

2025 年 1 月 27 日 星期一

分析师推荐

【东兴食品饮料】盐津铺子（002847.SZ）：多品类大单品不断打造增长曲线——从产品的角度解析公司增长潜力（20250124）

中式产品为特色，打造多品类大单品。盐津铺子 2005 年以散装凉果蜜饯起家，通过休闲烘焙迅速壮大，随后发展出以中式休闲食品为特色的产品矩阵。2023 年公司率先提出把新中式零食战略作为公司核心战略，聚焦辣卤零食、健康蛋制品、海味零食、坚果果干炒货、烘焙、薯片、蒟蒻七大核心品类。其中，辣卤、烘焙、坚果果干属于千亿级品类，而深海和蛋类零食等品类的增长较快，市场格局较为分散，拥有较大潜力。

公司产品品类丰富，多品类增速均较高。公司产品占比较为均衡，占比最大的烘焙类也仅占到公司收入的 14%，目前增速最快的产品为鹌鹑蛋/蒟蒻果冻布丁/果干坚果/魔芋制品/薯类零食/辣卤其他（含礼包），24H1 增速分别为 150.54%/44.01%/95.98%/38.90%/39.34%/46.36%。在多个高速增长的产品带动下，公司整体业绩呈现出强劲的增长势头。当前新中式零食的市场规模 4000-5000 亿，增长率达到 10%到 15%，但品类分散且没有行业龙头品牌，鹌鹑蛋和魔芋制品均属于新中式零食里目前的两个爆火的品类。公司鹌鹑蛋和魔芋制品销售占比（24H1 分别为 10%/13%）及增速（24H1 分别为 151%/39%）双高，为公司的明星产品，从产品的角度是公司的主要增长动力，我们将挑选这两款产品做重点分析。

大魔王素毛肚成为行业爆品，仍有巨大提升空间。辣味休闲食品中的魔芋制品市场规模约 60 亿元，年均复合增长率 20%以上，尽管增速还不错，但魔芋的市场渗透率还不高，大约只有 3-4%的消费者了解并尝试过这个品类。23 年公司休闲魔芋制品市场份额约 12%，麻酱味素毛肚市场销售第一。相比于洽洽在包装瓜子 50%的市占率、卫龙在辣条 28%的市占率，公司在休闲魔芋制品的市占率仍有很大提升空间。

推测鹌鹑蛋翻倍空间。鹌鹑蛋是公司另一款大单品，销售占比约 10%，是公司增速最快的产品。2024 年 6 月“蛋皇”鹌鹑蛋进驻全国山姆会员商店，2024 年该产品便登顶多项榜单。2023 年鹌鹑蛋市场规模约 30 亿元，山姆上架鹌鹑蛋有望进一步带火鹌鹑蛋赛道，该赛道有望向 100 亿元发展。鹌鹑蛋的主要壁垒便是上游养殖产业，由于基础投资较大，长期来看鹌鹑蛋行业集中度存在提升趋势。我们推算，如果在鹌鹑蛋 100 亿的终端体量中能够做到 20%的市占率，鹌鹑蛋便能贡献 14 亿左右的收入体量。24Q1-Q3 公司鹌鹑蛋收入体量 4.19 亿元，我们推测仍有翻倍的提升空间。

经营稳健，横向及纵向比较估值均具备性价比。纵向比较，公司估值仍然处于历史较低水平。横向比较 PEG 水平，与可比公司相比处于中等水平。然而

A 股港股市场

指数名称	收盘价	涨跌%
上证指数	3,250.6	-0.06
深证成指	10,156.07	-1.33
创业板	2,063.82	-2.73
中小板	6,292.67	-0.68
沪深 300	3,817.08	-0.41
香港恒生	20,197.77	0.66
国企指数	7,382.81	0.97

