缓解，自身资质的提升和流动性的改善有望实现“戴维斯双击”，助力板块估值修复。

整体上看，证券和保险行业马太效应不断增强，未来行业头部机构估值上升的空间有望打开，建议持续重点关注。此外，在 ETF 蓬勃发展的环境下，出于投资需求的差异化，证券保险 ETF 的投资价值也应继续重点关注。

风险提示：宏观经济下行风险、政策风险、市场风险、流动性风险。

（分析师：刘嘉玮 执业编码：S1480519050001 电话：010-66554043）

【东兴机械】中广核技（000881.SZ）：非动力核技术龙头迈向高端（20250210）

公司为非动力核技术第一股。中广核技是中国广核集团“6+1”产业体系（核能、核燃料、新能源、核技术应用、数字化、科技型环保和产业金融）非动力核技术应用产业发展平台、中国非动力核技术应用产业龙头企业、中国非动力核技术应用第一股。

新材料业务不及预期及培育期业务亏损导致业绩短期承压。公司营业收入 2021 年同比增长 20.25%，达 79.99 亿元，2022 至 2023 年受下游市场需求影响营业收入同比下滑 13.18%和 8.53%，2024 年前三季度公司实现营业收入 44.59 亿元，降幅同比收窄至-1.92%。从利润端看，营收占比较大的高新材料业务受上游石化产品价格普遍上涨和国内环保加强监管影响，原材料成本持续上升，同时下游市场竞争激烈，销售价格并未随之上涨，造成利润率明显下滑。同时，公司培育期业务（电子束处理特种废物、硅光电倍增器、医疗健康业务）投入较大，导致 2023 年和 2024 年前三季度净利润为负。

公司持续优化新材料结构，向高端材料转型。公司传统行业产品 2024 上半年销量同比增长约 5.5%，“三新”市场销量同比增长约 51.8%。根据公司 2024 年半年度报告，公司围绕工程塑料等高附加值产品，大力开展科技研发，完成尼龙线缆料系列化落地，电池包复材产业化。由于改性工程塑料进入下游应用领域的壁垒相对较高，认证周期长，具有品质稳定性和研发持续性优势的国内企业数量有限，公司具有较大的先发优势，随着公司向高附加值改性塑料产品拓展，未来盈利能力有望得到改善。

质子治疗装备产业化落地，加速器向高能跃进。中广核技在 2020 年引进了 IBA 公司全球领先的多室质子治疗技术，2024 年 11 月 6 日，中广核技投资建设的国内首座商用多室质子治疗设备生产基地迎来首台设备下线，该生产基地初期具备每年 3 至 4 套质子治疗系统的供货能力。根据工信部发布的《首台（套）重大技术装备推广应用指导目录（2024 年版）》，中广核技质子治疗装备回旋加速器束流能量 $\geq 230\text{MeV}$ ，标志着公司在

电子加速器技术上实现了向高能的跃升。中广核引进的 IBA 的 ProteusPLUS 质子治疗系统，由一台质子加速器及 5 个治疗室组成，售价约为 7.5 亿元。据此测算十四五期间我国质子治疗系统市场规模约为 307 亿元，市场空间广阔。

电子加速器逐步替代钴 60 装置进行辐照消毒灭菌。根据 IBA2023 年报，其预测未来 10 年医疗器械消毒市场将实现翻倍增长。其中，电子束和 X 射线的在医疗器械灭菌中的应用占比在未来 10 年将从 2023 年的 5% 增长至 35%，用电子加速器逐步替代钴 60 装置进行辐照消毒灭菌已成为行业共识，电子加速器辐照加工所占据的市场份额有望得到持续增长。我国医疗保健产品工业化灭菌市场中辐照灭菌占比不到 15%，与国外存在较大的差距，未来市场提升空间较大。根据中广核技 2023 年报研发投入项目，公司正在研发一套 5.0MeV 电子加速器+X 射线转换靶设备，新研发设备实现整体处理能力接近 80 万居里的钴 60 源，适合于辐照密度较高、厚度或体积较大、剂量率相对低的产品消毒灭菌需求，未来有望进一步在高附加值消毒领域推广电子加速器及辐照服务，打开盈利空间。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为-3.13、1.20 和 1.90 亿元，对应 EPS 分别为-0.33、0.13 和 0.20 元。当前股价对应 2025 年 PE 值为 55.03 倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：行业政策出现重大变化、下游需求不及预期、费用压降不及预期。

（分析师：任天辉 执业编码：S1480523020001 电话：010-66554037）

【东兴食品饮料】贵州茅台（600519.SH）：24 年顺利收官，看好 25 年公司经营稳定增长（20250207）

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定性，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。

（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。