

2025 年 1 月 22 日 星期三

分析师推荐

【东兴宏观】美国放在首位，开启常识革命——2025 年美国总统就职演说点评（20250121）

特朗普就职。

主要观点：

就职演说比预期的理性，非法移民和通胀居于首位

关税政策节奏不及市场预期，但不能以此认为最终落地的力度不及预期

涉及中国较少，预计双方先谈判，后关税

美国年内通胀压力比去年年底预期的略有减轻，但仍保持一定水平

对美股保持中性偏积极

原油价格更取决于全球经济基本面

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

【东兴银行】银行业：理财规模接近 30 万亿，增配同业存单、减配存款——2024 年理财市场年度报告点评（20250121）

观点总结：1 月 17 日，银行业理财登记托管中心发布《中国银行业理财市场年度报告（2024 年）》。2024 年银行理财规模稳步增长，年底规模接近 30 万亿关口。从资金配置来看，理财资金呈现减配银行存款、增配同业存单的特征，主要是受监管整顿存款手工补息、规范非银同业存款定价影响，存款利率大幅走低，同业存单相较于存款对理财的吸引力上升。从理财产品类型来看，固收类理财占比提升至 97.3%；开放式理财占比提升至 80.8%，其中主要增量来自非现金管理类产品，现金管理类产品受存款利率下降的影响更大、收益率降幅大、存量规模下降。从理财业绩来看，在利率中枢下行之下，2024 年理财产品平均收益率为 2.65%，同比下降 29bp。

展望 2025 年，在存款低利率环境下，比价效应有望支撑理财规模保持较快增长；市场风险偏好提升对理财负债端的影响有待观察。此外，由于 2024 年理财通过信托合作、收盘价估值、自建估值模型平滑估值的行为受监管关注，低波业务模式受限，未来理财净值波动或有所提升。在配置层面，理财或倾向于增加估值稳定、流动性较强资产的配置，减少流动性弱的长久期、弱资质信用债，以及波动较大的二永债的配置，以控制产品净值波动。

点评：

2024 年理财规模增长至近 30 万亿。近两年经过六轮存款挂牌利率下调，银

A 股港股市场

指数名称	收盘价	涨跌%
上证指数	3,213.62	-0.89
深证成指	10,225.87	-0.77
创业板	2,101.03	-0.54
中小板	6,292.2	-0.75
沪深 300	3,797.02	-0.93
香港恒生	19,778.77	-1.63
国企指数	7,177.14	-1.96

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
富岭股份	5.30	轻工制造	20250123

*价格单位为元/股

数据来源：恒生聚源,东兴证券研究所

行存款利率已降至较低水平，叠加债牛行情，存款脱媒加剧推动理财、债基规模高增。截至 2024 年末，存续理财产品规模 29.95 万亿元，较年初+11.75%；显著高于存款类金融机构各项存款增速（+6.29%）。全年理财规模增量 3.15 万亿，与 2021 年接近（2020-2023 年理财规模年增量分别为 2.46、3.14、-1.35、-0.85 万亿元）。

理财公司市场份额进一步提升，未持牌银行将逐步退出理财业务、转向代销。自 2018 年 12 月首批理财公司获批筹建，2019 年 5 月建信理财开业以来，理财公司数量快速增加。截至 2024 年末，已设立理财公司 32 家，包括国有大行 6 家、股份行 12 家、城商行 8 家、农商行 1 家、合资 5 家；除浙银理财外均已开业。2024 年末理财公司存续产品只数 2.43 万只，存续规模 26.31 万亿元，较年初增 17.09%；市场份额达 87.85%，较年初提升 4pct。未持牌银行自我管理理财规模持续压降，其中大型银行（6 家）、股份行（9 家）、城商行（101 家）、农商行（89 家）存续规模分别为 0.32 万亿、0.35 万亿、1.95 万亿、0.93 万亿，较年初分别-48%、-23%、-11%、-6%。从监管导向来看，大部分未持牌城农商行或将逐步压降、退出理财业务，更多转向产品代销；部分存续理财规模较大、投研体系建设相对成熟的银行有获批理财子牌照的可能。

