

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-01-13

宏观策略

2025 年 01 月 13 日

宏观点评 20250110：货币政策：合理解释“适度宽松”的“度”

利率过快下行、对降息幅度的定价，或隐含着市场对货币政策“适度宽松”的片面理解，2025 年货币政策宽松也有“度”，“适度”不仅包括适时降息降准，也包括多种政策工具呵护流动性。

宏观点评 20250110：科技板块带动市场情绪上行

事件 A 股成交额稳定在 1.1 万亿附近，市场情绪有所提振。沪指下跌 0.58% 至 3211.39 点，较 24 年末下跌 4.19%；创业板指上涨 0.11% 至 2010.66 点，较 24 年末下跌 6.11%；风格指数方面，代表大盘股的沪深 300 下跌 0.25% 至 3779.88 点，较 24 年末下跌 3.94%；中证 500 下跌 0.09% 至 5456.59 点，较 24 年末下跌 4.70%。行业层面，国防军工上涨 1.63%，家用电器上涨 1.11%，计算机上涨 0.85%，石油石化下跌 1.67%，煤炭下跌 1.54%，纺织服饰下跌 1.30%。市场成交额为 11295.05 亿元，较前一交易日放量减少 1281.25 亿元，北向资金总成交 2527.71 亿元；南向资金净买入 121.70 亿元。

板块方面，中国民航局表示 2025 年民航将大力推进通用航空和低空经济发展，充分释放低空经济发展潜力，低空板块走高。昨日发布“两新”政策补贴力度加大，家用电器和电子板块继续上涨。黄仁勋称基于英伟达 Blackwell 的服务器已全面投产，美国开发新一代 BAT 激光器可“超越 EUV”，同时加上近日发布的“50”系显卡和三星 AI 机器人持续影响，芯片概念股持续上涨。我国锂矿找矿取得重大突破，我国锂矿储量全球占比由 6% 提升至 16.5%，有色金属板块走高。马斯克在采访中表示会更新 Optimus，各大厂商在拉斯维加斯的 2025CES 展会上密集发布人形机器人产品，人形机器人概念股午后拉升。微软宣布 2025 年投资 800 亿美元于数据中心开发，摩根士丹利预言亚马逊、谷歌等科技巨头 2025 年会有近 3000 亿美元投入 AI 训练和语言模型发展，算力板块上涨，服务器概念股走强。

观点 短期市场波动的基本面因子如汇率下跌、24 年末降准降息不及预期等带来的负面影响在逐渐平息，市场下行接近两融资金成本线后，市场流动性随两融规模收缩而收紧的局面有所缓解，市场成交额稳定在 1.1 万亿附近，市场快速下行的趋势暂告一段落。市场增量资金仍然不足，两融余额快速下行后未有接续，在经济数据和政策的真空期，场内存量资金可能仍将在大盘高股息和小微盘股之间轮动，市场短期可能仍然呈现震荡格局。长期来看，政策增量与转向已经有明确动向，落地的速度也在进一步加快，在预期证伪之前，市场情绪底部有支撑，短期调整后整体仍有向上空间。

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

晨会编辑 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

固收金工

固收深度报告 20250110：从提前兑付看本轮化债进展如何？

本轮化债工作进度推断：1) 提前兑付空间还有几何：全国层面上，本轮化债工作（2024 年 11-12 月）集中发行的 2.1 万亿元地方政府特殊再融资债或可带动约 1820 亿元的城投债提前兑付，鉴于已有 321 亿元城投债实

现提前兑付，且考虑到前两轮大规模化债的提前兑付统计口径为“通过”，而此次口径包括“未通过”和“未表决”兑付计划，因此截至 2024 年末，本轮化债工作所能带动的城投债提前兑付空间至少可达 1,500 亿元。2) 提前兑付时间还需多久：根据第一轮大规模化债期间的提前兑付高峰期时滞约为 1 年，第二轮时滞缩短至 2 个月，因此保守估计本轮化债工作有望于 2025 年第一季度即达到上述预测提前兑付总额的至少 70%。3) 综合而言，截至 2024 年末，本轮化债工作预计推进进度较快的区域包括湖北、贵州、甘肃、天津、辽宁、浙江、江西、山东、四川、云南，一方面地区符合提前兑付额占比较高的区域特点，另一方面期间银行授信额度使用率较高且非标偿还量尚可，但实际化债进度仍取决于各地区自身的战略发展方向以及政策执行效率。

