

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-02-12

宏观策略

2025 年 02 月 12 日

宏观点评 20250210：市场缩量震荡走强，科技板块持续活跃

A 股成交额较周五略收缩，除银行、食品饮料外市场全线上涨。沪指上涨 0.56% 至 3322.17 点，较 24 年末下跌 0.88%；创业板指上涨 0.44% 至 2183.88 点，较 24 年末上涨 1.97%；风格指数方面，代表大盘股的沪深 300 上涨 0.21% 至 3901.06 点，较 24 年末下跌 0.86%；中证 500 上涨 0.94% 至 5888.55 点，较 24 年末上涨 2.84%。行业层面，计算机上涨 3.97%，传媒上涨 3.25%，商贸零售上涨 3.02%，电力设备下跌 0.54%，煤炭下跌 0.28%，公用事业下跌 0.12%。市场成交额为 17595.69 亿元，较前一交易日缩量 2323.14 亿元，北向资金总成交 2056.91 亿元；南向资金净买入 164.68 亿元。板块方面，国产 AI 大模型 DeepSeek 宣布结束其 DeepSeek-V3 API 服务的优惠体验期，并自 2 月 9 日起调整为新的收费标准，DeepSeek 概念延续涨势。DeepSeek 热度持续，国内 AI 产业链加速，算力层、应用层、端侧 AI 均全面拥抱 V3/R1 等模型，算力概念继续走强。国内三家电信企业全面接入 DeepSeek，脑机接口概念拉升。东风集团、兵装集团旗下多家上市公司同时发布公告，两大集团正在与其他国资央企集团筹划重组事项，东风系、兵装系概念集体高开。东盟国家旅游团 2 月 10 日起可免签入境云南西双版纳，旅游板块拉升。截至 2 月 9 日晚间，《哪吒之魔童闹海》累计票房（含预售）超 80.85 亿，成为首部进入全球票房榜前 35 亚洲电影，传媒板块上涨。多省份明确将优化房地产政策，房地产板块上涨。观点 市场早盘受到关税落地的影响，情绪小幅被压制，随后科技板块再度拉动市场情绪提升，市场震荡走强。上周五指数日内小幅盘整后尾盘资金大幅拉升，市场情绪较强。市场处于政策、业绩、经济数据的真空期，对宏观政策和产业政策预期较强，资金相对活跃，因此弹性较高、有想象空间的小盘风格收益高于大盘，目前开始至两会之前，科技部分板块开始轮动，市场风格可能仍然以成长类+制造类为主，短期科技仍有胜率。风险提示：市场风格变化，资金进场意愿不足，政策落地不及预期

固收金工

固收周报 20250209：建议预先建构转债配置池

节前（0120-0127）节后（0205-0207）跨年阶段，海外方面美债收益率持续下探，十年期长端跌破 4.5% 次整数点位，受益于货币政策边际预期差最大的非美货币日元单边升值至 151 日元/美元，同期黄金续创历史新高，综合来看，前期推荐关注的美债、非美货币左侧机会，及黄金的右侧机会会有所兑现，赚钱效应较好。催化方面主要来源于 1）特朗普政府关税政策的战略属性更多被市场所识别；2）国产 AI 大模型 deepseek 的横空出世催化了海外风险资产的重估，整体风险偏好有所被抑制的同时，泛中国资产受益于风险偏好的再分配。国内方面受益于这一系列变化，港股、A 股整体表现不俗，恒生科技、双创领涨，彰显中国泛科技资产的估值重塑。转债市场受益于权益拉动，实现普涨，风格方面高价领涨，中价、