A 股新股日历（本周网上发行新股）

名称	价格	行业	发行日
无			

*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
无			

*价格单位为元/股

数据来源：恒生聚源,东兴证券研究所

从经营性现金流的角度，对比几家可比公司，2023-2024Q1-Q3 经营性现金流均为正的公司只有盐津和劲仔食品。此外，公司的经营性现金流波动明显小于所有的可比公司，表明公司经营相对稳健。公司产品和渠道的发展以及供应链的建设能够为公司提供长期增长的动力，结合公司目前较低的估值水平、相对更加稳定的经营状况和更好的现金造血能力，考虑到 25 年政策将推动消费逐步复苏，我们认为公司估值具备进一步提升的空间。

投资建议：我们推测公司 2024-2026 年营业收入分别为 51.98/64.29/76.49 亿元，归母净利润分别为 6.45/8.27/10.35 亿元，分别同比+26.44%/28.24%/24.9%，对应 EPS 分别为 2.36、3.03 和 3.79 元。当前股价对应 2024-2026 年 PE 值分别为 23、18 和 14 倍，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：量贩零食及抖音渠道竞争激烈，价格战导致公司利润受损；盐津铺子控股公司卖出鸣鸣很忙集团股权，公司与该集团旗下业务往来存在一定的不确定性；量贩零食往上游压价影响公司利润；消费恢复不及预期；食品安全风险。

（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）

【东兴电子】火炬电子（603678.SH）：特种 MLCC 领先企业，第二增长曲线逐步明晰（20250122）

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，多年来与国际知名品牌原厂保持了良好合作关系。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，2023 年以及 2024 年上半年营收和利润都同比有所下降，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。火炬电子有领先的技术和丰富的客户资源,具备强大的竞争力。随着我国国防预算的增长和信息化技术的提高,国内军工信息化产业将迎来进一步的增长,公司业绩有望乘装备现代化进程加快之风。

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%。公司作为国内少数具备特陶材料规模化生产,新材料业务需求有望逐步放量。

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

(分析师:刘航 执业编码:S1480522060001 电话:021-25102913 研究助理:李科融 执业编码:S1480124050020 电话:021-65462501)

重要公司资讯

1. 万科 A: 公司公告因工作调整原因, 郁亮申请辞去公司董事会主席职务。郁亮辞去上述职务后, 将继续担任公司董事, 并担任执行副总裁职务。因身体原因, 祝九胜申请辞去公司董事、董事会投资与决策委员会委员、总裁、首席执行官、授权代表等职务。祝九胜辞职后不再担任公司任何职务。(资料来源: 同花顺 iFinD)

2. 安迪苏: 公司公告, 预计 2024 年净利润为 12.04 亿元, 同比增加 2208.04%。2024 年蛋氨酸业务表现优异, 屡创佳绩。2024 年, 在液体蛋氨酸和固体蛋氨酸双双创下销售历史新高的带动下, 蛋氨酸产品业务的营业收入取得双位数增长。维生素价格于 2024 年年底回弹, 对提升盈利水平有积极影响。(资料来源: 同花顺 iFinD)

3. 海通证券: 公司 A 股股票将自 2025 年 2 月 6 日(即 A 股异议股东现金选择权申报日)开市起连续停牌, 此后进入现金选择权行权申报、清算交收阶段, 不再交易。公司将于 A 股现金选择权申报截止日的次一交易日向上交所申请终止上市, 公司 A 股股票继续停牌直至终止上市。(资料来源: 同花顺 iFinD)

4. 火星人: 公司公告预计 2024 年度归属于上市公司股东的净利润预计为 1000 万元 - 1500 万元, 同比下降 93.93%-95.96%。2024 年, 公司订单量未能达到预期, 全年订单数出现了一定程度的下滑。(资料来源: 同花顺 iFinD)

5. 双杰电气: 公司及控股子公司无锡变压器中标南方电网 2024 年配网设备第二批框架招标项目, 中标产品包括 10kV 预装式变电站等。预计中标金额合计约为 3.66 亿元, 约占公司 2023 年经审计营业收入的 10.33%。项目合同的履行将对公司未来经营业绩产生积极影响, 但不影响经营的独立性。(资料来源: 同花顺 iFinD)

