

晨会集萃

制作：产品中心

重点推荐

《策略|中观景气度高频跟踪——中观景气度数据库和定量模型应用》

1、本周，我们预测了未来 4 周表现较优的申万二级行业。重视商用车、光学光电子、白酒 II、油服工程、乘用车、医疗服务、化妆品、航海装备 II、炼化及贸易、电网设备、家电零部件 II、纺织制造、医药商业、塑料、电池等申万二级行业。这类行业主要集中在消费（汽车、白酒、家电）、科技与高端制造（光学光电子、电网设备、电池）和垄断资源红利（油服工程、炼化及贸易）三条线索，符合我们对当下行业配置的主线判断——赛点 2.0 第二阶段，政策驱动与主题轮动；2、把握信创和消费阶段大波动，重视恒生互联网。央行新设立的互换便利工具与股票回购、增持专项再贷款，为垄断红利带来增量逻辑。市场正处于“强预期，弱现实”的赛点 2.0 第二阶段，类似 23H1 的“杠铃策略”：一边是政策态度转向，对未来预期改善，风偏上行，成交额持续高位，导致主题行情占优、高换手的科技方向活跃；另一边是政策生效需要时间，政策出台节奏和力度也会根据经济现状“边走边看”，“弱现实”或将持续一段时间，垄断红利不时会有所表现。惠民生、促消费后续政策加力也值得期待。

风险提示：1）历史复盘仅供参考；2）市场波动性可能影响资产表现；3）基于模型的定量分析无法代替上市公司基本面的定性分析。

《固收|近期信用债交易如何变化？——固定收益定期（2024-10-28）》

1、机构行为：非金信用债方面，利差走阔时，负债端不稳定的基金公司大幅减持，理财、货基和其他产品类承接了大部分抛压。利差压缩时，基金净卖出收窄，证券公司、股份行和城商行净卖出增加。2、交易结构：城投债成交相比非金产业债变得活跃，成交占比在逐渐上升。城投债方面，利差走阔阶段，重点省份的城投债成交占比快速拉升，压缩阶段成交占比则开始波动下降。分期限来看，期限 1 年内城投债成交占比先上后下；相比城投债，市场在非金产业债交易中更加偏好超短期限。此外，超长期非金产业债成交也比城投债更活跃，5 年期以上成交占比明显高于城投债。3、分主体评级来看，非金产业债成交以 AAA 为主，占比在 90%附近波动，交易向头部优质发行人集中的现象明显，城投债则更偏好 AA+ 主体。城投债高折价成交次数集中在山东、四川、湖南等地，高折价成交占比集中在贵州、陕西、四川等地。非金产业债方面，房地产、综合、非银金融、建筑装饰、社会服务和建筑材料是近期折价交易高发行业。

风险提示：数据统计或有遗漏；宏观经济表现超预期；信用风险事件发展超预期。

《商社&汽车|途虎-W（09690）首次覆盖：制造型零售推升盈利，轻资产下沉支撑扩张》

1、持续市场领先，中长期空间广阔。标准化服务带来高复购，用户增长显著，月均用户数同比增长 40%+，注册用户达 1.26 亿，交易用户 2140 万，同期实现了 18.8% 的增长。2、互联网巨头角逐激烈，公司优势显著。2024 年上半年，途虎工场店申请量全域大增，同比增加 22%，尤其在下沉市场，在东北和西北部地区开店意向是去年同期的 2.5 倍，24H1 新开门店 402 家，加盟商盈利比例高达 90%，加盟商获利成为途虎增长的次生动力。我们认为车后服务市场空间广阔，途虎下沉市场增长势头迅猛，营收规模有望随着门店数量的提升持续扩大，门店触达提高，服务强化复购，采购议价形成前端价格优势，产品结构持续改善，自有产品逐年占比提升，有望带来毛利率每年 1~2pct 提升，规模、产品、服务形成综合品牌竞争

天风 10 月金股推荐

简称	调入时间
中际旭创	20240430
昂立教育	20240531
美的集团	20240630
锦波生物	20240630
腾讯控股	20240630
创新新材	20240731
金蝶国际	20240731
百济神州-U	20240731
纳睿雷达	20240731
立讯精密	20240831
工业富联	20240831
福昕软件	20240831
智微智能	20240831
天立国际控股	20240831
中国宏桥	20240831
农业银行	20240930
国泰君安	20240930
中天科技	20240930
中国移动	20240930
海光信息	20240930
上海电影	20240930
华测检测	20240930
瑞鹄模具	20240930
万华化学	20240930
华统股份	20240930
格力电器	20240930
华帝股份	20240930
爱博医疗	20240930
安踏体育	20240930
欧派家居	20240930
劲仔食品	20240930
五粮液	20240930
北京人力	20240930
同庆楼	20240930
敷尔佳	20240930
四川路桥	20240930
鸿路钢构	20240930
三棵树	20240930
宝丰能源	20240930
兴通股份	20240930
招商蛇口	20240930
中烟香港	20240930
双环传动	20240930
哔哩哔哩	20240930

资料来源：天风证券研究所
最新调整日期 2024.09.30

优势。预计途虎 2024~2026 年的营收分别为 146 亿/160 亿/176 亿元人民币，经调整净利润分别为 7.33 亿元/11.39 亿元/15.30 亿元，对应 PE 为 22/14/10 倍。以美国车后服务龙头为可比公司，25 年行业平均 PE 为 18 倍，给予途虎 2025 年 18 倍目标 PE，对应目标市值 224 亿港元，目标价 27.59 港元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：宏观需求不及预期，行业竞争加剧，新能源车重分配产业链价值，门店网络扩张不及预期，跨市场选取可比公司，统计误差。

买方观点

持续看好科技成长股的投资机会，一揽子政策工具密集推出，力度超出市场预期，货币宽松仍有空间，有助于市场风险偏好提升。同时，今年以来高科技制造业引领经济增长，从资金端和政策端来看，后续科技行业具备持续增长动力，由于主要经济体的货币政策都进入了降息周期，这为中国货币宽松提供友好环境，宏观流动性有望持续改善。

晨会焦点

《通信|光库科技(300620): 加华微捷快速增长及拜安并表带动业绩持续高增》

公司公布三季报，前三季度实现营业收入 7.39 亿元，同比增长 41%，归母净利润 5581 万元，同比增长 20%，扣非净利润 4467 万元，同比增长 40%。1、全资子公司加华微捷收入快速增长，从 2015 年起加华在数据中心光纤阵列连接器行业中脱颖而出，陆续成为多数全球 Tier1 客户合格供应商。2024 年上半年加华微捷收入为 5674 万元，同比增长 40%，净利润 1137 万元，同比增长 157%，预计 3Q 延续高增长态势。2、收购拜安，形成战略协同。拜安实业为公司控股子公司，持股比例为 52%，24 年 3 月底纳入到合并报表范围。公司与拜安实业在光通讯器件、激光光源模块、技术研发、客户资源等方面将实现优势互补，形成战略协同，有利于公司拓展新的业务，丰富公司的产品线，提高公司的综合竞争力。2024 年 4-6 月拜安营业收入 6052 万元，净利润为 859 万元。根据 3 季报略调整预期，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 0.74 亿元、1.18 亿元、1.59 亿元(原预测为 0.74 亿元、1.14 亿元、1.55 亿元)。我们认为公司光通讯器件及芯片受益高速数通光模块放量，激光雷达并购拜安后有望形成协同效应，薄膜铌酸锂有望突破，维持“增持”评级。

风险提示：下游行业需求放缓；行业可能吸引更多竞争者进入；技术升级无法满足市场需求的风险；公司扩产速度低于预期；汇率波动的风险。

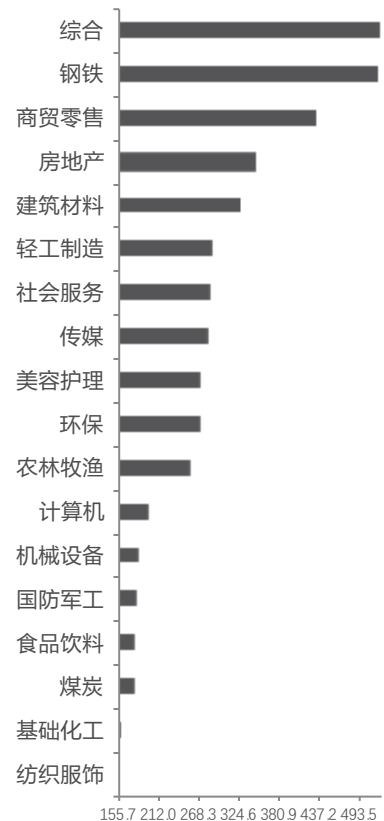
《电子|周观点：库克访华、苹果 AI 上线在即，看好产品创新大周期及其在华供应链》