晨会编辑 陈刚

执业证书：S0600523040001

cheng@dwzq.com.cn

研究助理 蒋琚逸

执业证书：S0600123040067

jiangji@dwzq.com.cn

研究助理 林煜辉

执业证书：S0600124060012

linyh@dwzq.com.cn

研究助理 孔思迈

执业证书：S0600124070019

kongsm@dwzq.com.cn

低价涨幅接近，一方面反应光伏、锂电权重转债标的在这一波反弹中扮演重要角色，另一方面反应转债估值仍然存在抬升空间。展望后市，我们建议保持合理乐观的同时维持谨慎，仓位适中，组合均价维持低位。具体来说建议采取哑铃策略，一方面在配置层面，积极识别高评级低价标的中的瑕疵成分，在临近年报季前，预先建构配置池，在年报利空充分释放后择机大额吸筹配置；另一方面在交易层面，围绕 AI+、新材料等题材主线，积极进行交易。下周预测转债下修概率最大的前十名分别为：帝欧转债、文科转债、普利转债、本钢转债、紫银转债、中装转 2、首华转债、维尔转债、鲁泰转债、蓝帆转债。下周转债平价溢价率修复潜力最大的高评级、中低价前十名分别为：大秦转债、中信转债、贵广转债、海环转债、伊力转债、核建转债、美锦转债、利群转债、和邦转债、万凯转债。风险提示：（1）正股退市和信用违约风险；（2）流动性环境收紧风险；（3）权益市场超跌风险；（4）地缘政治危机影响；（5）行业政策调控超预期。

固收周报 20250209：资金利率回落，如何展望后市？

春节前资金利率明显抬升，节后逐渐回落，带动短端和长端债券收益率下行，展望 2 月，流动性情况将如何演绎？美国 2024 年四季度 GDP 增速、12 月 PCE、1 月 PMI、1 月非农就业等一系列数据公布，后市美债收益率如何变化？

固收点评 20250208：二级资本债周度数据跟踪（20250127-20250207）

本周（20250127-20250207）银行间市场及交易所市场无新发行二级资本债。二级资本债周成交量合计约 528 亿元，较上周减少 912 亿元。

固收点评 20250208：绿色债券周度数据跟踪（20250127-20250207）

本周（20250127-20250207）银行间市场及交易所市场无新发行绿色债券，合计发行规模约 0 亿元，较上周减少 79.74 亿元。绿色债券周成交额合计 355 亿元，较上周减少 131 亿元。

行业

推荐个股及其他点评

有友食品（603697）：有友食品：拥抱新渠道，老树焕新颜

预计公司 2024-2026 年营收为 12.0/16.0/18.4 亿元，增速为 25%/33%/15%；归母净利润为 1.5/1.9/2.4 亿元，增速为 26%/33%/25%，对应 PE 为 25/19/15X。我们认为公司成长性优秀，首次覆盖，给予“买入”评级。

宏观策略

宏观点评 20250210：市场缩量震荡走强，科技板块持续活跃

事件 A股成交额较周五略收缩，除银行、食品饮料外市场全线上涨。沪指上涨 0.56% 至 3322.17 点，较 24 年末下跌 0.88%；创业板指上涨 0.44% 至 2183.88 点，较 24 年末上涨 1.97%；风格指数方面，代表大盘股的沪深 300 上涨 0.21% 至 3901.06 点，较 24 年末下跌 0.86%；中证 500 上涨 0.94% 至 5888.55 点，较 24 年末上涨 2.84%。行业层面，计算机上涨 3.97%，传媒上涨 3.25%，商贸零售上涨 3.02%，电力设备下跌 0.54%，煤炭下跌 0.28%，公用事业下跌 0.12%。市场成交额为 17595.69 亿元，较前一交易日缩量 2323.14 亿元，北向资金总成交 2056.91 亿元；南向资金净买入 164.68 亿元。板块方面，国产 AI 大模型 DeepSeek 宣布结束其 DeepSeek-V3 API 服务的优惠体验期，并自 2 月 9 日起调整为新的收费标准，DeepSeek 概念延续涨势。DeepSeek 热度持续，国内 AI 产业链加速，算力层、应用层、端侧 AI 均全面拥抱 V3/R1 等模型，算力概念继续走强。国内三家电信企业全面接入 DeepSeek，脑机接口概念拉升。东风集团、兵装集团旗下多家上市公司同时发布公告，两大集团正在与其他国资央企集团筹划重组事项，东风系、兵装系概念集体高开。东盟国家旅游团 2 月 10 日起可免签入境云南西双版纳，旅游板块拉升。截至 2 月 9 日晚间，《哪吒之魔童闹海》累计票房（含预售）超 80.85 亿，成为首部进入全球票房榜前 35 亚洲电影，传媒板块上涨。多省份明确将优化房地产政策，房地产板块上涨。观点 市场早盘受到关税落地的影响，情绪小幅被压制，随后科技板块再度拉动市场情绪提升，市场震荡走强。上周五指数日内小幅盘整后尾盘资金大幅拉升，市场情绪较强。市场处于政策、业绩、经济数据的真空期，对宏观政策和产业政策预期较强，资金相对活跃，因此弹性较高、有想象空间的小盘风格收益高于大盘，目前开始至两会之前，科技部分板块开始轮动，市场风格可能仍然以成长类+制造类为主，短期科技仍有胜率。风险提示：市场风格变化，资金进场意愿不足，政策落地不及预期