固定收益类产品规模最大，占比提升至 97.33%。从投资性质来看，年末固定收益类产品存续规模为 29.15 万亿元，占全部理财产品存续规模的比例达 97.33%，较年初提升 0.99pct；混合类产品占比为 2.44%，较年初下降 0.77pct。权益类产品和商品及金融衍生品类产品的存续规模相对较小，分别占 0.2%、0.03%。

开放式理财产品规模占比提升，主要贡献来自非现金管理类产品，现金管理类理财规模下降；封闭式理财占比下降，期限小幅拉长。从运作模式来看，（1）截至 2024 年末，开放式理财产品存续规模为 24.2 万亿元，占比为 80.8%，较年初提升 1.77pct。其中，现金管理类理财产品存续规模为 7.3 万亿元，较年初下降 1.24 万亿；占比为 24.37%，较年初下降 7.49pct。其他开放式产品 16.9 万亿，较年初增长 4.26 万亿；占比 56.43%，较年初提升 9.26pct。现金管理类理财规模下降，主要是在 2024 年存款挂牌利率两次下调、Q2 整顿存款手工补息、Q4 规范同业存款定价背景下，现金管理类理财收益率快速下降；普益标准监测数据显示，12 月末全国现金管理类产品平均 7 日年化收益率 1.67%，较 1 月下降 66bp。而在债牛市场环境下，短债类理财业绩相对更优，更受投资者青睐。（2）封闭式理财存续规模 5.75 万亿元，占比 19.2%，较年初下降 1.77pct。2024 年新发封闭式理财产品加权平均期限在 284-392 天之间（2023 年为 288-381 天），1 年以上封闭式产品存续规模占比为 67.15%，较年初提高 0.13pct。

理财资产配置以债券类、存款类为主，2024 年增配同业存单、减配存款；公募基金配置占比小幅提升。从理财资金配置情况看，截至 2024 年末，银行理财投资资产余额 32.13 万亿元，较上年末增加 3.1 万亿元；杠杆率 107.14%，较去年同期减少 1.17pct。理财资产配置以债券类为主（余额 18.6

万亿，占比 57.9%、较年初提升 1.3pct）；其中，信用债、利率债、同业存单占比分别为 41.1%、2.3%、14.4%，较年初分别 -1.0、-0.9pct、+3.1pct。第二大资产类别为现金及银行存款，余额 7.68 万亿，占比 23.9%、较年初下降 2.8pct。2024 年理财资金呈现减配银行存款、增配同业存单的特征，主要与监管规范存款手工补息、非银同业存款定价有关。其他资产方面，配置公募基金规模 0.93 万亿，占比 2.9%、较年初+0.8pct。

银行理财净值化程度进一步提升，理财平均收益率下降。2024 年末，净值型理财产品存续规模 29.5 万亿元，占比 98.5%，较年初提升 1.57pct，产品净值化程度持续提升。2024 年理财产品平均收益率为 2.65%（上半年平均收益率为 2.80%），同比下降 29bp。

风险提示：经济复苏、实体需求恢复不及预期，导致信贷增速大幅下滑；政策力度和实施效果不及预期，导致风险抬升资产质量大幅恶化等。

(分析师：林瑾璐 执业编码：S1480519070002 电话：021-25102905 分析师：田馨宇 执业编码：S1480521070003 电话：010-66554013)

重要公司资讯

1. **宁德时代**：预计 2024 年净利润 490 亿元-530 亿元，同比增长 11.06%-20.12%。（资料来源：）
2. **赛力斯**：发行股份购买资产事项获上交所重组委会议通过。（资料来源：）
3. **韦尔股份**：预计 2024 年净利润同比增长 467.88%到 503.88%。（资料来源：）
4. **兆易创新**：预计 2024 年净利润同比增长 576.43%。（资料来源：）
5. **中国神华**：推出 2025-2027 年度股东回报规划每年以现金方式分配的利润不少于当年净利润的 65%。（资料来源：）