1、苹果：Apple Intelligence 有望于 10 月 28 日上线，全面看好 AI 落地带来的需求提振。苹果公司高管库克及杰夫·威廉姆斯开启了今年第二轮“中国行”，两人均表示将继续对中国投资，看好苹果在中国市场的长期发展潜力和苹果中国供应链增长。库克于 10 月 25 日会见商务部部长王文涛并表示中国是重要市场和关键供应链伙伴，将持续加大对供应链、研发等领域的投入。杰夫到访了“果链”企业蓝思科技和立讯精密的工厂，他表示过去 5 年在中国智能制造和绿色制造上投资了 200 亿美元，将继续在中国投资。2、端侧 AI：字节跳动首款 AI 智能体耳机 OlaFriend 落地，看好 AI 驱动下的 TWS 需求复苏。OlaFriend 接入豆包大模型，并与豆包 APP 深度结合，售价 1199 元。用户佩戴 OlaFriend 后，可通过语音与豆包 APP 交流，并借助高精度的 Seed-ASR 技术实现多场景智能体验。据 IDC 数据，2024 年上半年真无线耳机市场出货 3,508 万台，同比增长 5.6%；开放式耳机市场强势增长，2024 年上半年出货 1,184 万台，同比增长 303.6%。我们认为，在 AI 刺激下 TWS 需求复苏明确，OWS 或将成为新

市场数据

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3322.2	0.68
沪深 300	3964.16	0.2
中证 500	5883.72	1.27
中小盘指	3869.99	1.04
创业板指	2229.12	-0.44
国债指数	217.38	-0.01

上一交易日行业表现



资料来源：聚源数据；天风证券研究所

海外市场

指数名称	收盘	涨跌%
香港恒生	20599.36	0.04
道琼斯	42114.40	-0.61
纳斯达克	18518.61	0.56
标普 500	5808.12	-0.03
日经 225	38605.53	1.82
德国 DAX	19463.59	0.11
法国 CAC	7497.54	-0.08
富时 100	8248.84	-0.25
台湾	23198.07	-0.64

申万行业指数预览

类别	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	市盈率 PE	市净率 PB
农林牧渔	97149	37960	58	4.1
基础化工	284899	109879	44	2.9
钢铁	59892	18942	134	1.4

增长点。

风险提示：消费电子需求不及预期、新产品创新力度不及预期、地缘政治冲突、消费电子产业链外移影响国内厂商份额

《家电&机械|盾安环境（002011）：谨慎性计提引业绩波动，Q4 或迎以旧换新利好》

公司 24Q1-Q3 实现营业收入 93.4 亿元，同比+10.54%；归母净利润 6.5 亿元，同比+20.10%。1、三季度收入增速放缓，阀件将迎以旧换新利好。分业务看，结合 24 年半年报趋势，我们预计公司前三季度热管理收入延续高双位数增长，冷配收入是延续 10%+ 增长，设备业务增速略有承压。展望四季度，阀件公司有望在以旧换新政策加持下，实现加速发展和结构升级。计提拖累业绩，剔除后净利率有所改善。公司 24Q3 毛利率 18.6%，同比-0.8pct，预计部分为高毛利的设备业务承压的结构因素所致。2、费用端，销售/管理/研发/财务费用分别为 2.6%/2.4%/4.6%/0.6%，同比-0.5/-0.5/+0.9/0.0pct。盾安是制冷元器件领域龙头，家电主业结构升级、盈利改善持续兑现，将业务延伸高景气新能源车热管理赛道后，抓住二供机遇逐渐打造出新的增长曲线。公司双板块发展持续向好，历史包袱逐渐出清，预计 24-26 年归母净利润分别为 9.3/11.7/13.8 亿元（前值 9.4/12.1/14.8 亿元，考虑设备业务营收略有承压下调 24-26 年收入增长预期），对应 12.7x/10.1x/8.6x，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动的风险；海外公司经营风险；参股公司业绩承诺的风险；业务开展不及预期的风险；新技术迭代的风险。

《建筑建材|周观点：非金属新材料——光伏玻璃产能持续下降，海风招标加速》

1、碳纤维：我们认为单从原丝环节来看，主要系吉林碳谷，上海石化及蓝星等少数几家掌握制备工艺，原丝环节降价可能性不大，建议关注吉林碳谷等。民品 T700 领域长期来看，下游碳碳复材/氢气瓶等领域持续高景气，公司产能扩张有望带动业绩持续释放，预浸料业务如进展顺利后续或带来新增量，建议关注中复神鹰。2、显示材料：我们跟踪的折叠屏手机中 UTG 环节，在消费电子颓势时折叠手机下游需求仍高增，伴随行业价格带的不断下行，进一步促进下游需求有望实现正向循环。我们持续看好未来 3-5 年折叠屏手机的持续渗透，我们认为，产业链中的卡脖子环节仍将在一段时间内获得相应溢价。此外我们看好光刻胶及高频高速 CCL 上游原材料中的国产替代逻辑。重点推荐：世名科技、凯盛科技。3、新能源材料：光伏方面，下游需求端仍维持较快增速，但产业链各环节扩张较快，我们判断需等待出清。风电方面，目前海风突破层层阻碍，开始放量，风电叶片环节集中度较高，重点推荐时代新材。

风险提示：下游需求不及预期，行业格局恶化，原材料涨价超预期

《能源开采|海油工程（600583）：Q3 业绩符合预期》

2024 年 Q3 公司营业收入达 70 亿元，同比+7.3%，环比-9.8%，主要原因可能系订单确定结构及收入确认节奏；归母净利润为 5.48 亿元，同比+40.8%，若 Q2 剔除掉消费税退税 2.33 亿的一次性影响，实际 Q3 环比+5.7%，符合我们预期。1、海上安装工作量饱满。工作量方面，公司 2024 年 Q3 陆地建造导管架 8 座（环比-8 座）、组块 17 座（环比+13 座），海上安装导管架 7 座（环比-6 座）、组块 14 座（环比+11 座），铺设海底管线 138 公里（环比+39 公里）。安装等海上作业投入 2.03 万船天，较去年同期 1.97 万船天增长 3%。2、国内新签订单环比稳定增长。订单方面，公司 2024 年 Q3 新签合同 40 亿元，同比-52%，环比-33%。其中，国内合同 36.89 亿元，环比+157%，主要得益于国内海油增储上产；海外合同 3.51 亿元，环比-92%。维持 2024/2025/2026 年归母净利润为 19.7/24.5/28.5 亿元，当前股价对应 PE 分别 12.3/9.9/8.5 倍，维持“买入”

有色金属	148793	73425	113	3.3
电子	189993	91062	71	3.9
汽车	194340	68889	24	2.6
家用电器	96846	44260	18	3.2
食品饮料	165837	66516	30	4.5
纺织服饰	69031	28573	34	3.4
轻工制造	84127	38265	55	3.6
医药生物	314266	133399	44	4.7
公用事业	205664	69972	22	2.3
交通运输	161911	54710	22	1.9
房地产	245497	95805	23	2.3
商贸零售	102758	42765	45	2.6
社会服务	37510	12590	55	4.6
银行	558268	146973	7	1
非银金融	324232	142795	14	2
综合	37355	21781	89	4.3
建筑材料	57398	25148	40	2.4
建筑装饰	154468	55693	16	1.9
电力设备	169901	74240	47	3.6
机械设备	227280	97341	65	3.1
国防军工	76728	33026	148	4
计算机	220504	99085	60	5.9
传媒	194561	72896	52	4.8
通信	90698	45155	52	3.9
美容护理	6318	3473	19	3.7

注：PE、PB 的计算采用 23 年报数据；市值为最近一个交易日的数据

评级。

风险提示：中海油 2024 年资本开支不及预期的风险；国际油价大跌影响油公司资本开支意愿的风险；海外订单拓展或作业进展不及预期。

《环保公用|高能环境（603588）：政策利好之下，期待公司资源化业务有效产能的持续打开》

公司发布 2024 年三季报。2024 年前三季度，公司实现营业收入 114.51 亿元，同比增长 52.88%，归母净利润 5.61 亿元，同比下降 14.69%。1、国家高度重视资源再生行业，看好公司危废资源化业务长期发展。公司在固废危废资源化利用领域已实现前后端一体化全产业链布局，是国内为数不多的同时具备前后端生产能力的资源化利用企业。政策利好下，我们看好公司危废资源化业务的持续发展。2、预测 2024-2026 年归母净利润为 6.54、8.90、10.56 亿元，同比增长 29.57%、36.11%、18.65%；摊薄 EPS 分别为 0.43、0.58、0.69 元，10 月 28 日股价对应 PE 分别为 12.42、9.12、7.69 倍。我们基于可比公司的 PE 估值法对公司进行估值。截至 2024 年 10 月 28 日，公司可比公司浙富控股、金田股份 2025 年业绩对应的 PE 倍数平均为 13.66 倍，我们给予公司 13 倍 PE（FY2025）估值，对应目标市值为 116 亿元，对应目标价 7.53 元，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动剧烈的风险、收料不足致使产能利用率下降的风险、投产进度不及预期、行业政策的风险、项目建设安全事故风险等