行业

推荐个股及其他点评

伊之密 (300415): 2024 年度业绩预告点评: 海外业务进展顺利带动业绩高增, 利润率水平增长可观

盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2024-2026 年归母净利润预测分别为 6.25/7.73/9.43 亿元, 当前市值对应 PE 分别为 15/12/10 倍, 考虑到公司海外渠道布局加速兑现业绩, 维持公司“增持”评级。风险提示: 制造业复苏不及预期、注塑机下游需求不及预期、公司海外渠道布局不及预期。

特步国际 (01368.HK): 2024Q4 流水点评: 主品牌增长环比提速, 索康尼持续高增

盈利预测与投资评级: 公司深耕国内大众体育市场, 打造跑鞋优势品类, 主品牌 Q4 流水环比改善, 索康尼持续高增表现超预期。我们维持预计 24-26 年归母净利润 12.4/14.2/16.5 亿元、对应 PE 为 11/10/8X, 维持“买入”评级。风险提示: 国内消费持续疲软, 竞争加剧。

长江电力 (600900): Q4 来水转弱、全年电量稳增, 十年期国债收益率下行, 红利标杆空间打开

盈利预测与投资评级: 四季度来水不及预期, 我们下调对公司发电量的预期, 下调公司 2024-2026 年归母净利润预测至 328.58/341.82/354.25 (原值 343.50/361.35/376.56) 亿元; 同比增长 20.6%/4.0%/3.6%; 对应当前 PE 21/21/20 倍 (估值日 2025/1/9), 维持“买入”评级。

安踏体育 (02020.HK): 24Q4 流水点评: 全品牌环比改善, FILA 增长超预期

盈利预测与投资评级: 公司为国内多品牌体育集团, 2024 年在偏弱的消费环境下两个主品牌流水增长略低于此前指引的 10%以上, 但表现跑赢同行, 且分季度看 Q4 环比改善明显; 其他品牌持续高增, 全年表现超出此前指引。截至 2025/1/9 公司已累计回购 2287 万股股份、累计回购金额 16.38 亿元。考虑 Q4 全品牌环比改善, 我们将 2024-2026 年归母净利润从 134.7/134.8/151.9 亿元小幅上调至 135.4/136.5/153.7 亿元, 对应 PE15/15/13X, 维持“买入”评级。风险提示: 国内消费环境低迷、竞争加剧。

宏观策略

宏观点评 20250110：货币政策：合理解释“适度宽松”的“度”

事件 2024 年 12 月中央经济工作会议提出货币政策要“适度宽松”，引发市场利率快速下行，10 年期国债收益率从 2.0%快速下行到目前 1.60%左右，利率下行幅度达到 40bps，不仅导致市场利率和政策利率的利差收窄到 2020 年以来最低值，而且长期债券利率和短端 7 天期逆回购利率出现“倒挂”。

观点 利率过快下行、对降息幅度的定价，或隐含着市场对货币政策“适度宽松”的片面理解，2025 年货币政策宽松也有“度”，“适度”不仅包括适时降息降准，也包括多种政策工具呵护流动性。

“适度”意味着利率水平要适宜、与经济形势动态匹配：“适度宽松”的货币政策意味着 2025 年合理的货币供应量、保持低位的利率水平以及宽松的融资环境等，通过增加市场流动性、降低融资成本等方式，为经济持续回升向好提供金融支持，但并不意味着“大水漫灌”甚至“零利率”，良好的金融环境需要保持适宜的利率水平，但利率并不是越低越好，降息也有一个“度”的考量，即是要保持利率水平与经济形势动态适配，2024 年至 2025 年实际经济增长仍然维持 5.0%增速水平的情况下，适宜适度的降息可以通过激发市场融资需求和经济活动，带动增长预期和通胀预期回升，但是如果脱离“适宜”的要求，利率过低反而会产生“资源错配”和“脱实向虚”等负面影响，支持性的货币政策同时也是正常的货币政策，脱离中国经济形势的过度降息降准反而会损害经济增长前景。