经济要闻

1. 国家统计局: 1 月份我国制造业 PMI 为 49.1%, 景气水平较上月回落。 受春节因素影响, 生产指数和新订单指数分别为 49.8%和 49.2%, 比上月下降 2.3 和 1.8 个百分点, 制造业生产和市场需求有所放缓。从行业看, 金属制品、专用设备、铁路船舶航空航天设备等两个指数均高于 51.5%, 位于扩张区间; 食品及酒饮料精制茶、纺织、有色金属冶炼及压延加工等行业两个指数均低于临界点, 产需活跃度偏弱。同时大、中、小型企业 PMI 分别为 49.9%、49.5%和 46.5%, 比上月下降 0.6、1.2 和 2.0 个百分点。从产需看, 大型企业生产指数和新订单指数分别为 51.3%和 50.6%, 持续位于扩张区间; 中、小型企业生产指数和新订单指数较上月回落。(资料来源: 同花顺 iFinD)

2. 国家统计局: 1 月份我国非制造业商务活动指数为 50.2%, 比上月下降 2.0 个百分点, 仍高于临界点, 非制造业总体继续保持扩张。 其中服务业商务活动指数为 50.3%, 比上月下降 1.7 个百分点, 服务业扩张放缓。从行业看, 在春节效应带动下, 与居民出行消费相关的道路运输、住宿、餐饮、生态保护及公共设施管理等行业商务活动指数升至扩张区间, 市场活跃度有所增强; 航空运输、邮政、电信广播电视及卫星传输服务、货币金融服务等行业商务活动指数继续位于 55.0%以上较高景气区间, 业务总量保持较快增长。从市场预期看, 业务活动预期指数为 56.8%, 继续位于较高景气区间, 多数服务业企业对市场发展前景较为乐观。(资料来源: 同花顺 iFinD)

3. 农业农村部、金融监管总局、公安部、市场监管总局四部门发布《关于进一步防范“云养经济”领域欺诈风险的提示》。 近年来, “云养经济”领域违法犯罪活动高发, 一些不法分子打着发展农业产业的幌子, 将正常的农产品种养、销售包装为投资融资活动, 借助互联网进行宣传推广, 从事违法犯罪

活动，侵害公众合法权益，损害农业产业健康发展。农业产业周期较长、利润率有限，请广大公众提高对“云养经济”领域相关风险的防范意识，做到对高额返利不动心、对宣传炒作不盲信、对熟人介绍不盲从，谨记“天上不会掉馅饼，高利保本是陷阱”。同时，请广大新型农业经营主体依法合规开展日常生产经营，不超范围经营或违规从事金融活动，不与五花八门的“云养经济”平台合作，避免逾越法律红线。（资料来源：同花顺 iFinD）

4. 商务部服贸司：2024 年，我国服务贸易实现快速增长，规模再创历史新高。全年服务进出口总额 75238 亿元，同比增长 14.4%。其中，出口 31755.6 亿元，增长 18.2%；进口 43482.4 亿元，增长 11.8%；服务贸易逆差 11726.8 亿元，比上年减少 314.3 亿元。全年知识密集型服务进出口 28965.2 亿元，增长 6.5%。知识密集型服务贸易顺差 4181.2 亿元，比上年扩大 504.5 亿元。（资料来源：同花顺 iFinD）

5. 应急管理部：在各方面共同努力下，中央冬春救助资金 52.72 亿元已全部发放到位，累计救助 3092 万人，支持帮助受灾群众安全温暖过冬过节。为确保将党中央的关怀温暖及时送达受灾群众，应急管理部会同有关部门协调派出多批次工作组赴重点省份调研，走村入户了解受灾群众冬春基本生活保障情况，指导加强对受灾特殊困难群体的重点关照。资金下拨后，持续跟进督促加快工作进度，指导支持各地精细落实救助举措，精准发放救助款物。（资料来源：同花顺 iFinD）