评级调整

公司/行业	评级调整日期	盈利预测与价格区间
途虎-W(09690)	买入(首次) 20241028	TP27.59
美诺华(603538)	增持(首次) 20241023	24/25/26EPS 0.36/0.83/1.02
VERTIV(VRT)	买入(首次) 20241022	
春秋航空(601021)	买入(首次) 20241022	24/25/26EPS 2.70/3.46/4.00,TP69.19
道氏技术(300409)	买入(首次) 20241022	24/25/26EPS 0.48/1.03/1.31,TP15.45

报告列表

莱克电气 (603355): 收入端实现平稳增长, 汇率波动带来利润波动-买入-孙谦

兆驰股份 (002429): 电视 ODM 出货亮眼, 新业务整合拖累盈利-买入-孙谦/宗艳/赵嘉宁

高能环境 (603588): 政策利好之下, 期待公司资源化业务有效产能的持续打开-买入-郭丽丽/胡冰清

硅宝科技 (300019): 嘉好股份财务并表, 硅碳负极项目稳步推进-买入-唐婕/张峰/杨滨钰

海油发展 (600968): Q3 业绩超预期, 充分受益技术服务类工作量增长-买入-张樨樨/厉泽昭

周大福 (01929): 期待下半财年表现改善-买入-孙海洋/何富丽

好未来 (TAL): 超预期, 乐观看待后续成长-买入-孙海洋

比依股份 (603215): 在手订单充足收入放量增长, 汇率波动影响利润水平-增持-孙谦

东鹏控股 (003012): 三季度显著承压, 看好中长期市占率提升-增持-鲍荣富/孙海洋/王涛/任嘉禹

光库科技 (300620): 加华微捷快速增长及拜安并表带动业绩持续高增-增持-唐海清/王奕红/康志毅

途虎-W (09690): 制造型零售推升盈利, 轻资产下沉支撑扩张-买入-何富丽/来舒楠/邵将

华新水泥 (600801): 短期盈利压力仍在释放, 看好公司海外+非水泥业务发展-买入-鲍荣富/王涛/林晓龙

万年青 (000789): Q3 毛利率提升, 看好公司受益浙赣粤运河需求弹性-增持-鲍荣富/王涛/林晓龙

大禹节水 (300021): 项目结构影响当期订单转化, 新签大订单打开未来成长空间-买入-吴立/陈潇/林毓鑫

海油工程 (600583): Q3 业绩符合预期-买入-张樨樨/姜美丹

中材科技 (002080): 现金流显著改善, 多元化投资收购助力公司拓宽市场-买入-鲍荣富/王涛/林晓龙

中国建筑 (601668): 三季度现金流显著改善, 能源、水利订单高增-买入-鲍荣富/王雯/王涛/任嘉禹

圣晖集成 (603163): 收入保持平稳, 现金流同环比改善-买入-鲍荣富/王雯/王涛/王悦宜

盾安环境 (002011): 谨慎性计提引业绩波动, Q4 或迎以旧换新利好-买入-孙谦/朱晔/宗艳/赵嘉宁

长海股份 (300196): 毛利率向上修复, 新增产能释放落地-买入-鲍荣富/唐婕/王涛/林晓龙

大华股份 (002236): Q3 归母净利润同比增长 19.75%, 看好公司 AI to B 未来落地前景-买入-潘暕/许俊峰

安徽建工 (600502): 财政刺激预期下, 关注四季度基本面向上弹性-买入-鲍荣富/王涛/任嘉禹

苏博特 (603916): 减水剂价格承压, 功能性材料景气持续-买入-鲍荣富/唐婕/王涛/林晓龙

泡泡玛特 (09992): 24Q3 点评: 三季度营收同比大涨超 120%, 海外营收增 4 倍-买入-曹睿/何富丽/孔蓉

博迁新材 (605376): 营收环比持续改善, 产线调整&汇兑损失影响短期利润-买入-刘奕町/吴亚宁

依依股份 (001206): 业绩靓丽, 新客户贡献可观-买入-孙海洋/张彤

基础化工: 工信部: 将制定出台《制造业绿色低碳发展行动方案》, 维生素、BDO 价格上涨-中性-唐婕/张峰/郭建奇/杨滨钰/邢颜凝

消费电子: 库克访华、苹果 AI 上线在即, 看好产品创新大周期及其在华供应链-强于大市-潘暕/许俊峰/俞文静/包恒星

非金属新材料: 光伏玻璃产能持续下降, 海风招标加速-强于大市-鲍荣富/熊可为/朱晓辰

买断式逆回购或利好做陡曲线: 固定收益货币流动性点评-孙彬彬/隋修平/马戎

港股周报 (2024.10.21-2024.10.25): SFISF 首次操作落地, 继续看好港股中概-孔蓉/李泽宇/曹睿/杨雨辰/王梦恺

近期信用债交易如何变化?: 固定收益定期 (2024-10-28)-孙彬彬/孟万林/涂靖靖

实际投资需求有限、商品表现分化、菜价延续回落: 国内需求周度跟踪 20241028-孙彬彬/隋修平/郑艺鹏

中观景气度高频跟踪: 中观景气度数据库和定量模型应用-吴开达/孙希民/朱俊福

报告摘要

宏观策略

中观景气度高频跟踪: 中观景气度数据库和定量模型应用

吴开达 wukaida@tfzq.com SAC 执业证书编号: S1110524030001

基于我们 10 月 15 日外发的《全行业中观景气度数据库应用框架》内的模型及研究框架, 本周, 我们预测了未来 4 周表现较优的申万二级行业。重视商用车、光学光电子、白酒 II、油服工程、乘用车、医疗服务、化妆品、航海装备 II、炼化及贸易、电网设备、家电零部件 II、纺织制造、医药商业、塑料、电池等申万二级行业。这类行业主要集中在消费 (汽车、白酒、家电)、科技与高端制造 (光学光电子、电网设备、电池) 和垄断资源红利 (油服工程、炼化及贸易) 三条线索, 符合我们对当下行业配置的主线判断——赛点 2.0 第二阶段, 政策驱动与主题轮动: 把握信创和消费阶段大波动, 重视恒生互联网。央行新设立的互换便利工具与股票回购、增持专项再贷款, 为垄断

红利带来增量逻辑。市场正处于“强预期，弱现实”的赛点 2.0 第二阶段，类似 23H1 的“杠铃策略”：一边是政策态度转向，对未来预期改善，风偏上行，成交额持续高位，导致主题行情占优、高换手的科技方向活跃；另一边是政策生效需要时间，政策出台节奏和力度也会根据经济现状“边走边看”，“弱现实”或将持续一段时间，垄断红利不时会有所表现。惠民生、促消费后续政策加力也值得期待。

本期（截至 10 月 27 日）推荐行业值得关注的景气度数据有：

- 1) 汽车方面，油沥青装置周度开工率为 28.7%，周环比上行 3.24%。汽车轮胎(半钢胎)周度开工率为 79.39%，周环比下行 0.1%。
- 2) 电子方面，平板电脑面板周度价格（7 寸：IPS/FFS：1280*800）为 7.8 美元/片，周环比下行 1.27%。
- 3) 食品饮料方面，飞天茅台散装周度批发价为 2225 元，周环比下行 1.33%。
- 4) 石油化工方面，原油周度现货价(阿曼)为 538.49 元/吨，周环比上行 1.67%。
- 5) 医药生物方面，维生素 A(50 万 IU/g，国产)周度报价为 180.0 元/千克，周环比上行 16.13%。
- 6) 电力设备方面，电线电缆周度价格指数为 143.13 点，周环比上行 2.43%。单晶硅片(182mm，165 μm)周度现货价为 0.15 美元/片，周环比下行 3.87%。
- 7) 家用电器方面，月度和季度数据，洗衣机 9 月度当月出口为 295.0 万台，月环比上行 15.69%。空调 9 月当月出口为 1498.05 万台，月环比下行 25.84%。
- 8) 纺织服饰方面，老凤祥周度金价为 808.0 元/克，周环比上行 0.87%。中国轻纺城周度成交量为 878.0 万米，周环比下行 7.29%。
- 9) 基础化工方面，纯碱周度期货结算价为 1536 元/吨，周环比上行 6.59%。氯化钾(60%粉)周度出厂价为 2380 元/吨，周环比下行 4.8%。