“适度”指向在执行手段上，提供更多的流动性不仅需要降息降准，也需要多种结构性政策工具共同搭配协同：2024 年以来新增设的政策工具，为创设更加宽松的流动性环境提供了更好的操作基础，在传统的降息降准之外，不断充实完善的货币政策工具箱，形成货币政策的“组合拳”，极大提高货币政策逆周期调节的有效性，而且增强了财政政策、产业政策、资本市场政策和货币政策之间的协同性。2025 年货币政策“适度宽松”的“度”也体现为多种政策工具并行，新创设的流动性调节工具、存量的结构性工具与传统的降息降准操作一起，引导和激励金融资源促进经济平稳增长和结构转型优化。

风险提示：2025 年 1 月 20 日特朗普就任总统，新政府组合政策路径尚不明晰，外围风险可能加大，美联储“降息”路径不明确，美债收益率和美元流动性尚有不稳定性；中国更加积极的财政政策量级和支出节奏有待观察，人民币资产预期回报率是否如期回升；2025 年关税风险或继续冲击欧元区经济和通胀，欧元区反应函数不明确，同时日本央行“加息”节奏不明确，人民币汇率波动率可能异常增大。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：王洋）

宏观点评 20250110：科技板块带动市场情绪上行

事件 A 股成交额稳定在 1.1 万亿附近，市场情绪有所提振。沪指下跌 0.58%至 3211.39 点，较 24 年末下跌 4.19%；创业板指上涨 0.11%至 2010.66 点，较 24 年末下跌 6.11%；风格指数方面，代表大盘股的沪深 300 下跌 0.25%至 3779.88 点，较 24 年末下跌 3.94%；中证 500 下跌 0.09%至 5456.59 点，较 24 年末下跌 4.70%。行业层面，国防军工上涨 1.63%，家用电器上涨 1.11%，计算机上涨 0.85%，石油石化下跌 1.67%，煤炭下跌 1.54%，纺织服饰下跌 1.30%。市场成交额为 11295.05 亿元，较前一交易日放量减少 1281.25 亿元，北向资金总成交 2527.71 亿元；南向资金净买入 121.70 亿元。

板块方面，中国民航局表示 2025 年民航将大力推进通用航空和低空经济发展，充分

释放低空经济发展潜力，低空板块走高。昨日发布“两新”政策补贴力度加大，家用电器和电子板块继续上涨。黄仁勋称基于英伟达 Blackwell 的服务器已全面投产，美国开发新一代 BAT 激光器可“超越 EUV”，同时加上近日发布的“50”系显卡和三星 AI 机器人持续影响，芯片概念股持续上涨。我国锂矿找矿取得重大突破，我国锂矿储量全球占比由 6% 提升至 16.5%，有色金属板块走高。马斯克在采访中表示会更新 Optimus，各大厂商在拉斯维加斯的 2025CES 展会上密集发布人形机器人产品，人形机器人概念股午后拉升。微软宣布 2025 年投资 800 亿美元于数据中心开发，摩根士丹利预言亚马逊、谷歌等科技巨头 2025 年会有近 3000 亿美元投入 AI 训练和语言模型发展，算力板块上涨，服务器概念股走强。

观点 短期市场波动的基本面因子如汇率下跌、24 年末降准降息不及预期等带来的负面影响在逐渐平息，市场下行接近两融资金成本线后，市场流动性随两融规模收缩而收紧的局面有所缓解，市场成交额稳定在 1.1 万亿附近，市场快速下行的趋势暂告一段落。市场增量资金仍然不足，两融余额快速下行后未有接续，在经济数据和政策的真空期，场内存量资金可能仍将在大盘高股息和小微盘股之间轮动，市场短期可能仍然呈现震荡格局。长期来看，政策增量与转向已经有明确动向，落地的速度也在进一步加快，在预期证伪之前，市场情绪底部有支撑，短期调整后整体仍有向上空间。