经济要闻

1. **中央金融办等六部门**：提高权益类基金的规模和占比。强化分类监管评价约束，优化产品注册机制，引导督促公募基金管理人稳步提高权益类基金的规模和占比。牢固树立投资者为本的发展理念，建立基金管理人、基金经理与投资者的利益绑定机制，提升投资者获得感。推动私募证券投资基金运作规则落地，依法拓展私募证券投资基金产品类型和投资策略。（资料来源：）
2. **外交部**：TikTok 在美国运营多年，深受美国用户的喜爱，为促进美国国内的就业、拉动消费发挥了积极的作用。我们希望美方能够认真倾听理性的声音，为各国的市场主体在美国的经营提供开放、公平、公正和非歧视的营商环境。至于企业运营和收购，应当根据市场原则由企业自主决定。如果涉及中国的企业，应当符合中国的法律法规。（资料来源：）
3. **人社部**：个人养老金制度是我国多层次、多支柱养老保险体系的重要组成部分，具有政府给予税收政策优惠支持，个人自愿参加、个人缴费完全积累以及市场化运营等特点。2022 年 11 月，在 36 个城市或地区先行实施，两年以来制度运行总体平稳。近期，我部会同财政部、国家税务总局、金融监管总局和中国证监会印发通知，全面实施个人养老金制度。下一步，人社部

也将会同有关部门，抓紧研究制定相关政策和措施，进一步增强个人养老金制度的吸引力，引导更多具备条件的群众参加进来，增加一份积累，让老年生活更有保障、更有质量。(资料来源:)

4. 工信部: 新能源汽车产业面临国内竞争加剧、国际贸易壁垒高企等新形势新挑战。下一步，我们将围绕推动高质量发展，针对性采取措施，努力保持新能源汽车产业发展的良好势头。一是加强企业技术创新。深入实施国家重点研发计划，加快突破新体系电池等关键核心技术。二是加大市场推广力度。落实好汽车以旧换新、新能源汽车车购税减免等优惠政策，积极扩大新能源汽车消费。制定促进换电模式发展的指导意见，加力推进公共领域车辆全面电动化试点，深化重点领域推广应用。三是提升绿色发展水平。优化“双积分”管理政策，探索开展汽车碳排放、汽车动力蓄电池碳足迹管理，推动核算标准和结果的国际互认。(资料来源:)

5. 商务部: 会同有关部门印发《手机、平板、智能手表(手环)购新补贴实施方案》，个人消费者购买手机、平板、智能手表(手环)3类数码产品，可享受购新补贴。按照补贴方案，每人每类可补贴1件，每件补贴比例为减去生产、流通环节及移动运营商所有优惠后最终销售价格的15%，每件最高不超过500元。记者调研发现，购新补贴政策已在部分线上平台、线下门店落地，有效刺激了智能手机消费市场。京东平台数据显示，截至1月20日12时，购新补贴上线省市中，手机产品销量环比增长达200%、平板增长300%。(资料来源:)

6. 国家能源局: 截至12月底，全国累计发电装机容量约33.5亿千瓦，同比增长14.6%。其中，太阳能发电装机容量约8.9亿千瓦，同比增长45.2%；风电装机容量约5.2亿千瓦，同比增长18.0%。2024年，全国6000千瓦及以上电厂发电设备累计平均利用3442小时，比上年同期减少157小时；全国主要发电企业电源工程完成投资11687亿元，同比增长12.1%；电网工程完成投资6083亿元，同比增长15.3%。(资料来源:)

7. 北京市政府新闻办公室: 举行“推动首都高质量发展”系列主题新闻发布会——《北京市支持科技服务业高质量发展若干措施》(下称《若干措施》)专场。记者获悉，《若干措施》已印发，明确3大方面共14条政策措施，提出打造面向全球、领先全国的科技服务品牌。2024年，北京科技服务业规上单位3900多家，预计全年实现收入近万亿元，近年来，科技服务业的增加值占全市GDP的比重始终保持在8%以上。“我们希望，以《若干措施》发布为契机，力争通过3到5年时间，基本建成具有北京特色和国际竞争力的科技服务业产业集群。”北京市科委、中关村管委会副主任张宇蕾说。(资料来源:)