（证券分析师：芦哲 证券分析师：潘京 证券分析师：李昌萌）

固收金工

固收周报 20250209：建议预先建构转债配置池

节前（0120—0127）节后（0205—0207）跨年阶段，海外方面美债收益率持续下探，十年期长端跌破 4.5% 次整数点位，受益于货币政策边际预期差最大的非美货币日元单边升值至 151 日元/美元，同期黄金续创历史新高，综合来看，前期推荐关注的美债、非美货币左侧机会，及黄金的右侧机会有所兑现，赚钱效应较好。催化方面主要来源于 1) 特朗普政府关税政策的战略属性更多被市场所识别；2) 国产 AI 大模型 deepseek 的横空出世催化了海外风险资产的重估，整体风险偏好有所被抑制的同时，泛中国资产受益于风险偏好的再分配。国内方面受益于这一系列变化，港股、A 股整体表现不俗，恒生科技、双创领涨，彰显中国泛科技资产的估值重塑。转债市场受益于权益拉动，实现普涨，风格方面高价领涨，中价、低价涨幅接近，一方面反应光伏、锂电权重转债标的在这一波反弹中扮演重要角色，另一方面反应

转债估值仍然存在抬升空间。展望后市，我们建议保持合理乐观的同时维持谨慎，仓位适中，组合均价维持低位。具体来说建议采取哑铃策略，一方面在配置层面，积极识别高评级低价标的中的瑕疵成分，在临近年报季前，预先建构配置池，在年报利空充分释放后择机大额吸筹配置；另一方面在交易层面，围绕 AI+、新材料等题材主线，积极进行交易。下周预测转债下修概率最大的前十名分别为：帝欧转债、文科转债、普利转债、本钢转债、紫银转债、中装转 2、首华转债、维尔转债、鲁泰转债、蓝帆转债。下周转债平价溢价率修复潜力最大的高评级、中低价前十名分别为：大秦转债、中信转债、贵广转债、海环转债、伊力转债、核建转债、美锦转债、利群转债、和邦转债、万凯转债。风险提示：（1）正股退市和信用违约风险；（2）流动性环境收紧风险；（3）权益市场超跌风险；（4）地缘政治危机影响；（5）行业政策调控超预期。