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

固收深度报告 20250110：从提前兑付看本轮化债进展如何？

观点 城投债提前兑付和整体化债进度的关系：1) 2016 年 1 月-2018 年 12 月“第一轮大规模化债”：全国层面：置换债发行和城投债提前兑付之间存在着明显相关性，且这一关联在第一轮大规模化债中体现出较强的时滞，原因包括 a) 2016 年期间地方政府通过债务置换的方式主要是为了偿还到期的高息债务和地方政府直接债务；b) 地方政府财政资金透明度和财政运用效率的桎梏；c) 2016 年仍属于城投平台发债融资监管的宽松年，直至年末才开始转为收紧。区域层面：部分省市城投债提前兑付量和当地城投平台存量有息债务之间存在一定负相关关系，即提前兑付越积极的区域，其城投债存量余额降速越大，表明区域城投债提前兑付金额较大、增速较高或可预示当地化债工作已有序开展，随着兑付工作的持续推进，化债工作进程或将进一步提速。2) 2023 年 10 月-2024 年 10 月“第二轮大规模化债”：全国层面：与第一轮情况类似，地方政府集中发行特殊再融资债带动城投债的提前兑付，但此次提前兑付的实施时点和进度相比于第一轮更为提前，原因包括 a) 地方财政效率的提高、债务期限结构优化策略和资本市场融资方面的进步，以及地方数字化和信息化财政系统的建设完善；b) 中央政府提高对于隐债的披露和控制要求；c) 资本市场的发展也为债务置换提供便利，不仅为城投债的提前兑付提供了更高效的资金支持，宽松的货币政策和低利率环境也为低成本融资提供可能性，发债主体提前兑付意愿增强。因此，城投债的提前偿还与地方政府置换债的发行之间的相关性进一步提升，换言之，城投债提前兑付对于作为衡量地方政府化债进度的前瞻性指标的可靠性有所提高。区域层面：第二轮中提前兑付城投债较为积极的区域如广西、黑龙江、重庆

三地均属于 12 大重点高风险区域，化债紧迫性与兑付比例重合侧面佐证提前兑付情况或可反应对化债进程的助推作用。此外，部分地区同样呈现城投债提前兑付量与城投债存量增速之间的负相关关系，提示提前兑付的增加或可帮助具象化地方化债工作进展。 银行借款提前偿付和整体化债进度的关系： 1) 从分区域授信额使用率变化情况来看，两轮化债过程中存在着一定的“互补效应”，即若授信额使用率降低，则提前兑付额占地方置换债比例也相对偏低，两项指标出现“同向变动”。2) 化债期间银行借款提前偿还情况或难以直接反映化债工作进展，主要原因在于 a) 银行信贷资金成本通常低于公开发债和非标融资，展期、置换方面的协商相对便利，且不涉及公开平台信息披露，审批手续及所需时间相对可控，故平台通常倾向于将其作为需要取得增量长期资金的首要渠道来支持长期项目投资，提前偿还的意愿较低；b) 城投公司取得化债资金将优先偿还非标等隐债以及其他高息负债，从而在完成隐债化解的同时减轻利息偿付压力。但总体而言，通过银行授信与提前兑付在资金上的互补关系，投资者可以一定程度上预判地区提前兑付情况，并进而间接推测区域化债进展。 非标提前兑付和整体化债进度的关系：综合两轮大规模化债期间各地区非标融资额、存量规模及其占城投有息负债比例的变化情况来看，非标融资的减少、存量规模的压降以及非标融资规模占城投有息负债比例平均变化值下行甚至转负或可提示地方化债工作的执行进度良好。 本轮城投债、银行借款及非标提前兑付情况：1) 城投债：全国层面：从 2024 年 11 月 15 日至 2024 年末的每日城投债提前兑付额和地方政府特殊再融资债发行额来看，二者之间呈现显著时滞，提前兑付额占地方置换债比例不及前两轮大规模化债，主要原因或在于本轮地方置换债须在两个月内完成发行，集中放量后的资金流转受限于财政效率问题，因此预计后续提前兑付将于 2025 年上半年逐渐加速，完成由政府向城投平台的资金传导链条。区域层面：各地区城投债提前兑付额和地方政府特殊再融资债发行额之间的关联度有所提升，其中 12 大重点高风险区域的城投债提前兑付与当地地方置换债发行的关联度总体相对更高。2) 银行借款：截至 2024 年末，本轮化债工作期间银行授信使用率较高的区域如内蒙古、贵州、青海、云南、天津等拥有相对较高的提前兑付额占地方置换债比例的概率或有放大，其城投债提前兑付的可能性抬升。3) 非标：截至 2024 年末，本轮化债工作期间非标偿还量达百亿元以上的地区包括江苏、浙江、重庆、四川和山东，表明债务体量较大、非标举债较多的区域在本轮化债初期即提速兑付，执行化债工作的进度较快、态度积极，侧面反映城投平台取得偿债资金后倾向于优先偿付非标。 本轮化债工作进度推断：1) 提前兑付空间还有几何：全国层面上，本轮化债工作（2024 年 11-12 月）集中发行的 2.1 万亿元地方政府特殊再融资债或可带动约 1820 亿元的城投债提前兑付，鉴于已有 321 亿元城投债实现提前兑付，且考虑到前两轮大规模化债的提前兑付统计口径为“通过”，而此次口径包括“未通过”和“未表决”兑付计划，因此截至 2024 年末，本轮化债工作所能带动的城投债提前兑付空间至少可达 1,500 亿元。2) 提前兑付时间还需多久：根据第一轮大规模化债期间的提前兑付高峰期时滞约为 1 年，第二轮时滞缩短至 2 个月，因此保守估计本轮化债工作有望于 2025 年第一季度即达到上述预测提前兑付总额的至少 70%。3) 综合而言，截至 2024 年末，本轮化债工作预计推进进度较快的区域包括湖北、贵州、甘肃、天津、辽宁、浙江、江西、山东、四川、云南，一方面地区符合提前兑付额占比较高的区域特点，另一方面期间银行授信额度使用率较高且非标偿还量尚可，但实际化债进度仍取决于各