另外，从整体的行业景气度方面来看，本周石油化工、汽车、医药生物、机械设备、公共事业、非银金融与房地产上行；食品饮料、电力设备、电子景气度或有下行。

风险提示：1) 历史复盘仅供参考；2) 市场波动性可能影响资产表现；3) 基于模型的定量分析无法代替上市公司基本面的定性分析。

金融固收

买断式逆回购或利好做陡曲线：固定收益货币流动性点评

孙彬彬 sunbinbin@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110516090003

摘要

新工具有哪些特征？

基本特征包括：面向一级交易商（51 家）；月度投放；期限小于 1 年；固定数量、利率招标，多价位中标；回购标的包括政府债、金融债、公司债等。

第一，担保品所有权和票息收益权转移给逆回购方（央行）。与买断式回购相比，质押式回购不发生担保品所有权转移，本身建立在同业市场长期以来形成的信任与交易习惯基础上。

第二，买断式回购标的券种包括“国债、地方政府债券、金融债券、公司信用类债券等”，对于公司债没有特意强调要求高等级信用债。

第三，招标方式采用固定数量、利率招标、多价位中标，流动性承压的交易商可以通过提高报价获得更多逆回购份额。

第四，买断式回购的期限更加多元化。《金融时报》文章预计将覆盖 3 个月、6 个月等期限，增强 1 年以内的流动性跨期调节能力。

为什么创设买断式回购？

首先，买断式回购业务避免了质押式回购占用大量现券资源、抑制结算代理的问题。其次，买断式在国际上更加通行，境外机构投资者可能会更加适应。

对于当下，我们判断，买断式回购意义在于：

第一，买断式回购作为新的数量型工具，可以对冲 11 月-12 月 MLF 到期，淡化 MLF 意义，从而通过更准确调节 1 年期以内的流动性，提高利率由短及长传导机制的精细程度。

第二，买断式逆回购下担保品出表，对于商业银行监管指标和 CD 供给压力或有缓解。

第三，买断式逆回购可以与国债买卖形成配合。当政府债供给发行压力增大，买断式逆回购可以与国债买入操作同步开展，为市场提供多种期限组合的流动性，更好实现财政货币政策配合。

第四，央行可能希望鼓励银行间市场买断式回购交易发展。

对债市影响如何？

资金角度，买断式逆回购丰富了1年以内期限流动性投放窗口，结合央行此前的强化OMO7D、收窄利率走廊、创设临时隔夜逆回购等创新，买断式逆回购可能会用于对冲流动性数量扰动，让资金价格更加平稳、清晰。

利率角度，市场在等待增量政策的过程中，货币宽松确定性较高，买断式逆回购作为新的数量型工具，强化了央行调控、补充短端各期限流动性的能力，可能利好做陡曲线，中长期纯债组合建议以5年期限为主，子弹型布局。

风险提示：财政增量超预期、外围不确定性升高、条款解读和政策实际意图存在偏差

近期信用债交易如何变化？：固定收益定期（2024-10-28）

孙彬彬 sunbinbin@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110516090003

9月底以来，信用债市场大致可以划分为2个阶段：第一阶段（9.26~10.10），权益市场大涨，负债端调整，而信用债流动性欠佳，收益率、信用利差大幅走阔。第二阶段（10.11~10.22），权益市场震荡调整，增量政策以化债为主，信用债收益率、利差大幅压缩。

两个阶段中，信用债的交易有何变化？又有什么特征？

机构行为：非金信用债方面，利差走阔时，负债端不稳定的基金公司大幅减持，理财、货基和其他产品类承接了大部分抛压。利差压缩时，基金净卖出收窄，证券公司、股份行和城商行净卖出增加。二永债方面，基金公司先卖出后买入，转变最为明显；负债端略显稳定的其他产品、股份制银行、理财则呈现出先买入后卖出；而保险公司、货基则持续增持。

交易结构：城投债成交相比非金产业债变得活跃，成交占比在逐渐上升。

城投债方面，利差走阔阶段，重点省份的城投债成交占比快速拉升，压缩阶段成交占比则开始波动下降。此外，利差压缩时，四川和山东城投债成交占比和利差走阔时比下降明显，浙江城投债成交占比则提升较多。产业债方面，房地产和建筑装饰成交占比在利差压缩时明显增加，或与近期地产增量政策陆续出台有关；交通运输和石油石化成交占比下降较多。

分期限来看，期限1年内城投债成交占比先上后下；相比城投债，市场在非金产业债交易中更加偏好超短期限。此外，超长期非金产业债成交也比城投债更活跃，5年期以上成交占比明显高于城投债。

分主体评级来看，非金产业债成交以AAA为主，占比在90%附近波动，交易向头部优质发行人集中的现象明显，城投债则更偏好AA+主体。

折价成交：偏离阈值为100bp的估值高折价成交情况主要发生在10月9日-17日，此后边际减少。城投债高折价成交次数集中在山东、四川、湖南等地，高折价成交占比集中在贵州、陕西、四川等地。非金产业债方面，房地产、综合、非银金融、建筑装饰、社会服务和建筑材料是近期折价交易高发行业。

风险提示：数据统计或有遗漏；宏观经济表现超预期；信用风险事件发展超预期。

实际投资需求有限、商品表现分化、菜价延续回落：国内需求周度跟踪 20241028

孙彬彬 sunbinbin@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110516090003

摘要：

整体来看：

投资方面，钢厂高炉开工率持续回升，螺纹钢库存去化缓慢，需求边际回落、仍弱于季节性，土地成交量价均有下滑，实际投资需求仍然有限，商品表现分化，有色金属显著下跌，玻璃价格强势回升，水泥价格延续上行。后续重点关注增量财政政策出台和落地对产业的传导，以及海外相关扰动情况；

生产方面，开工率表现分化，钢厂高炉开工率持续回升；

消费方面，地铁和航班出行处于季节性高位，汽车消费表现边际回落，仍强于季节性；

出口方面，各项指标表现出现分化，整体平稳；

通胀方面，猪肉价格震荡偏弱，蔬菜价格延续下行，原油价格回升。

风险提示：报告仅为市场跟踪，不构成投资建议。

行业公司

莱克电气（603355）：收入端实现平稳增长，汇率波动带来利润波动

孙谦 sunqiana@tfzq.com SAC 执业证书编号: S1110521050004

事件: 24 年前三季度公司实现收入 72.46 亿元, 同比+11.98%; 实现归母净利润 8.79 亿元, 同比+6.08%。其中 24Q3 实现收入 24.97 亿元, 同比+5.84%; 实现归母净利润 2.76 亿元, 同比+18.21%。

收入端实现平稳增长

公司收入端实现平稳增长。我们预计延续 24H1 的趋势, 家电出口业务增速和跨境电商业务增速表现较好, 核心零部件业务保持平稳。Q4 在国内以旧换新政策及大促带动下, 我们预计自有品牌增速或有望环比向好。

汇率波动带来利润波动

2024 年前三季度公司毛利率为 24%, 同比-2.01pct, 净利率为 12.15%, 同比-0.68pct; 其中 2024Q3 毛利率为 22.3%, 同比-1.53pct, 净利率为 11.08%, 同比+1.15pct。公司利润率同比有所下降, 我们参考 24H1 的情况, 预计是汇率波动带来的影响。

销售费用率持续下降, 汇率波动影响财务费用率

公司 2024 年前三季度销售、管理、研发、财务费用率分别为 3.9%、2.82%、5.26%、-2.2%, 同比-2.05、+0.07、-0.98、+2.31pct; 其中 24Q3 季度销售、管理、研发、财务费用率分别为 2.92%、2.79%、5.23%、-0.04%, 同比-2.14、+0.01、-0.58、+1.92pct。我们参考 24H1 的情况, 公司销售费用率同比下降, 主要由于公司自主品牌业务营销费用投入减少所致; 财务费用率波动较大, 主要由于汇兑收益减少所致。

投资建议: 公司三大业务持续发展, 外销有所修复, 汽零业务收入呈快速增长, 自有品牌中跨境电商表现较好, 前景可期。根据公司三季报的情况, 我们适当下调了收入和毛利率, 预计 24-26 年归母净利润分别为 12.2/14.0/15.7 亿元 (前值 12.4/14.1/15.9 亿元), 对应 PE 分别为 11.5x/10.0x/9.0x, 维持“买入”评级。

风险提示: 原材料价格上涨的风险; 海外市场扩张不及预期; 宏观经济环境变化导致市场需求不及预期等。

兆驰股份 (002429): 电视 ODM 出货亮眼, 新业务整合拖累盈利

孙谦 sunqiana@tfzq.com SAC 执业证书编号: S1110521050004

事件: 公司 24Q1-Q3 实现营业收入 161.6 亿元, 同比+27.39%; 归母净利润 13.7 亿元, 同比+7.93%; 扣非归母净利润 13.1 亿元, 同比+17.28%。24Q3 实现营业收入 66.4 亿元, 同比+34.15%; 归母净利润 4.6 亿元, 同比-14.08%; 扣非归母净利润 4.5 亿元, 同比-7.85%。