（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭）

固收周报 20250209：资金利率回落，如何展望后市？

春节前资金利率明显抬升，节后逐渐回落，带动短端和长端债券收益率下行，展望 2 月，流动性情况将如何演绎？春节前，资金紧张带动短端和长端债券收益率上行，而春节后季节性流动性紧张缓解，资金利率回落。下面我们将从五因素模型出发，预测 2 月流动性情况。从实体经济角度而言，超额准备金是真正意义上的“高能货币”。 Δ 超额准备金 = Δ 基础货币 - Δ 货币发行 - Δ 法定存款准备金 = Δ 外汇占款 + Δ 对其他存款性公司债权 - Δ 财政存款 - Δ M0 - Δ 法定存款准备金。影响超额储率的因素有五个：外汇占款、对其他存款性公司债权（主要关注央行公开市场操作）、财政存款、货币发行和法定存款准备金变动。（1）2025 年 2 月外汇占款环比增加约 280 亿元，对流动性有正面影响。2024 年 12 月份外汇占款为 219919 亿元，环比减少 425 亿元，2024 年 9-12 月的外汇占款环比变动分别为 -0.12%、-0.11%、-0.18% 和 -0.19%。近年来我国外汇占款始终保持相对平稳，对流动性影响不大，我们预计 2025 年 2 月外汇占款环比增加约 280 亿元，对流动性有正面影响。（2）公开市场操作方面，央行 2025 年 1 月逆回购投放 43093 亿元，到期 23360 亿元；MLF 投放 2000 亿元，到期 9950 亿元，开展 17000 亿元买断式逆回购操作，总共净投放 28783 亿元，主要是为了缓解春节前的流动性紧张，央行进行逆向对冲。随着 1 月下旬投放的 14 天期逆回购逐渐到期，预计 2 月传统的逆回购和 MLF 将转为净回笼，而买断式逆回购将继续驰援流动性。（3）2025 年 2 月财政存款净增加 2000 亿元左右。财政存款通常呈现“季初增加、季末减少”的特征。我们选取了与 2025 年春节时间相近的 2017 年、2020 年和 2023 年，2 月财政存款环比变动额分别为 1991 亿元、379 亿元和 3564 亿元。考虑到公共财政的季节性，我们预计 2025 年 2 月份财政存款净增加约 2000 亿元，会增加流动性缺口。（4）2025 年 2 月 M0 环比减少 14000 亿元左右。M0 环比增速与季节性相关，2017 年、2020 年和 2023 年 2 月 M0 的环比变动分别为 -17.17%、-5.43% 和 -6.11%，我们预计 2025 年 2 月 M0 环比约减少 14000 亿元，对银行间流动性有一定的正面影响。（5）2025 年 2 月法定存款准备金约增加 800 亿元。测算缴准对流动性的影响，首先需要预估缴准基数的变动，缴准基数的计算公式可以表示为：缴准基数 = 各项存款 - 非银机构存款 - 境外存款。我们预计 2025 年 2 月缴准基数环比增加约 9600 亿元，法定存款准备金环比增加约 800 亿元。考虑财政存款、现金走款和银行缴准因素后，2025 年 2 月几乎不存在流动性缺口，央行降准降息或推迟至 3 月。债券方面，我们依旧维持短期震荡，长期看多的观点。一方面，短期债券透支了