6. 央行：发布 2024 年金融市场运行情况。2024 年，银行间本币衍生品市场共成交 36.9 万亿元，同比增长 15.4%。其中，利率互换名义本金总额 32.7 万亿元，同比增长 3.8%；标准债券远期成交 1.1 万亿元，信用风险缓释凭证创设名义本金 173.8 亿元，信用违约互换名义本金 30.2 亿元。国债期货共成交 67.4 万亿元，同比增长 20.1%。互换利率有所下降，2024 年末，1 年期 FR007 互换利率收盘价(均值)为 1.46%，较 2023 年末下降 53 个基点；5 年期 FR007 互换利率收盘价(均值)为 1.43%，较 2023 年末下降 89 个基点。（资料来源：同花顺 iFinD）

7. 国家发改委：2024 年国家以工代赈政策累计吸纳带动 332 万名低收入群众就地就近就业，发放劳务报酬 478 亿元，政策效应持续释放。最新数据显示，2024 年，以工代赈吸纳就业总数比上年增长 31%，发放的劳务报酬总额比上年增长 32%。国家发展改革委支持各地围绕农村小微型基础设施实施 2726 个以工代赈项目，吸纳 36 万名农村脱贫人口等低收入群众务工。各地围绕交通水利、农业农村、生态建设、灾后恢复重建等重点领域，在 2.4 万个重点工程项目中大力推广以工代赈方式，帮助 296 万城乡就业困难群体、受灾群众等重点人群就地就近就业。（资料来源：同花顺 iFinD）

8. 上海市：到 2027 年，社会物流总费用与国内生产总值比率力争降至 12% 以下。实现全市仓储设施层级网络基本完善，设施空间布局和功能结构持续优化，高标仓占比提高至 40% 以上。以枢纽和大仓为主要节点的全球供应链链接能力进一步增强，全市仓储设施数智化、绿色化、标准化水平明显提升，集聚起一批活跃的高能级物流仓储投资建设运营主体，对产业链供应链安全稳定、新型口岸贸易增长和高品质市民生活需求的保障能力有效提升。（资料来源：同花顺 iFinD）

9. 商务部等 6 部门：印发关于做好 2025 年家装厨卫“焕新”工作的通知。通知提出，要求各地要重点聚焦绿色、智能、适老等方向，补贴品类以装修材料、卫生洁具、家具照明、智能家居、居家适老化改造产品五大类为主，各地将结合本地产业特色、居民消费习惯、老年群体实际需求等自主确定具体品类。补贴标准不高于剔除所有折扣和优惠后最终销售价格的 15%，购买 1 级及以上能效或水效标准产品的，不高于 20%，居家适老化改造产品补贴标准可适度提高，不高于 30%。（资料来源：同花顺 iFinD）

10. 金融监管总局：修订印发《金融租赁公司监管评级办法》。修订后的《评级办法》包括总则、评级要素及评级结果、组织实施、评级结果与运用、附则等五章，共 22 条，主要修订内容包括：一是合理调整评级要素。二是优化监管评级级次。三是完善评级流程，设定动态调整环节。四是强化评级结果运用，强化分级分类监管。《评级办法》的修订发布实施，进一步完善了金融租赁公司监管制度体系，提升分级分类监管质效，有利于引导金融租赁公司强化风险管理和内部控制，防范金融风险，积极发挥特色优势，更好服务经济社会发展大局，实现高质量发展。（资料来源：同花顺 iFinD）

每日研报**【东兴策略】政策持续发力 中期资金面有望改善（20250123）**

政策端持续发力，市场慢牛格局不改。根据我们 A 股 2025 年策略展望判断，影响市场的核心三要素：基本面、政策和外部因素。政策是我们一直看好的核心因素，在近期特朗普上台后加征关税的压力下，管理层及时出台中长期资金入市的重磅政策，进一步表明了管理层态度，节后进入两会阶段，更多政策信息逐步展开，市场情绪将会进一步恢复，而基本面改善预期也将会逐步兑现，外部压力在特朗普政策逐步明朗之后，市场也将会逐步消化利空因素，指数在目前区域下行空间有限，向上空间将会逐步打开，我们认为市场慢牛格局不改，市场在节后演绎春季行情的可能性仍然较大。