8. Counterpoint: 中国智能手机销量在2024年第四季度同比下降3.2%，成为2024年唯一出现同比下滑的季度。第四季度，华为位居市场份额榜首，其后是小米和苹果。面对华为及其他中国手机品牌厂商在高端市场扩张带来的激烈竞争，苹果在2024年第四季度排名第三，市场份额为17.1%。从全年角度来看，中国智能手机销量同比增长1.5%，相比2023年1.4%的同比下降有所回升。vivo以17.8%的市场份额排名第一，华为以16.3%紧随其后，小米排名第三，市场份额为15.7%。(资料来源:)

9. 工信部: 将进一步加大对中小企业的支持力度。抓紧修订出台《保障中小企业款项支付条例》。研究设立国家中小企业发展基金二期。深入实施中小企业数字化赋能专项行动，2025年再支持30个以上试点城市，新认定100个中小企业特色产业集群。(资料来源:)

10. 特朗普: OpenAI、软银和甲骨文联合成立“星际之门(Stargate)”项目，人工智能基础设施投资至少5000亿美元，创造10万个工作岗位。(资料来源:)

每日研报**【东兴商贸零售】商贸零售行业：2024 年社零平稳增长，政策刺激品类持续高增（20250121）**

2024 年社零总额平稳增长，整体趋势向好。2024 年 12 月社零总额同比增长 3.7%，除汽车外消费品零售额同比增长 4.2%，为了消除双十一大促时间错配影响加总计算 10 月和 11 月社零总额同比增长 3.91%，12 月份社零增速环比 10-11 月小幅下滑但变化不大。全年来看，2024 年社零总额同比增长 3.5%，全年实现平稳增长。分阶段看，2024 年 1-2 月份社零同比高增 5.5%，主要受到 2023 年同期低基数影响；该影响消除后社零呈现低速同比增长态势，3-9 月份基本维持在同比增长 2%-3% 区间；2024 年 Q4 社零同比增长明显提速，达到 3.82%，反映了政策刺激下消费市场的回暖，整体趋势向好。

按消费类型看，必选消费持续稳健，可选品类表现分化。按消费类型来看，2024 年全年商品零售额同比增长 3.2%，餐饮收入同比增长 5.3%。餐饮收入上半年表现较好，下半年增速回落，或受一定程度上受到高性价比消费趋势压抑消费需求影响；商品零售上半年增长疲软，下半年受益于以旧换新等政策刺激增长提速。商品零售中，粮油食品、饮料类、日用品类销售额分别同比+9.9%、+2.1%和+3%，必选消费表现较为稳健；可选消费品类表现分化，化妆品类、金银珠宝类、文化办公用品类、建筑装潢类等同比小幅负增长，家用电器类、通讯器材类和体育娱乐用品类等同比高增，增速在 10% 左右。

表现较好的可选板块为政策刺激类板块和符合消费潮流趋势的板块。2024 年 12 月家用电器类销售额同比+39.3%，相较于 10 月加总 11 月的同比+29.35% 进一步提速，是表现最好的品类，板块持续受到以旧换新政策拉动。同样受益于政策刺激的家具类和通讯器材类也实现了同比+8.8%和+14%的亮眼表现。这反映了消费刺激政策对提升对应品类消费力的释放效果明显，且持续性较好。另一个表现较好的板块为体育文化办公用品类，12 月份销售额同比+16.7%，全年同比+11.1%，或主要受益于户外、潮玩等一些列兴趣消费趋势的崛起。

按零售业态看，线上消费好于线下消费，高性价比消费趋势仍持续。2024 年全国网上零售额同比增长 7.2%，其中实物商品网上零售额同比增长 6.5%，占社会消费品零售总额的比重为 26.8%，线上消费增速高于社零整体水平。线下渠道的表现延续分化趋势，限额以上零售业单位中（线下）便利店、专业店、超市零售额同比分别+4.7%、+4.2%、+2.7%，百货店、品牌专卖店零售额分别下降 2.4%、0.4%，但降幅环比持续收窄。线下不同渠道的表现进一步验证了必选消费相对更为坚挺，高性价比消费变化趋势仍在持续。