点评:

24Q3 公司营收同比+34%延续高增, 分业务看: 1) 多媒体视听产品及运营服务: 24Q3 公司智能显示终端出货量位居行业第二, 据洛图科技, 24Q3 兆驰 ODM 累计出货约 440 万台, 同比+40%, 受益于北美旺季备货需求等因素带动 24 年以来增长逐季加速 (Q1/Q2 分别-16%/+5%)。2) LED 产业链: 24Q3 业务收入同比稳步增长, 特别是 Mini/MicroCOB 显示出出货量持续上升。3) 在聚焦现有业务龙头地位的同时, 公司 2023 年以来成功收购了广东瑞谷以及光模块团队, 向光通讯器件领域积极拓展, 现已构建光通讯器件、模块、芯片的垂直产业链雏形。后续以 MiniLED 及 MicroLED 超高清显示、光通讯器件等新型业务为驱动, 有望持续提升综合竞争力, 助力业绩长期可持续增长。非核心业务调整及税收、汇兑等导致盈利短期承压。公司 24Q3 实现毛利率 14.4%, 同比-4.3pcts, 主要因整合光器件、光模块等新业务导致成本增加。费用端, 公司 24Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.9%/0.8%/3.4%/0.5%, 同比-0.5/+0.3/-0.3/-0.5pct, 管理费用率同比提升预计与新业务整合、新增厂房带来费用投入等因素有关。此外, 税收同比提升, 以及美元汇率波动导致的汇兑损益也对公司当期业绩端产生负面影响。最终, 公司 Q3 达成归母净利润率 6.9%, 同比-3.9pcts。

投资建议: 公司电视 ODM 业务深耕海外增势稳健; 芯片产品结构升级逐渐确立子公司兆驰半导体从规模到价值的行业领先地位, 封装板块专注背光领域技术降本迎来新增长, COB 产品点间距范围扩大助力应用领域拓展。随着产业链延伸, 兆驰正由终端制造企业逐步向科技型企业转型, 预计 24-26 年归母净利润分别为 18.5/23.3/26.9 亿元 (前值 21.7/26.3/30.6 亿元, 考虑 Q3 业绩端略有承压对 24 年利润预期有所下调), 对应 13.0x/10.3x/8.9x, 维持“买入”评级。

风险提示: 原材料价格波动的风险; 海外公司经营风险; 参股公司业绩承诺的风险; 业务开展不及预期的风险; 新技术迭代的风险。

高能环境 (603588): 政策利好之下, 期待公司资源化业务有效产能的持续打开

郭丽丽 guolili@tfzq.com SAC 执业证书编号: S1110520030001

事件：公司发布 2024 年三季报。2024 年前三季度，公司实现营业收入 114.51 亿元，同比增长 52.88%，归母净利润 5.61 亿元，同比下降 14.69%；其中，单三季度公司实现营业收入 39.05 亿元，同比增长 29.25%，归母净利润 1.45 亿元，同比下降 11.23%。

资源化业务持续推进，公司为何增收不增利？

- 1、资源化板块：上半年金昌高能、江西鑫科有部分设备、工艺未完全达到预期，导致有效产能不足，因此营业成本的增速高于营业收入的增速；三季度部分生产原材料在二季度价格高点采购，导致材料板块利润有所下降。
- 2、工程板块：工程板块在手可履行订单减少，工程收入下降，此外三季度验收项目增加，计提合同资产减值增加，导致工程板块利润下降。

国家高度重视资源再生行业，看好公司危废资源化业务长期发展

近期，资源化行业迎来新变化，国家政策利好持续。10 月 18 日，中国资源循环集团有限公司在天津正式挂牌成立，注册资本 100 亿元；10 月 24 日，海关总署、生态环境部等六部门发布相关公告，符合附表要求的再生铜铝原料不属于固体废物，可自由进口。作为推动大规模设备更新和消费品以旧换新的关键环节，资源循环利用的重要性持续加强。

公司在固废危废资源化利用领域已实现前后端一体化全产业链布局，是国内为数不多的同时具备前后端生产能力的资源化利用企业。政策利好下，我们看好公司危废资源化业务的持续发展。

投资建议：预测 25 年可实现净利润 8.9 亿元，维持“买入”评级

预测 2024-2026 年归母净利润为 6.54、8.90、10.56 亿元，同比增长 29.57%、36.11%、18.65%；摊薄 EPS 分别为 0.43、0.58、0.69 元，10 月 28 日股价对应 PE 分别为 12.42、9.12、7.69 倍。

我们此前在 22 年报点评中，对公司 24-25 年业绩的预测前值为 13.60、17.84 亿元，由于公司资源化板块的利润率水平相对较薄，且 24 年利润受到金属价格大幅波动的影响较大，我们下调了对公司的盈利预测。

我们基于可比公司的 PE 估值法对公司进行估值。截至 2024 年 10 月 28 日，公司可比公司浙富控股、金田股份 2025 年业绩对应的 PE 倍数平均为 13.66 倍，我们给予公司 13 倍 PE（FY2025）估值，对应目标市值为 116 亿元，对应目标价 7.53 元，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动剧烈的风险、收料不足致使产能利用率下降的风险、投产进度不及预期、行业政策的风险、项目建设安全事故风险等

硅宝科技（300019）：嘉好股份财务并表，硅碳负极项目稳步推进

唐婕 tjie@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110519070001

事件：硅宝科技发布 2024 年三季报，前三季度实现营业收入 21.33 亿元，同比增长 11.51%；归属于上市公司股东净利润 1.58 亿元，同比减少 29.15%。按 3.93 亿股总股本计，实现每股收益 0.41 元。

其中，第三季度实现营业收入 9.74 亿元，同比增长 35.5%、环比增长 42.4%；归属于母公司股东净利润 0.57 亿元，同比减少 37.9%、环比减少 8.0%，实现每股收益 0.14 元。

收购嘉好股份 100% 股权，财务并表贡献营收增量。第三季度公司营业收入同比增加 2.55 亿元，主要源于并表子公司嘉好股份营业收入 2.70 亿元。公司 9 月完成第二次股权交割工作，实际控制嘉好股份 76.50% 股权。嘉好股份在 24-26 年的盈利承诺为净利润分别不低于 4200/4350/4500 万元，三年累计承诺净利润之和不低于 1.31 亿元，有望为公司业绩增长提供增量。

而分业务领域看，24Q3 公司建筑胶继续保持销量稳定增长，工业胶在电子、光伏、动力电池、汽车制造等行业均保持快速增长。

产品价格下降以及费用增加，盈利规模同比减少。24 年前三季度，公司实现毛利额 4.4 亿元，同比减少 9.8%；毛利率 20.6%，同比下降 4.9pcts。其中，24Q3 公司实现毛利额 1.8 亿元，同比减少 5.8%，环比增加 16.8%；毛利率 18.5%，同比下降 8.1pcts，环比下降 4.1pcts。

由于有机硅原材料价格同比下滑，公司产品销售价格有所下降。据百川盈孚，24 前三季度 DMC（华东）市场均价为 1.43 万元/吨，较 23 年同期 1.51 万元/吨下降 5.3%。

费用方面，24 年前三季度公司期间费用合计 2.5 亿元，同比增加 0.4 亿元；其中销售/管理费用分别同比增加 0.18/0.25 亿元，研发费用同比持平，财务费用同比下降 0.03 亿元。24Q3 公司期间费用合计 1.1 亿元，同比增加 0.24 亿元。期间费用增加主要系公司为扩大销售规模，增加研发、市场等相关投入；此外，管理费用增加主要系公司股权激励费用增加所致。

硅碳负极项目稳步推进。公司 5 万吨/年锂电池用硅碳负极材料及专用粘合剂项目已开始设备安装，其中一期 3000 吨/年硅碳负极、5000 吨/年聚氨酯密封胶正在产线调试过程中；1000 吨/年硅碳负极材料中试生产线已在正常生产和稳定供货。

盈利预测与估值：结合公司有机硅密封胶价格变动趋势、嘉好股份下半年财务并表以及硅碳负极项目进展，预计公司 2024-2026 年归母净利润下调至 2.5/3.2/3.8 亿元（前值为 3.1/4.0/4.7 亿元），维持“买入”投资评级。

风险提示：宏观经济下行风险，产品及原料价格大幅波动风险、新建项目进度及盈利不达预期风险

海油发展（600968）：Q3 业绩超预期，充分受益技术服务类工作量增长

张樨樨 zhangxixi@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110517120003

公司发布 2024 年三季度

公司前三季度实现营业收入 336.74 亿元，同比增长 6.59%；归母净利润 26.88 亿元，同比增长 25.31%。其中，第三季度实现营业收入 120.42 亿元，同比增长 10.16%；归母净利润 10.72 亿元，同比增长 32.62%。基本每股收益为 0.2645 元。