中期资金面有望改善。市场从资金和筹码结构，可以分为国家队和机构主导的大盘蓝筹和红利类个股，公募基金和外资主导的传统价值类和代表先进生产力的大科技类，融资盘以散户为主，可以看到其持股比例与机构相比，非机构行业比例更高。A 股市场结构中，中小投资者占比相对较高，市场定价权相对分散，通过引导长期资金入市，打通堵点理顺机制，将为市场带来实实在在的增量资金。从节奏来看，机构建仓需要一个过程，在各方因素不断向好的大背景下，机构资金以价值投资为导向逐步入市，市场底部逐步抬升的慢牛格局有望逐步形成。

投资策略：红利与题材并进，继续看好大科技和大消费。市场在短期维度，容易形成资金情绪面博弈，在流动性相对充裕的阶段，短期波动更难以把握，从中期趋势着手，随着未来机构持仓比例上升，红利股的配置需求将会增加，对指数的托底作用也会更加显著，同时，在市场风险偏好逐步提升的背景下，优质成长股也将成为机构持仓的重要方向。我们继续看好大科技板块持续走强，同时，对消费股继续维持低位布局的建议。

风险提示：经济数据大幅低于预期，政策不及预期，外围环境恶化。

（分析师：林阳 执业编码：S1480524080001 电话：021-65465572）

【东兴非银行金融】非银行金融行业：监管大力推动长期资金入市，资本市场生态有望持续优化（20250123）

事件：1 月 22 日，中央金融办、中国证监会、财政部、人力资源社会保障部、中国人民银行、金融监管总局联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》。1 月 23 日，国新办举行新闻发布会介绍大力推动中长期资金入市，促进资本市场高质量发展有关情况。

点评：

多部门接连表态展示监管决心，险资、公募基金等机构资金有望持续进场。整体上看，此次六部门共同推出的方案更为具体且可量化，可以作为未来对相关机构考核的依据。其中，《方案》中包含五大要点：1.提升商业保险资金 A 股投资比例与稳定性，并明确商业保险三年以上的长周期考核机制，其中净资产收益率当年度

考核权重不高于 30%，三年到五年周期指标权重不低于 60%；2.细化明确全国社会保障基金（五年以上）、基本养老保险基金投资运营（三年以上）长周期业绩考核机制；3.提高企（职）业年金基金市场化投资运作水平，加快出台企（职）业年金基金三年以上长周期业绩考核指导意见；逐步扩大企业年金覆盖范围；4.提高权益类基金的规模和占比，并建立基金管理人、基金经理与投资者的利益绑定机制；5.优化资本市场投资生态，引导上市公司加大股份回购力度，落实一年多次分红政策，并优化定增、举牌等行为监管和回购增持再贷款和互换便利等工具的使用。

“123”国新办发布会上，相关部门负责人就政策细节做了进一步的解释说明。证监会吴清主席表示：1.明确公募基金持有 A 股流通市值未来三年每年至少增长 10%；2.力争大型国有保险公司从 2025 年起每年新增保费的 30%用于投资 A 股；3.第二批保险资金的长期股票投资试点将在 2025 年上半年落实到位，规模不低于 1000 亿元，后续还将逐步扩大（金监总局肖副局长补充：春节前批复 500 亿，马上到位）；4.提高权益类基金规模占比和长期业绩等指标在监管分类评价当中的权重，引导基金公司将每年利润的一定比例自购旗下的权益类基金；5.进一步降低基金销售费率，预计每年合计可以为投资者节约大概 450 亿的费用。