地区自身的战略发展方向以及政策执行效率。 风险提示：政策变化对提前兑付的影响；数据统计偏差；基准利率波动。

(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

伊之密 (300415): 2024 年度业绩预告点评: 海外业务进展顺利带动业绩高增, 利润率水平增长可观

投资要点 2024 全年业绩高增符合预期, 海外业务进展顺利: 公司预计 2024 年实现营业收入 50.5 亿元, 同比增长 23.30%; 实现归母净利润 5.85-6.46 亿元, 同比增长 22.53%-35.45%, 归母净利润的中值为 6.15 亿元, 同比+29%; 实现扣非净利润 5.66-6.28 亿元, 同比增长 24.33%-37.85%, 扣非净利润中值为 5.97 亿元, 同比+31%。2024Q4 公司预计实现收入 11.56 亿元, 同比增长 19%; 预计实现归母净利润 1.04-1.66 亿元, 同比-7%~+48%, 归母净利润中值为 1.35 亿元, 同比+20%; 预计实现扣非净利润 0.98-1.60 亿元, 同比-12%~+44%, 扣非净利润中值为 1.29 亿元, 同比+16%。2024 年公司内外销进展顺利, 预计内销收入 36.0 亿元, 同比+20%; 外销收入 14.5 亿元, 同比+33%。其中内销增长主要系 3C、家电资本开支良好, 带动注塑机需求提振, 外销增长主要系公司海外渠道拓展顺利。 2024 年盈利能力提升可观, 我们判断主要系产品综合毛利率提高: 2024 年公司营收和归母净利润预告中值对应的归母净利率为 12.19%, 同比+0.54pct; 营收和扣非净利润预告中值对应的扣非净利率为 11.83%, 同比+0.40pct。2024 年国内注塑机订单饱满公司议价能力提升毛利率水平, 另外海外高毛利业务收入增速高于总收入增速, 综合毛利率水平进一步提升。 注塑机景气度高带动营收增长, 一体化压铸未来可期: 1) 注塑机: 24 年以来行业景气度整体回暖, 公司在此背景下加大销售力度拓展市场, 整体竞争力进一步强化。同时公司不断开拓海外市场, 销售团队与经销渠道不断完善。 2) 压铸机: 伴随新能源汽车渗透率不断提高, 一体化压铸的优势不断放大。公司在大型一体化压铸领域早有布局, 23 年 9 月公司向长安汽车交付了两台 7000T, 24 年 4 月公司向一汽铸造交付了一台 9000T 大型压铸机, 逐步实现从技术到收入的兑现。 盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2024-2026 年归母净利润预测分别为 6.25/7.73/9.43 亿元, 当前市值对应 PE 分别为 15/12/10 倍, 考虑到公司海外渠道布局加速兑现业绩, 维持公司“增持”评级。 风险提示: 制造业复苏不及预期、注塑机下游需求不及预期、公司海外渠道布局不及预期。