前三季度海油重点项目顺利推进，公司充分受益增储上产

2024 年前三季度，净产量达 542.1 百万桶油当量，同比上升 8.5%。

2024 年第三季度，中国海油共获得 2 个新发现并成功评价 5 个含油气构造。其中，中国海域获得新发现文昌 10-3 东，展现了珠江口盆地西部中深层天然气良好勘探前景；并成功评价曹妃甸 23-6，储量规模持续扩大，有望成为大中型油田。

开发生产方面，2024 年前三季度，绥中 36-1/旅大 5-2 油田二次调整开发项目、深海一号二期天然气开发项目和渤中 19-2 油田开发项目等顺利投产，其他新项目正稳步推进。

LNG 运输船建造项目进展顺利，公司持续打造 LNG 一体化服务产业

LNG 运输船被称为世界船舶工业皇冠上的“明珠”，中国海油中长期 FOB 资源配套 LNG 运输船项目共计划建造 12 艘 17.4 万方 LNG 运输船一期、二期项目各建造 6 艘。该型船具有综合能耗低、舱型兼容广、载货能力强、航线匹配佳四大显著亮点。截止 9 月底，一期项目首制船“绿能瀛”已经交付运营，累计完成 1 个卸货航交付 12.51 万方 LNG，正装载 15 万方 LNG 向卸货港航行，运输船项目（二期）二号船顺利开工。

盈利预测与估值

我们维持归母净利润预测为 2024/2025/2026 年 36.95/41.21/45.83 亿元，对应 EPS 分别 0.36/0.41/0.45 元，PE12.46/11.17/10.05 倍，维持“买入”评级。

风险提示：上游油气价格波动风险；市场竞争加剧风险；油气副产品需求不及预期风险；安全事故及保险不足的风险；国内油气增储上产进度不及预期的风险；极端天气影响公司正常作业的风险

周大福（01929）：期待下半财年表现改善

孙海洋 sunhaiyang@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110518070004

公司发布初步运营及财务资料

周大福 FY25Q2（24 年 7-9 月）零售值同减 21%，其中内地同减 19%，占比 88%；中国香港澳门及其他同减 31%，占比 12%。

同店销售增长方面，内地同减 24%，中国香港澳门及其他同减 31%；同店销量方面，内地同减 33%，中国香港澳门及其他同减 36%。

同店销售分产品看，黄金首饰及产品内地同减 25%，中国香港澳门及其他同减 36%；珠宝镶嵌、铂金及 K 金内地同减 28%，中国香港澳门及其他同减 17%。

FY25Q2 宏观经济外部因素，尤其是黄金价格屡创新高，持续影响消费意欲，这属整体行业现象。FY25Q3 中国内地同店销售跌幅收窄，而中国香港及中国澳门的同店销售跌幅则与 FY25Q2 相约；在刚过去十一黄金周，内地延续同店销售跌幅收窄的趋势。

黄金首饰及产品类别包括按重量及固定价格出售的黄金产品，该产品类别同店平均售价季内维持韧性；内地平均售价增长至 6400 港元（FY24Q2：5600 港元），中国香港及中国澳门平均售价增长至 9400 港元（FY24Q2：8800 港元）。公司继续优化定价，提供不同定位的产品以满足各顾客群的喜好。在黄金首饰及产品类别中，毛利率较高的定价产品的销售占比由去年同期 5.0%增长至季内 12.8%，支持集团季内的毛利率保持韧性。

周大福珠宝加盟店对内地零售值贡献略为扩大至 70.9%（FY24Q2：69.8%）；季内，电商对内地零售值贡献 5.4%，销量占比 13.1%。公司持续加强与顾客的线上互动，并通过灵活产品规划满足线上消费群的需求。

公司预计 FY25H1 收入同减约 18%至 22%，而净利减少约 42%至 46%

在分析上半年及去年同期实际经营表现时应剔除黄金借贷重估影响，这样经调整后 FY25H1 净利降幅将会收窄至约 12%至 16%；由于毛利率受益于上半年所出售黄金产品的平均售价较高以及产品优化及定价策略，加上周大福灵活执

行各项措施增强业务韧性和竞争力，从而缓减上半年外部环境挑战所带来的影响，令经调整后净利的跌幅缩小。由于最近几个月国际金价大幅波动，公司于 2024 年 9 月 30 日按黄金市价重估未偿还的黄金借贷时产生非现金的未变现亏损，而去年同期的黄金借贷市价重估则录得收益，这是上半年净利下降的主要原因。

调整盈利预测，维持“买入”评级

基于本次公司业绩预告，消费环境不确定性，金价高位抑制消费意愿，以及行业竞争激烈，我们调整盈利预测；我们预计 FY25-27 年营收分别为 913 亿港币、979 亿港币、1060 亿港币（原值分别为 945 亿港币、1039 亿港币以及 1145 亿港币）；

归母利润分别 58 亿港币、61 亿港币、68 亿港币（原值为 59.8 亿港币、69.1 亿港币、79.4 亿港币）；

EPS 分别为 0.58 港币、0.61 港币、0.68 港币（原值分别为 0.60 港币、0.69 港币、0.80 港币）。

PE 分别为 13X、12X、11X。

风险提示：品牌发展不及预期，核心高管流失，毛利率下滑等

好未来 (TAL): 超预期, 乐观看待后续成长

孙海洋 sunhaiyang@tfzq.com SAC 执业证书编号: S1110518070004

公司披露 FY25Q2 财报

公司本季 (2024/6/1-8/31) 净收入 6.2 亿美金同增 50.4%，OP0.48 亿美金同增 50%；Non-GAAP0.65 亿美金同增 23%；

归母净利 0.57 亿美金同增 52%，Non-GAAP 归母净利 0.74 亿美金同增 26%；

FY25H1 净收入 10.3 亿美金同增 50.4%，OP0.3 亿美金扭亏；Non-GAAP0.65 亿美金同增 220%；

归母净利 0.69 亿美金扭亏，Non-GAAP 归母净利 1 亿美金同增 165%。

在过去季度，人工智能学习设备业务的发展是收入增长主要驱动力之一。公司将通过这些人工智能驱动的智能学习设备，为用户提供更多获取优质学习内容的机会。

对于学习服务，公司将谨慎管理教学点网络，平衡运营效率和增长速度。学习服务业务的主要目标是为在线和线下的用户提供优质的学习体验。

好未来荣获 2024 年“数据要素×”大赛北京分赛一等奖

“数据要素×”大赛是中国首个聚焦数据要素开发应用的全国性大赛。好未来、暨南大学依托智慧教育国家新一代人工智能开放平台和粤港澳智慧教育联合重点实验室，联合研发的“大语言模型辅助的智能评价与多级精准导学关键技术及其应用”荣获智慧教育专题赛一等奖。

智能导学技术应用，融合大语言模型、人工智能、大数据、智能知识图谱等先进技术能力，深入挖掘和利用大语言模型及相关人工智能技术在智慧教育中的潜力。

一直以来教育领域存在“不可能三角”，即无法同时做到个性化、高质量和大规模。大语言模型兴起为这一难题带来解决方案。它能够深入理解和生成语言，提供更加自然交互体验。基于此，智能导学技术以大模型为基础，构建更加精细和丰富教育知识图谱，实现多层次、细粒度知识结构化，以及多层级深度认知诊断，最终实现为学生提供更精准和个性化学习内容。

目前，好未来已基于智能导学技术上线智慧答疑数学工具——九章随时问，通过启发引导的方式帮助学生解决数学难题，旨在培养学生的解题思维，提升数学学习能力。

当学生使用“九章随时问”解决学习中遇到的数学难题时，它不会直接给出答案，而是先分析题目考察的知识点和形式，再引导学生一步步思考如何解决问题，帮助他们在探索中获得灵感。这种方式不仅让学生更好地理解问题，还能培养他们独立解决问题的能力。

上调盈利预测，维持“买入”评级

基于 FY24H1 业绩表现及目前行业需求旺盛，公司盈利能力逐步显现；我们上调盈利预测，预计

FY25-27 收入分别为 23 亿美元、34 亿美元、51 亿美元（原值为 21/26/32 亿美元）；

Non-GAAP 归母净利分别为 1.8 亿美元、2.5 亿美元、3.7 亿美元（原值为 1.1/2.2/4.1 亿美元）；

EPS（按存托凭证数算）分别为 0.3 美元、0.4 美元、0.6 美元；

PE 分别为 37X、26X、18X。

风险提示：行业竞争激烈，核心高管流失，收入不及预期。

比依股份 (603215): 在手订单充足收入放量增长, 汇率波动影响利润水平

孙谦 sunqiana@tfzq.com SAC 执业证书编号: S1110521050004

事件: 公司 2024 年前三季度实现营业收入 14.8 亿元, 同比+17.46%, 归母净利润 1.02 亿元, 同比-42.08%; 其中 2024 Q3 实现营业收入 6.19 亿元, 同比+51.6%, 归母净利润 0.34 亿元, 同比-30.61%。