我们认为，当前投资者最大关切在于，如何不断优化资本市场环境，持续引入长期价值投资资金，将机构投资者和中小投资者的利益适度绑定，降低投资资本市场相关费用等，这次的《方案》和国新办发布会对上述关切均进行了直接回应。随着对相关资金、资金管理人、各类上市主体的考核机制逐步细化和完善，“资本市场—上市公司—投资者—监管政策”有望形成正循环和正反馈，国内资本市场对内外部不同配置类型资金的吸引力均有望持续提升。

投资建议：自“924”国新办发布会上一行一会一局推出多项针对资本市场及房地产市场的重大政策利好之后，资本市场的各类参与主体对政策红利的期待提升至较高水平，市场热情被充分激活。2024 年末的中央政治局会议和中央经济工作会议通过积极的政策定调为市场再次注入一剂“强心剂”，进一步刺激国内投资。而此次《方案》和“123”国新办发布会对引入中长期资金的全方位政策措施，有望进一步稳定市场预期，提振投资者信心，持续优化资本市场生态。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，同时，保险股作为高股息红利资产，增量资金有望持续改善行业标的的流动性。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 蓬勃发展的大环境下，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）

【东兴房地产】房地产基金重仓持仓 2024Q4：基金低配地产股，地产股持仓市值大幅下降（20250123）**2024Q4 地产板块持仓：**

2024Q4，基金重仓持股总市值为 29478.1 亿元，持仓市值较上季度减少 6.26%；其中地产股重仓持仓市值较上季度减少 36.86%。

2024Q4，31 个行业板块中，地产板块持仓市值及占比分别为 270.5 亿元和 0.9%，在 31 个板块中排名第 22；持仓占比较上季度减少 0.44%，在 31 个板块中排名第 27；持仓市值较上季度减少 36.86%，在 31 个板块中排名第 29。

2024Q4，基金重仓持有的 A 股总市值为 26329.0 亿元，其中 A 股地产股重仓持仓市值为 194.6 亿元，A 股地产股重仓持仓占比为 0.7%；A 股地产股重仓持仓占比与申万房地产板块流通市值占比之差为-0.70%，上季度为-0.40%。

2024Q4 地产股持仓：

2024Q4，地产股票中，重仓持仓市值最大的三家公司为保利发展、招商蛇口、中国海外发展；持仓市值分别为 65.7 亿元、37.0 亿元、18.8 亿元；重仓持仓市值环比增加金额分别为-37.8 亿元、-32.2 亿元、-1.1 亿元；重仓持有的基金数分别为 155 只、108 只、47 只；重仓持股占流通股的比例分别为 6.2%、4.3%、1.5%。

2024Q4，地产股票中，重仓持仓市值环比增加金额最大的三家公司为新鸿基地产、绿城中国、衢州发展；金额分别为 3.7 亿元、2.9 亿元、1.7 亿元；

2024Q4，地产股票中，重仓持仓市值环比减少金额最大的三家公司为保利发展、招商蛇口、万科 A；金额分别为-37.8 亿元、-32.2 亿元、-23.4 亿元。

投资建议：2024Q4 基金进一步低配地产股，地产股持仓市值大幅下降。我们认为，当前政策方向明确，中央持续表露出维护房地产市场企稳回升的意愿，后续政策将会持续积极，推进政策落地的力度将会进一步加强。当前地产板块在供需两端都在迎来更加积极、持续的政策拉动，建议积极关注地产板块的投资机会。

风险提示：盈利能力继续下滑的风险、销售不及预期的风险、资产大幅减值的风险。

（分析师：陈刚 执业编码：S1480521080001 电话：010-66554028）

【东兴食品饮料】盐津铺子（002847.SZ）：多品类大单品不断打造增长曲线——从产品的角度解析公司增长潜力（20250124）

中式产品为特色，打造多品类大单品。盐津铺子 2005 年以散装凉果蜜饯起家，通过休闲烘焙迅速壮大，随后发展出以中式休闲食品为特色的产品矩阵。2023 年公司率先提出把新中式零食战略作为公司核心战略，聚焦辣卤零食、健康蛋制品、海味零食、坚果果干炒货、烘焙、薯片、蒟蒻七大核心品类。其中，辣卤、烘焙、坚果果干属于千亿级品类，而深海和蛋类零食等品类的增长较快，市场格局较为分散，拥有较大潜力。