过多降息预期，且随着节后风险偏好的修复，“股债跷跷板”效应或压制宽松流动性影响，另一方面，今年宽财政的环境决定了货币方面需要低利率环境进行配合，10年期国债收益率仍然会随着政策利率的下行而下行。美国2024年四季度GDP增速、12月PCE、1月PMI、1月非农就业等一系列数据公布，后市美债收益率如何变化？节前（0120—0127）节后（0205—0207）跨年阶段，海外方面美债收益率持续下探，十年期长端跌破4.5%次整数点位，受益于货币政策边际预期差最大的非美货币日元单边升值至151日元/美元，同期黄金续创历史新高，综合来看，前期推荐关注的美债、非美货币左侧机会，及黄金的右侧机会有所兑现，赚钱效应较好。催化方面主要来源于1）特朗普政府关税政策的战略属性更多被市场所识别；2）国产AI大模型deepseek的横空出世催化了海外风险资产的重估，整体风险偏好有所被抑制的同时，泛中国资产受益于风险偏好的再分配。美国经济数据方面，2024年四季度GDP增速不及预期，12月PCE数据与预期持平，缓解了市场关于通胀抬升的担忧，有利于美联储保持政策灵活性，但是后续降息与否仍需关注美国整体形势。ISM公布的制造业PMI时隔数月重回荣枯线以上，非制造业PMI有所下滑但依然保持在扩张区间，展现出美国经济的韧性。非农就业数据方面，1月数据低于预期，但上修前两个月数据，劳动力市场相对稳定，美联储降息节奏或将放缓。我们在延续上周观点的基础上，结合增量数据，思考如下：（1）美国2024年四季度实际GDP增速环比下跌，低于预期；12月PCE物价指数环比上升，持平预期；经济增速放缓，通胀压力有所减弱。从GDP来看，美国Q4实际GDP年化季环比增幅为2.3%（前值为3.1%），低于预期的2.6%。从构成来看，Q4个人消费支出拉动GDP环比增速2.8个百分点，是经济增长的主要推动力；私人投资拖累GDP增速1.0个百分点，主要归因于设备投资和库存投资的收缩；出口和进口均出现负增长，净贸易对GDP的贡献不明显；政府支出增长拉动GDP增速0.4个百分点，不过在特朗普寻求削减政府支出的背景下，政府支出的支撑作用可能会持续减弱。从PCE来看，美国12月PCE物价指数同比上涨2.6%（前值2.4%），环比上涨0.3%（前值0.1%）；核心PCE指数同比上涨2.8%（前值2.8%），环比上涨0.2%（前值0.1%）；均与预期持平。作为美联储非常看重的通胀指标，核心PCE指数连续三个月维持在2.8%左右，缓解了市场关于通胀加速抬升的担忧。（2）美国1月制造业PMI与非制造业PMI均处于荣枯线以上，企业信心回暖；1月新增非农就业人口数量低于预期，但大幅上修11、12月数据，劳动力市场相对稳定。美国ISM公布的1月份制造业PMI为50.9（前值49.3），高于预期值50，这次超预期上涨帮助美国制造业指数重回荣枯线以上。从重要分项指数来看，新订单指数55.1，连续第五个月实现上涨，需求回升；就业指数50.3，自5月以来首次实现扩张；自有库存指数45.9，连续五个月处于荣枯线以下，说明企业补库意愿增强，处于生产扩张周期。美国1月份非制造业PMI为52.8（前值54.1），低于预期值54.0。从重要分项指数来看，新订单指数51.3，连续第四个月下降，说明服务业订单增长放缓；就业指数52.3，达到2023年9月以来最高值，说明劳动力市场具有韧性；商业活动指数54.5，较上月有所下降，但是仍处于扩张区间。从非农就业人数来看，美国1月新增非农就业人口达14.3万人（前值30.7万人），低于预期值17.5万人；部分归因于加州山火和寒潮。另外，11月与12月的数据被合计上修10万人，印证了美国劳动力市场的韧性，美联储或将继续按兵不动。（3）美联储3月降息概率较上周下降。在1月30日的议息会议上，美联储宣布将联邦基金利率目标区间继续维持在

4.25%-4.5%之间，符合市场普遍预期。美联储主席鲍威尔表示，美国经济仍然总体强劲。劳动力市场状况已经降温，但依然稳健。鲍威尔提到通胀下降正在“以缓慢且有时颠簸的方式”持续进行，他指出美联储无需等到美国通胀率回落至 2% 了才再度降息。他还指出，长期利率的上升与美联储的政策无关，长期利率的上升更多是由于期限溢价的影响。2 月 8 日，美联储发布半年度货币政策报告。联储对经济整体做出乐观判断，指出美国整体经济状况良好，就业市场稳健并趋于平衡，通胀压力有所缓解。联储重申，要坚定致力于支持充分就业和让通胀回落到 2% 的双重目标，在考虑未来利率调整的程度和时机时，联储将“谨慎 (careful) 评估未来的数据、前景的变化和风险的均衡”。联储评价金融体系为“总体上健康且具有韧性”，但同时指出“在一系列市场，估值相对基本面而言仍较高，包括股市、公司债和住宅房地产市场”，“本已处于高位的估值压力有所增加”。本次报告对特朗普新政着墨不多，但提到“一些市场参与者还指出，美国可能对进口商品加征关税也是推动近几个月美元上涨的一个因素”。截至 2 月 8 日，Fedwatch 预期 2025 年 3 月降息 25bp 的概率下降至 8.0%，上周为 17.0%；2025 年 5 月份在 2025 年 3 月份降息的基础上再次降息的可能性降低至 1.6%，上周为 5.5%。风险提示：宏观经济增速不及预期、政策力度不及预期、地缘风险超预期。