(证券分析师: 周尔双)

特步国际 (01368.HK): 2024Q4 流水点评: 主品牌增长环比提速, 索康尼持续高增

投资要点 公司公布 2024Q4 经营数据: 1) 2024Q4: 特步主品牌全渠道零售流水同比增长高单位数, 零售折扣 7-7.5 折; 索康尼全渠道零售流水同比增长约 50%。2) 2024 全年: 特步主品牌零售流水同比增长高单位数, 渠道库存周转天数为约 4 个月; 索康尼全渠道零售流水同比增长超过 60%。 2024Q4 主品牌在高基数下增长提速, 电商增长亮眼。分渠道看, 24Q4 线下门店同比增长低单位数, 其中主要来自线下客流改善, 连带率、客单价表现稳定; 电商同比增长 20%+, 受益

于双十一大促时间延长电商增长亮眼；童装增长双位数，延续较快增长水平；各渠道在 Q4 高基数下均较 Q3 增长提速，主要来自国内总体消费信心改善以及公司抓住黄金周和双十一大促窗口积极促销。由于 2025 年农历新年早于去年，1 月以来主品牌流水同比增长双位数，2025 年开局表现良好。预计 2025 年公司将进一步充实跑步鞋产品矩阵，迭代 160 系列第 7 代产品，并配合推出细分产品，包括宽楦、顶级缓震 vs 入门缓震、有碳板 vs 无碳板的全矩阵新品。主品牌折扣同比改善，库存维持健康水平。24Q4 主品牌折扣 7-7.5 折，环比 Q3 略有增加，主因黄金周和双十一大促积极促销，同比小幅改善。库存维持 4 个月左右的健康水平、环比持平。索康尼持续超预期，预计 2025 年加大开店。2024Q4 索康尼流水同比增长 50%，全年增长超过 60%，保持强劲增长势头。公司预计 2025 年将加大高线城市开店。产品方面，在聚焦专业跑步的同时，索康尼将拓展通勤、复古系列，打开市场空间。盈利预测与投资评级：公司深耕国内大众体育市场，打造跑鞋优势品类，主品牌 Q4 流水环比改善，索康尼持续高增表现超预期。我们维持预计 24-26 年归母净利润 12.4/14.2/16.5 亿元、对应 PE 为 11/10/8X，维持“买入”评级。风险提示：国内消费持续疲软，竞争加剧。

（证券分析师：汤军 证券分析师：赵艺原）

长江电力（600900）：Q4 来水转弱、全年电量稳增，十年期国债收益率下行，红利标杆空间打开

投资要点 事件：2025/1/8，公司公告 2024 年发电量完成情况。2024 年，公司境内所属六座梯级电站总发电量约 2959.04 亿千瓦时，较上年同期增长 7.11%。Q4 来水同比转弱，全年来水同比偏丰、电量稳增：2024 第四季度公司境内所属六座梯级电站总发电量约 600.90 亿千瓦时，较上年同期减少 17.60%；其中乌东德/白鹤滩/溪洛渡/向家坝/三峡/葛洲坝单四季度发电量分别同比+3.79%/-6.02%/-12.26%/-13.57%/-36.47%/-24.51%至 84.71/139.69/130.97/67.68/143.72/34.14 亿千瓦时。2024 年，乌东德水库来水总量约 1123.69 亿立方米，较上年同期偏丰 9.19%；三峡水库来水总量约 3740.95 亿立方米，较上年同期偏丰 9.11%。2024 年，公司境内所属六座梯级电站总发电量约 2959.04 亿千瓦时，较上年同期增长 7.11%；其中乌东德/白鹤滩/溪洛渡/向家坝/三峡/葛洲坝 2024 年发电量分别同比+13.56%/+5.42%/+13.05%/+7.32%/+3.29%/-1.61%至 396.47/604.32/621.01/334.11/829.11/174.03 亿千瓦时。财务费用持续缩减，进一步增厚公司利润。2024 年前三季度公司财务费用 84.6 亿元，同比下降 10.2 亿元。债务置换逐步进行，财务费用稳定下降，增厚公司利润。十年期国债收益率下行，红利标杆长江电力空间打开。2024 年十年期国债收益率平均值为 2.21%，12 月中央经济工作会议将货币政策基调从“稳健”调整为“适度宽松”，截至 2025/1/9，十年期国债收益率已加速下降至 1.63%。我们观察红利标杆资产长江电力预期股息率与十年期国债收益率平均息差，2016-2023 年平均息差为 0.96%，截至 2025/1/9，按照分红比例不低于 70%的承诺，当前股价对应 2024 年股息率 3.27%，息差达到 1.64%，考虑息差回归，红利标杆长江电力空间打开。盈利预测与投资评级：四季度来水不及预期，我们下调对公司发电量的预期，下调公司 2024-2026 年归母净利润预测至 328.58/341.82/354.25（原值 343.50/361.35/376.56）亿元；同比增长 20.6%/4.0%/3.6%；对应当前 PE 21/21/20 倍（估值日 2025/1/9），维持“买入”评级。风险提示：来水量不及预期，电价波动风险，政策风险，新能源电力市场竞争加剧风险