公司产品品类丰富，多品类增速均较高。公司产品占比较为均衡，占比最大的烘焙类也仅占到公司收入的 14%，目前增速最快的产品为鹌鹑蛋/蒟蒻果冻布丁/果干坚果/魔芋制品/薯类零食/辣卤其他（含礼包），24H1 增速分别为 150.54%/44.01%/95.98%/38.90%/39.34%/46.36%。在多个高速增长的产品品类的带动下，公司整体业绩呈现出强劲的增长势头。当前新中式零食的市场规模 4000-5000 亿，增长率达到 10%到 15%，但品类分散且没有行业龙头品牌，鹌鹑蛋和魔芋制品均属于新中式零食里目前的两个爆火的品类。公司鹌鹑蛋和魔芋制品销售占比（24H1 分别为 10%/13%）及增速(24H1 分别为 151%/39%)双高，为公司的明星产品，从产品的角度是公司的主要增长动力，我们将挑选这两款产品做重点分析。

大魔王素毛肚成为行业爆品，仍有巨大提升空间。辣味休闲食品中的魔芋制品市场规模约 60 亿元，年均复合增长率 20%以上，尽管增速还不错，但魔芋的市场渗透率还不高，大约只有 3-4%的消费者了解并尝试过这个品类。23 年公司休闲魔芋制品市场份额约 12%，麻酱味素毛肚市场销售第一。相比于洽洽在包装瓜子 50%的市占率、卫龙在辣条 28%的市占率，公司在休闲魔芋制品的市占率仍有很大提升空间。

推测鹌鹑蛋翻倍空间。鹌鹑蛋是公司另一款大单品，销售占比约 10%，是公司增速最快的产品。2024 年 6 月“蛋皇”鹌鹑蛋进驻全国山姆会员商店，2024 年该产品便登顶多项榜单。2023 年鹌鹑蛋市场规模约 30 亿元，山姆上架鹌鹑蛋有望进一步带火鹌鹑蛋赛道，该赛道有望向 100 亿元发展。鹌鹑蛋的主要壁垒便是上游养殖产业，由于基础投资较大，长期来看鹌鹑蛋行业集中度存在提升趋势。我们推算，如果在鹌鹑蛋 100 亿的终端体量中能够做到 20%的市占率，鹌鹑蛋便能贡献 14 亿左右的收入体量。24Q1-Q3 公司鹌鹑蛋收入体量 4.19 亿元，我们推测仍有翻倍的提升空间。

经营稳健，横向及纵向比较估值均具备性价比。纵向比较，公司估值仍然处于历史较低水平。横向比较 PEG 水平，与可比公司相比处于中等水平。然而从经营性现金流的角度，对比几家可比公司，2023-2024Q1-Q3 经营性现金流均为正的公司只有盐津和劲仔食品。此外，公司的经营性现金流波动明显小于所有的可比公司，表明公司经营相对稳健。公司产品和渠道的发展以及供应链的建设能够为公司提供长期增长的动力，结合公司目前较低的估值水平、相对更加稳定的经营状况和更好的现金造血能力，考虑到 25 年政策将推动消费逐步复苏，我们认为公司估值具备进一步提升的空间。

投资建议：我们推测公司 2024-2026 年营业收入分别为 51.98/64.29/76.49 亿元，归母净利润分别为 6.45/8.27/10.35 亿元，分别同比+26.44%/28.24%/24.9%，对应 EPS 分别为 2.36、3.03 和 3.79 元。当前股价对应 2024-2026 年 PE 值分别为 23、18 和 14 倍，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：量贩零食及抖音渠道竞争激烈，价格战导致公司利润受损；盐津铺子控股公司卖出鸣鸣很忙集团股权，公司与该集团旗下业务往来存在一定的不确定性；量贩零食往上游压价影响公司利润；消费恢复不及预期；食品安全风险。