投资策略：消费的复苏不会一蹴而就，在经济增速下降和资产价值缩水的大背景下，消费市场疲软的底层状况不会发生根本改变，但政策向扩大内需倾斜，有望激发市场活力。未来重点还是围绕两条主线：一、自身处于发展前期，且符合社会经济运行发展规律的行业；二、符合政策支持方向，将受益于政策刺激的产业。如果两条主线能够共振，则有望实现超预期表现。

风险提示：消费需求不足，政策出台落地不及预期，市场竞争加剧等。

（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）

【东兴交通运输】快递 12 月数据点评：国补带动需求增长，今年前三周件量大超预期（20250121）

事件：去年 12 月全国快递服务企业业务完成量 178.0 亿件，同比增长 22.3%，增速较 11 月的 14.9% 明显回升。分类型看，12 月同城件业务量同比增长 5.8%，异地件业务量增长 23.8%。价格方面，12 月行业单票价格环比 11 月下降，同比降幅提升至 13.6%，双 11 过后快递价格重新下探，价格竞争依旧较为激烈。

点评：

国补带动需求增长，快递件量持续超预期：去年 12 月快递业务量超过了 11 月旺季。除了去年双 11 周期较长导致旺季被平滑的原因之外，我们认为去年年末国补的范围扩大也是带动快递件量增长的原因之一。据统计，截至去年 12 月 13 日，全国已经有 14 个省全省或部分城市启动了手机补贴政策。补贴幅度在 10%-15% 之间不等，我们认为是 12 月件量超预期的重要原因。

通达系方面，申通和圆通业务量增速高于行业均值，韵达由于去年同期基数较高，增速有所下降。顺丰 12 月增速环比 11 月明显提升，来到了 19.5%，公告称主要受益于电商平台的促销活动，我们认为顺丰的高增长也与国补有较大关联。

双 11 后快递单价有所回落，价格战依旧激烈：价格方面，12 月行业单票价格环比 11 月下降，同比降幅提升至 13.6%，双 11 过后快递价格重新下探。上市公司方面，申通单票收入环比 11 月下降 0.06 元，韵达与圆通单票收入则与 11 月持平。通达系公司单票收入稳定在一个较低的水平，说明价格战依旧在持续，但也没有进一步激化。顺丰方面，公司 12 月单票收入同比下降 9.1%，降幅较上月扩大。我们认为主要系电商平台促销导致公司电商件占比提升所致。

今年前三周件量大超预期：今年前三周国补继续发力，带动快递件量持续超预期。前三周全国快递揽收量分别为 39.47、43.55 和 46.19 亿件，同比增长分别高达 42.4%、49.9% 和 46.6%。作为参考，去年双 11 期间，周度揽件量达到去年全年峰值，为 41.52 亿件，今年前三周中有两周业务量超越了去年峰值。同比增速方面，即使考虑春节错期的影响，即今年春节比去年略早，我们以今年第一周同比去年第二周，以此类推，则今年前三周同比增长也分别达到了 35.9%、38.2% 和 39.1%，依旧超预期。

相比去年，今年国补的范围继续扩大，发改委表示，2025 年将实施提振消费专项行动，把促消费和惠民生结合起来。丰富消费产品服务供给。要加力扩围实施“两新”政策，将手机、平板、智能手表手环等消费品纳入到支持品类，且一视同仁支持线上、线下渠道，不同所有制、不同注册地企业参与以旧换新。我们认为这是年初快递业务量大幅增长的一个主要原因。

投资建议：去年下半年通达系公司的单票收入展现出筑底趋势，我们认为这体现出行业价格竞争的底线逐渐清晰，目前通达系总部单票收入继续下滑的空间并不大。虽然行业竞争依旧激烈，但长期来看价格内卷的现象会趋于缓和。我们建议重点关注服务质量领先的行业龙头中通与圆通。

风险提示：行业价格战加剧；人力成本攀升；政策面变化等

(分析师: 曹奕丰 执业编码: S1480519050005 电话: 021-25102904)