(证券分析师: 袁理 证券分析师: 任逸轩 证

券分析师: 唐亚辉 证券分析师: 谷玥)

安踏体育 (02020.HK): 24Q4 流水点评: 全品牌环比改善, FILA 增长超预期

投资要点 公司公布 2024Q4 及全年流水: 2024Q4 安踏品牌、FILA、其他品牌流水分别同比增长高单位数、高单位数、50-55%, 2024 年全年流水分别同比增长高单位数、中单位数、40-45%。安踏品牌: Q4 环比改善, 全年流水增长接近双位数。流水方面, 受益于 2024 年以来主品牌在新业态方面的举措 (推出 ARENA、PALACE、安踏冠军、超级安踏新店型), 以及性价比产品 PG7 跑鞋受到市场认可 (当前销量已破百万双), 同时 9 月底以来在政策刺激下国内消费环境有所改善, 24Q4 主品牌流水环比改善, 其中安踏大货、儿童、电商流水分别同比增长高单位数、低双位数、高双位数。截至 24Q4 末库销比 5 个月左右, 保持健康水平。折扣方面, 24Q4 线下维持 7.2 折, 同比持平, 线上同比改善 1pct, 维持品牌力。全年看, 安踏品牌流水同比增长接近双位数, 接近此前的指引。FILA: Q4 高基数下流水超预期增长。流水方面, 儿童和潮牌经过调整有所恢复, 24Q4 FILA 大货、儿童、潮牌流水分别同比增长高单位数、中单位数、高双位数, 环比 Q3 改善明显, 同时在高基数下实现较好增长, 体现 FILA 品牌在运动时尚赛道的品牌领导地位仍存。截至 24Q4 末库销比 5 个月左右, 保持健康水平。折扣方面, 24Q4 线下维持 7.4-7.5 折, 保持稳定。全年看, FILA 流水同比增长中高单位数。其他品牌: 持续高速增长, 全年目标超预期达成。24Q4 可隆、迪桑特流水分别同比增长 60-65%、接近 50%, 在去年高基数下进一步高速增长。全年其他品牌流水同比增长 40-45%, 超预期达成全年目标 (迪桑特+20%+、可隆+30%+), 两品牌流水合计突破百亿元规模。盈利预测与投资评级: 公司为国内多品牌体育集团, 2024 年在偏弱的消费环境下两个主品牌流水增长略低于此前指引的 10%以上, 但表现跑赢同行, 且分季度看 Q4 环比改善明显; 其他品牌持续高增, 全年表现超出此前指引。截至 2025/1/9 公司已累计回购 2287 万股股份、累计回购金额 16.38 亿元。考虑 Q4 全品牌环比改善, 我们将 2024-2026 年归母净利润从 134.7/134.8/151.9 亿元小幅上调至 135.4/136.5/153.7 亿元, 对应 PE15/15/13X, 维持“买入”评级。风险提示: 国内消费环境低迷、竞争加剧。

(证券分析师: 汤军 证券分析师: 赵艺原)

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>