(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)

【东兴电子】维信诺(002387.SZ): 重大资产重组有序推进, 公司积极响应 OLED 中尺寸需求——公司动态跟踪点评(20250124)

公司拟进行重大资产重组收购合肥维信诺, 助力巩固 AMOLED 国内领先地位。根据 2024 年 12 月 26 日公司的发布重大资产重组公告: 上市公司拟向合屏公司、芯屏基金、兴融公司发行股份及支付现金购买其所持有的合肥维信诺 40.91% 股权, 本次交易前, 维信诺持有合肥维信诺 18.18% 股权。交易完成后, 维信诺将持有合肥维信诺 59.09% 股权, 合肥维信诺将成为上市公司控股子公司。标的公司在国内 AMOLED 领域的技术和量产优势明显, 一方面其建设的第 6 代全柔 AMOLED 产线, 是目前国内先进的中小尺寸平板显示产线, 较上市公司目前已经建设完成的产线在技术上有进一步提升, 可适应更高端的终端应用场景, 提升上市公司在技术和产品上的竞争力; 另一方面标的公司规划产能 3 万片/月, 重组后可提升上市公司整体产能和资产规模, 发挥规模优势, 并在生产、研发、采购和销售等方面与上市公司实现较强的协同效应。本次交易对上市公司提升整体 AMOLED 出货规模、拓展下游客户和新型应用领域、抢占并巩固 AMOLED 国内领先身位具有重要意义。

AMOLED 全球市场规模稳步扩大, 渗透率持续提升, 公司积极投建 8.6 代 AMOLED 产线。随着智能终端设备的发展以及其终端厂商对 OLED 显示面板的进一步认可, AMOLED 全球市场规模稳步扩大, 从智能手机领域向平板、笔电、车载显示面板等领域不断渗透。根据 Omdia 数据显示, 2023 年至 2028 年, 预计 IT 产品 AMOLED 面板出货年复合增长率达 56%, 车载显示 AMOLED 面板出货年复合增长率达 49%, AMOLED 将进一步提升中尺寸增量市场份额。公司积极响应 AMOLED 中尺寸市场需求, 布局高世代 OLED 产线, 根据公司 2024 年 8 月 30 日公告, 为积极响应 AMOLED 中尺寸市场需求, 公司与合肥市政府签订了《维信诺第 8.6 代 AMOLED 生产线项目投资合作备忘录》, 拓展以平板、笔电、车载等为代表的中尺寸应用领域。

公司产品量价齐升, 2024 年前三季度营收增长显著。2024 年前三季度公司实现营业收入 58.47 亿元, 同比增长 41.95%; 实现归母净利润为 -17.97 亿元, 同比增长 29.22%, 产品量价齐升, 盈利能力同比大幅改善。2024 年前三季度公司整体毛利率为 -8.05%, 较 2023 年前三季度提升 27.51pcts, 主因系产品价格上涨及产品结构优化。现金流方面较 2023 年前三季度有显著改善, 得益于公司营收规模增大及销售回款增加, 前三季度经营活动产生的现金流为 5.86 亿元, 同比增加 184.88%。受中尺寸 AMOLED 产品销售规模较大幅度增加, 公司营收增长显著。

公司盈利预测及投资评级: 公司是手机 OLED 领军企业, 受益于高端产品渗透与国产化进程, 公司业绩迎来释放期。预计 2024-2026 年公司 EPS 分别为 -1.61 元, -1.03 元和 -0.11 元, 维持“推荐”评级。

风险提示: (1) 客户导入不及预期; (2) 扩产进度不达预期; (3) OLED 产品渗透不及预期。

(分析师: 刘航 执业编码: S1480522060001 电话: 021-25102913 研究助理: 李科融 执业编码: S1480124050020 电话: 021-65462501)

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不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。