(证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭 证券分析师：徐沐阳
证券分析师：徐津晶)

固收点评 20250208：二级资本债周度数据跟踪 (20250127-20250207)

观点 一级市场发行与存量情况： 本周 (20250127-20250207) 银行间市场及交易所市场无新发行二级资本债。 截至 2025 年 2 月 7 日，二级资本债存量余额达 43,617.75 亿元，较上周末 (20250124) 无变化。 二级市场成交情况： 本周 (20250127-20250207) 二级资本债周成交量合计约 528 亿元，较上周减少 912 亿元，成交量前三个券分别为 24 建行二级资本债 03BC (62.10 亿元)、20 民生银行二级 (29.39 亿元) 和 24 工行二级资本债 02BC (23.60 亿元)。 分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、上海市和广东省，分别约为 386 亿元、66 亿元和 20 亿元。 从到期收益率角度来看，截至 2 月 7 日，5Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：-5.33BP、-8.60BP、-9.36BP；7Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：-11.36BP、-6.62BP、-6.63BP；10Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：-8.63BP、-6.29BP、-3.05BP。 估值偏离度前三十位个券情况： 本周 (20250127-20250207) 二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交的比例和幅度均大于溢价成交。 折价个券方面，折价率前三的个券为 23 沧州银行二级资本债 01 (-1.4735%)、23 张家口银行二级资本债 01 (-1.3693%)、24 沧州银行二级资本债 01 (-1.1569%)，其余折价率均在 -0.60% 以内。中债隐含评级以 AAA-、AA-、AA 评级为主，地域分布以北京市、浙江省和河北省居多。 溢价个券方面，溢价率前二的个券为 21 宁波银行二级 01 (0.3976%)、22 华融湘江二级资本债 01 (0.0454%)，其余折价率均在 0.04% 以内。中债隐含评级以 AAA-、AA-、AA+ 评级为主，地域分布以北京市、四川省和浙江省居多。 风险提示： Choice、Wind 信息更新延迟；数据披露不全。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

固收点评 20250208：绿色债券周度数据跟踪 (20250127-20250207)

观点 一级市场发行情况： 本周 (20250127-20250207) 银行间市场

及交易所市场无新发行绿色债券，合计发行规模约 0 亿元，较上周减少 79.74 亿元。 二级市场成交情况： 本周（20250127-20250207）绿色债券周成交额合计 355 亿元，较上周减少 131 亿元。分债券种类来看，成交量前三为非金公司信用债、金融机构债和利率债，分别为 183 亿元、132 亿元和 33 亿元；分发行期限来看，3Y 以下绿色债券成交量最高，占比约 84.39%，市场热度持续；分发行主体行业来看，成交量前三的行业为金融、公用事业、交运设备，分别为 145 亿元、90 亿元和 17 亿元；分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、湖北省和广东省，分别为 131 亿元、41 亿元和 39 亿元。 估值偏离度前三十位个券情况： 本周（20250127-20250207）绿色债券周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交幅度小于溢价成交，折价成交的比例大于溢价成交。 折价个券方面，折价率前三的个券为 25 中燃气 GN001(两新) (-0.9093%)、22 兴兰 GV (-0.5743%)、23 绿城房产 GN002 (-0.4755%)，其余折价率均在-0.30%以内。主体行业以金融、房地产和公用事业为主，中债隐含评级以 AA+、AAA 评级为主，地域分布以北京市、广东省、江苏省居多。 溢价个券方面，溢价率前二的个券为 22 万科 GN001 (5.1418%)、22 万科 GN003 (0.5507%)，其余溢价率均在 0.20%以内。主体行业以公用事业和建筑为主，中债隐含评级以 AAA+、AAA 评级为主，地域分布以广东省居多。 风险提示： Choice 信息更新延迟；数据披露不全。