代工订单充足，收入增速显著提升

收入端，公司销售订单充足。代工方面，公司一直处于满产运转状态，在手订单已排产至第四季度。主营产品空气炸锅三季度以来，产量延续月均 110 万台势头，月均出货保持在百万台级别；咖啡机仍延续公司自我沉淀打磨策略，目前约 10 家客户在少量生产出货；新产品环境电器自 6 月开始生产，因季节因素目前在产取暖器，奶泡机/制冰机均在 8 月份开始生产，大致跟随咖啡机进度。

成本增加及汇兑收益减少影响利润水平

2024 年前三季度公司毛利率为 16.17%，同比-5.56pct，净利率为 6.64%，同比-7.3pct；其中 2024Q3 毛利率为 15.25%，同比-6.69pct，净利率为 5.18%，同比-6.7pct。利润水平同比降低，主要由于劳务用工成本增加及汇兑收益减少所致。公司 2024 年前三季度销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.96%、3.07%、3.05%、-0.21%，同比-0.02、+0.12、-0.68、+1.86pct；其中 24Q3 季度销售、管理、研发、财务费用率分别为 1.07%、2.78%、2.49%、1.32%，同比+0.24、+0.18、-1.14、+1.63pct。财务费用率同比上升，参考 24H1 的情况，我们预计是由于汇率波动带来的汇兑收益减少所致。

短期现金流承压

公司 2024 年前三季度经营活动产生的现金流量净额为-0.35 亿元，去年为 2.23 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金 9.89 亿元，同比+21.65%；其中 2024Q3 经营活动产生的现金流量净额为-0.1 亿元，去年为 0.09 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金 4.2 亿元，同比+33.31%。经营性现金流较弱，主要由于按账期结算的销售回款较少及用于采购原材料的资金支付增加所致。

投资建议：公司在手订单充足，营收显著改善；同时公司积极拓展海外产能，扩展新品类丰富收入结构。未来随着新品订单的释放，有望为公司打开第二成长曲线。利润端由于成本增加和汇率影响有所波动。根据公司三季报的情况，我们上调了公司的收入增速和财务费用率，同时略下调了毛利率，预计 24-26 年归母净利润为 1.4/1.7/2.2 亿元（前值 1.5/1.7/1.9 亿元），对应动态 PE 为 21.4x/16.8x/13.6x，维持“增持”评级。

风险提示：新品销售不及预期；自有品牌销售不及预期；外销订单不及预期；原材料价格上涨及运费上涨导致利润下滑。

东鹏控股（003012）：三季度显著承压，看好中长期市占率提升

鲍荣富 baorongfu@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110520120003

三季度业绩显著承压，看好公司中长期成长性

公司 24Q1-3 实现营业收入 46.84 亿元，同比-18.27%，实现归母净利润 3.09 亿元，同比-50.95%，扣非归母净利润 2.96 亿元，同比-49.33%，其中 Q3 单季度实现营收 15.89 亿元，同比-24.41%，实现归母净利润 0.98 亿元，同比-59.94%，扣非归母净利润 0.97 亿元，同比-59.2%，三季度业绩显著承压，我们认为除了 23 年同期基数相对较高以外，地产链景气度仍在底部，导致建筑陶瓷行业需求受限，给公司收入、利润增长带来了较大压力。公司此前发布股权激励方案，在最低行权比例下，24-26 年扣非净利润增长率目标较 2023 年分别不低于 0%、10%、15%，我们持续看好公司中长期成长性和自身 α 的逐步兑现。

需求不足及原材料成本上行导致毛利率承压

24Q3 公司单季度毛利率为 32.5%，同比-0.44pct，前三季度累计毛利率为 31.2%，同比-1.13pct，我们判断除需求不足导致的降价促销以外，原材料成本上涨也对公司盈利能力造成了影响。我们跟踪的 24Q3 单季度全国液化天然气均价同比+19.9%，环比+13.9%，瓦楞纸均价同比-5.7%，环比-1.4%。进入 10 月以来，天然气、瓦楞纸均价较 23Q4 均价而言均有所下滑，若后续原材料成本持续下行，有望带动公司盈利能力转好。

费用未能有效摊薄，现金流仍有改善空间

24Q1-3 公司期间费用率为 20.17%，同比+1.84pct，其中销售、管理、研发、财务费用率同比分别+0.5、+0.5、+0.8、+0.1pct，24Q1-3 公司持续推进费用管控，销售、管理费用绝对值均有下降，但收入显著下滑，导致费用等未能有效摊薄。24Q1-3 公司合计计提了 1.37 亿元的资产及信用减值损失，同比多损失 0.46 亿元，综合影响下 24Q1-3 净利率为 6.56%，同比-4.41pct。现金流方面，24Q1-3 公司 CFO 净额为 4.89 亿元，同比少流入 9.62 亿元，收现比同比-1.02pct 至 122.94%，付现比同比+25.09pct 至 130.82%。

期待地产链困境反转，维持“增持”评级

考虑到瓷砖行业需求疲软，公司业绩增长不及我们预期，我们下调公司 24-26 年归母净利润的预测至 4.1、4.8、5.6 亿元（前值为 7.3、8.0、9.2 亿元），同比分别-43%、+17%、+15%。公司拥有覆盖全国的营销网络，渠道布局完善，若后续地产行业景气度回暖，则我们认为公司业绩具备较好的增长基础，中长期市占率有望逐步提升，参考可比公司估值，给予 24 年 20 倍 PE，对应目标价 7.06 元，维持“增持”评级。

风险提示：行业供给格局优化不及预期；原燃料成本下行不及预期；公司战略实施不及预期；市场竞争风险；原材料面临价格上涨风险。

光库科技（300620）：加华微捷快速增长及拜安并表带动业绩持续高增

唐海清 tanghaiqing@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110517030002

三季度延续高增长，主要来自拜安并表以及加华微捷的收入增长

公司公布三季报，前三季度实现营业收入 7.39 亿元，同比增长 41%，归母净利润 5581 万元，同比增长 20%，扣非净利润 4467 万元，同比增长 40%。3Q 单季实现营业收入 3.18 亿元，同比增长 71%、环比增长 22%，归母净利润 2547 万元，同比增长 70%、环比增长 7%。其主要贡献来自子公司加华微捷的收入增长以及拜安实业纳入合并报表范围。全资子公司加华微捷收入快速增长

加华微捷是光库全资子公司，从 2015 年起加华在数据中心光纤阵列连接器行业中脱颖而出，陆续成为多数全球 Tier1 客户合格供应商；拥有 Zblock, receptacle, collimator 等先进自动化生产线，涵盖自动组装、压配、测试功能，为客户提供低成本高品质的产品和服务；也拥有新技术开发能力，已获得多项专利，针对应用于相干通信，PIC 封装及硅光模块高耦合效率封装的光纤阵列。2024 年上半年加华微捷收入为 5674 万元，同比增长 40%，净利润 1137 万元，同比增长 157%，预计 3Q 延续高增长态势。

收购拜安，形成战略协同

拜安实业为公司控股子公司，持股比例为 52%，24 年 3 月底纳入到合并报表范围。拜安实业在车规级 1550nm 激光雷达光源模块方面具有良好的解决方案，未来增长潜力较大，通过收购拜安可增强公司在车载激光雷达光源模块领域的竞争实力，扩大公司的战略布局。公司与拜安实业在光通讯器件、激光光源模块、技术研发、客户资源等方面将实现优势互补，形成战略协同，有利于公司拓展新的业务，丰富公司的产品线，提高公司的综合竞争力。2024 年 4-6 月拜安营业收入 6052 万元，净利润为 859 万元。

加强薄膜铌酸锂投入，财务费用增加

前三季度研发费用 1.09 亿元，同比增长 12%，在薄膜铌酸锂方面，公司推出单波 100GPAM4DR8 芯片以及 2xFR4 芯片，以及 130GBaud 高速相干调制芯片及调制器。财务费用为 328 万元，去年同期为 -1243 万元，主要是汇兑收益减少以及利息费用增加。

盈利预测与投资建议

根据 3 季报略调整预期，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 0.74 亿元、1.18 亿元、1.59 亿元（原预测为 0.74 亿元、1.14 亿元、1.55 亿元）。我们认为公司光通讯器件及芯片受益高速数通光模块放量，激光雷达并购拜安后有望形成协同效应，薄膜铌酸锂有望突破，维持“增持”评级。