【东兴农林牧渔】农林牧渔行业: 12 月出栏量增明显, 业绩预告盈利高增——生猪养殖行业月度跟踪 (20250121)

行业供需表现: 12 月生猪均价回调, 全年均价上行。农业农村部监测数据显示, 2024 年 12 月仔猪、活猪和猪肉均价分别为 33.17 元/公斤、16.64 元/公斤和 27.94 元/公斤, 环比变化分别为 -3.65%、-3.97% 和 -2.63%。2024 年全年活猪均价 17.08 元/公斤, 相比 23 年均价上涨 10.91%。进入 1 月, 猪价围绕 16 元/公斤上下震荡, 截止 1 月 16 日, 全国出栏生猪均价 15.84 元/公斤。供应端: 12 月份集团企业出栏节奏加快, 市场供应维持充足。1 月出栏部分被前置至 12 月, 供应压力略有减轻。消费端: 12 月冬至前后北方备货和南方腌腊进入旺季, 需求出现小高峰, 支撑猪价小幅抬升。1 月上旬南方腌腊结束, 春节备货暂未开启, 需求支撑略显乏力。屠宰开工率环比明显增长, 12 月生猪屠宰开工率回升 6.65 个百分点至 36.33%。

产能变化趋势: 农业农村部数据显示, 11 月能繁母猪存栏量 4080 万头, 环比回升 0.20%, 维持微增趋势。从三方数据来看, 12 月涌益和钢联样本数据分别回升 1.27% 和 0.39%。仔猪价格近期出现明显反弹, 主要是由于养殖户对 6-7 月份出栏盈利较为乐观, 仔猪补栏积极所致。二元母猪价格走势平稳, 母猪补栏情绪持续谨慎, 预计后市产能仍以微增为主。

后市周期预判: 从阶段性节奏来看, 春节前供需两旺局面持续, 预计节前价格以震荡为主, 节后需警惕下行风险。我们判断 25 年猪价有望维持在合理盈利区间, 猪价下行期, 成本领先的龙头养殖企业竞争力有望进一步凸显。估值方面, 行业指数 PB 大幅调整, 与猪价走势出现一定背离, 我们认为随着 25 年提振消费的政策陆续落地, 养殖龙头有望迎来估值修复, 建议关注成本行业领先, 业绩兑现度高的头部养殖标的。

12 月及全年上市企业销售数据:

销售均价回调。牧原股份、温氏股份、正邦科技和新希望 12 月份实现生猪销售均价分别为 15.29、15.89、15.96 和 15.51 元/公斤, 均价环比分别下降 5.73%、4.91%、3.39 和 5.94%; 24 年全年生猪销售均价 (未考虑月度出栏量) 分别为 16.50、16.71、16.18 和 16.44 元/公斤。

出栏量明显提升。17 家上市猪企 12 月合计出栏 1749 万头, 环比增长 23.11%, 同比增长 13.49%。牧原股份、温氏股份、正邦科技和新希望 12 月份实现生猪销量分别为 858、304、54 和 126 万头, 环比分别变动 34.39%、4.56%、11.47 和 26.35%。

出栏均重有所下降。牧原股份、温氏股份、正邦科技、新希望 12 月出栏均重分别为 117.30、123.52、132.71、97.63 公斤。除牧原股份、天邦食品和京基智农之外, 其他猪企出栏均重环比均下降。

业绩预告出炉, 养殖盈利高增。24 年全年业绩预告陆续出炉, 牧原股份 24 年全年预计实现归母净利润 170-180 亿元, 同比增长 522.21%; 温氏股份 24 年全年预计实现归母净利润 90-95 亿元, 同比增长 248.68%。

风险提示：畜禽价格波动风险，上市企业出栏量扩张不及预期，动物疫病风险，企业成本控制不及预期等。

（分析师：程诗月 执业编码：S1480519050006 电话：010-66555458）

【东兴食品饮料】涪陵榨菜（002507.SZ）：改革逐渐落地，公司进入发展新时期（20250121）

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。

（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用户应慎重使用报告、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。