(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

有友食品（603697）：有友食品：拥抱新渠道，老树焕新颜

投资要点 休闲泡卤领军品牌，四阶段发展，走出平台期。公司于 1997 年成立，通过工业化方式让源于川渝的泡椒凤爪从餐桌走向休闲包装食品，推动了该品类的发展。复盘公司以往发展历史，我们分为四个阶段，分别是创业期（1987-2005 年）、扩张期（2006-2019 年）、探索期（2020-2023 年）、启新时期（2024 年至今），近来公司增强创新丰富产品矩阵，同时也积极探索新的销售渠道。2024 年下半年公司新渠道取得重大突破，营收增长现拐点。 单品依赖和产品老化致公司处长平台期。公司主营依赖单品，且产品和销售区域较为集中，以致产品显老化，另成本一直单边上行对利润率亦有一定拖累。1) 泡椒凤爪作为公司核心大单品，其营收在 2021 年时达到峰值，接近 10 亿元（9.61 亿），占比保持在 70%以上，2020 年以来公司非泡椒凤爪产品的占比从 16.5%提升到 20%以上，也在积极发力其他品类。2) 西南是公司的大本营市场，占据半壁江山；但随着省外市场的扩张，西南营收占比从 2017 年的 63%下降至 2024Q1-3 年 1-9 月的 49%。3) 公司净利率走势和毛利率走势有较高的一致性。毛利率在 2012-2017 年期间处于上升期，2017 年达到高点，此后开始回落。影响毛利率的核心因素是成本变动，鸡爪采购成本在 2015-2023 年期间基本都处于上行期，而 2017-2023 年期间公司有 3 波提价，但未能较好的对冲成本影响，2024 年鸡爪成本开始回落，公司毛利率、净利率开始触底回升。新品打开局面，主动拥抱渠道变化，爆品破局，公司开启成长新篇章

步入成长新阶段。2024Q1-Q3 营收同比增长 16.8%，净利率也开始触底回升。得益于公司推出爆款新品脱骨鸭掌在会员制商超迅速放量成为爆款，而且公司积极拥抱零食量贩、抖音等新兴渠道。我们认为这是积极的信号，体现了公司战略调整，创新正反馈下，公司有望突破走出 10 亿元营收平台体量，开启新的成长新周期。1) 从休闲零食企业的发展规律来说，从 10 亿元营收往 20 亿元营收去跨越有较强的可行性的。在该阶段原有的细分赛道也已经站稳脚跟，现金流、品牌势能、渠道资源、产能、组织架构等各方面都已经有一定积淀，能够支持公司去开拓新的领域；同时该阶段公司体量还不大，开拓新领域带来的增量效应对规模拉动作用非常显著。同行中可参考甘源食品、劲仔食品的案例，两者均成功跨越 10 亿元体量。2) 公司有自上而下的变化去推新品、拥抱新渠道，我们了解到，公司 2023 年、2024 年一直在做供应链方面的升级，包括自上而下对于费用投放、市场推广的态度也更加积极。并且已经探索出来了具体的前进路径，我们认为这是公司向上拐点的开始。 盈利预测与投资评级：预计公司 2024-2026 年营收为 12.0/16.0/18.4 亿元，增速为 25%/33%/15%；归母净利润为 1.5/1.9/2.4 亿元，增速为 26%/33%/25%，对应 PE 为 25/19/15X。公司处于新品放量期，内部管理风格也发生变化，成长属性凸显，首次覆盖，给予“买入”评级。 风险提示：食品安全问题、原材料价格波动、居民消费力复苏不及预期。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：李茵琦）

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>