风险提示：下游行业需求放缓；行业可能吸引更多竞争者进入；技术升级无法满足市场需求的风险；公司扩产速度低于预期；汇率波动的风险。

途虎-W（09690）：制造型零售提升盈利，轻资产下沉支撑扩张

何富丽 hefuli@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110521120003

深耕 13 年，车后服务龙头

公司 2011 年成立，以轮胎销售起家，2014 年，途虎正式推出途虎养车 APP，将线上电商平台与线下服务门店相结合，打破了传统汽车服务行业的局限，为用户提供了便捷的一站式服务体验。通过轻资产加盟模式，迅速拓店发展。经过十三年的深耕，途虎已经成为国内头部车后服务商，拥有超过 6300 家工场店，服务门店数量领先同行业。

中国汽车后市场：高速增长的蓝海，O2O 模式引领产业升级

中国汽车后市场服务行业呈现高速增长态势，2018-2022 年 CAGR 达 10.1%。驱动因素：1）乘用车保有量持续攀升，2022 年达 2.74 亿辆；2）平均车龄延长，预计 2027 年达 8.0 年；3）新能源汽车渗透率快速提升，2023 年市占率达 31.6%；4）市场以 DIFM 模式为主导，但市场高度分散，仅 4.8% 为连锁店。由于法规限制改装，加之新能源汽车的普及，使得车后服务市场更加侧重于提供专业的维修服务而非 DIY。O2O 模式通过供应链整合，有效提升车后服务效率。对标北美市场，2022 年中国车均年度开支仅 651 美元，远低于美国的 1,349 美元。乘用车保有量和车龄增长，新能源汽车普及，将推动汽车服务市场增长，预计行业集中度将提高。

持续市场领先，中长期空间广阔

途虎养车通过线上线下一体化服务模式，实现快速扩张，24H1 新开超过 400 家门店，服务网络覆盖全国。技术驱动下，2023Q1，工位日均服务周转率达 2.2，远高于截止 22 年底行业平均 1.1 的周转率。直采和自有品牌策略带来高周转高毛利，2023 年自有自控产品收入占汽车产品和服务收入的 25.9%，2024H1 毛利率 25.9%。标准化服务带来高复购，用户增长显著，月均用户数同比增长 40%+，注册用户达 1.26 亿，交易用户 2140 万，同期实现了 18.8% 的增长。

互联网巨头角逐激烈，公司优势显著

途虎养车在互联网巨头竞争中展现强劲增长势头，以超 6300 家门店和 1.26 亿注册用户领先同行业。公司通过轻资产模式迅速扩张，尤其在下沉市场取得显著成效，乘用车保有量超过两万辆的区县覆盖率已接近 65%。通过早期移动互联网布局和与腾讯合作，构建起强大的用户流量池，同时通过抖音等自媒体平台上的宣传矩阵和直播带货等新渠道，规模、流量优势显著。此外途虎在新能源服务领域表现突出，用户渗透率提升至 8.4%，新能源用户数量稳居行业第一。2024 年上半年，途虎工场店申请量全域大增，同比增加 22%，尤其在下沉市场，在东北和西北部地区开店意向是去年同期的 2.5 倍，24H1 新开门店 402 家，加盟商盈利比例高达 90%，加盟商获利成为途虎增长的次生动力。

投资建议：我们认为车后服务市场空间广阔，途虎下沉市场增长势头迅猛，营收规模有望随着门店数量的提升持续扩大，门店触达提高，服务强化复购，采购议价形成前端价格优势，产品结构持续改善，自有产品逐年占比提升，有望带来毛利率每年 1~2pct 提升，规模、产品、服务形成综合品牌竞争优势。预计途虎 2024~2026 年的营收分别为 146 亿/160 亿/176 亿元人民币，经调整净利润分别为 7.33 亿元/11.39 亿元/15.30 亿元，对应 PE 为 22/14/10 倍。以美国车后服务龙头为可比公司，25 年行业平均 PE 为 18 倍，给予途虎 2025 年 18 倍目标 PE，对应目标市值 224 亿港元，目标价 27.59 港元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：宏观需求不及预期，行业竞争加剧，新能源车重分配产业链价值，门店网络扩张不及预期，跨市场选取可比公司，统计误差。

华新水泥（600801）：短期盈利压力仍在释放，看好公司海外+非水泥业务发展

鲍荣富 baorongfu@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110520120003

公司三季度实现归母净利润 4.08 亿元，同比下滑 40.17%

公司发布 24 年三季报，前三季度实现收入/归母净利润 247.19/11.38 亿元，同比+2.29%/-39.26%，前三季度实现扣非归母净利润 10.63 亿元，同比-41.69%。其中 Q3 单季度实现收入/归母净利润 84.82/4.08 亿元，同比+1.78%/-40.17%，扣非归母净利润 3.83 亿元，同比-41.34%。

业绩环比下滑，预计受销量下滑拖累较多

公司 Q3 收入环比-7.34%，归母净利润环比-26.25%，我们预计主要受销量下滑所致，公司国内主要销售区域两湖/西南地区 Q3 水泥吨均价分别为 340/349 元，环比+2.0%/+3.5%，同比+3.0%/+1.6%，截至 10 月 25 日，两湖、西南两地水泥吨均价分别为 398/390 元，价格较 Q3 继续向上修复。24H1 公司海外水泥业务收入占水泥业务比重已达 41.3%，同比提升 17.7pct。公司持续推动海外业务的发展，截至 24 年上半年末，公司已在塔吉克斯坦、吉尔吉斯斯坦、乌兹别克斯坦等 12 个国家布局，海外水泥熟料产能达 1,544 万吨/年，水泥粉磨能力达 2,254 万吨/年，成为中亚水泥市场的领军者，未来海外水泥业务仍有较大增长空间。公司上半年非水泥业务增长显著，预计全年业绩贡献仍亮眼，看好公司海外+非水泥业务发展。

毛利率仍有承压，费用率抬升进一步拖累净利率

公司前三季度整体毛利率 24.02%，同比-2.28pct，其中，Q3 单季度整体毛利率 24.74%，同比/环比分别-5.23/-0.28pct。前三季度期间费用率 13.69%，同比+1.13pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别+0.25/+0.15/-0.21/+0.95pct，最终实现净利率 6.39%，同比-2.81pct。Q3 单季度净利率 6.59%，同比/环比-3.90/-1.39pct。24Q3 末资产负债率 51.52%，同比+0.51pct。前三季度经营性现金流净额 33.82 亿元，同比-1.21 亿元，收现比同比-1.10pct 达 89.41%，付现比同比-4.40pct 达 70.75%。

非水泥及海外业务前景可期，维持“买入”评级

23 年公司累计现金分红 11 亿元，分红率达 40%，对应当前股息率 4.02%。在国内水泥需求下降的背景下，公司骨料、混凝土、海外业务成长性均开始兑现，我们继续看好公司中长期成长性。考虑到公司前三季度业绩下滑，下调公司 24-26 年归母净利润为 18.3/20.9/24.4 亿元（前值 21.9/27.3/32.2 亿元），对应 15/13/11 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：水泥需求不及预期、旺季涨价不及预期、煤炭成本上涨等。

万年青（000789）：Q3 毛利率提升，看好公司受益浙赣粤运河需求弹性

鲍荣富 baorongfu@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110520120003

公司三季度实现归母净利润 0.05 亿元，同比下降 86.98%

公司发布 24 年三季报，前三季度实现收入/归母净利润 40.18/0.07 亿元，同比-32.87%/-97.74%，前三季度实现扣非归母净利润-0.30 亿元，同比-110.43%。其中 Q3 单季度实现收入/归母净利润 14.30/0.05 亿元，同比-23.91%/-86.98%，扣非归母净利润-0.06 亿元，同比转负。

收入环比增长，看好公司受益浙赣粤运河需求弹性

公司是江西国资委旗下水泥龙头，在江西省占率达 22%（截止 2024 年 9 月底），近五年公司在江西地区收入占总收

入比例始终高达 90%左右。今年前三季度，江西水泥产量同比-19%达 4777 万吨，水泥均价同比-8%达 374 元/吨。单三季度看，公司收入环比+8.88%达 14.3 亿元，Q3 江西水泥均价为 364 元/吨，同比/环比分别+2%/-1%，水泥产量为 1734 万吨，同比/环比分别-16.8%/+8.4%。江西省在“十四五”发展规划中提出综合交通规划建设总投资 6000 亿元，较“十三五”实际投资额增长 34%，其中浙赣粤大运河等重点工程项目有望进一步提振区域需求。运河 60%河段位于江西，江西方面提出力争十四五时期开工建设，预计或将于 2030 年前后完工。我们测算开工后预计将为江西水泥带来 8%需求空间，为公司贡献年均 7%弹性，看好公司未来业绩增长。

费用提升拖累净利率，资本结构有所优化

公司前三季度整体毛利率 14.63%，同比-4.56pct，其中，Q3 单季度整体毛利率 16.12%，同比/环比分别+1.23/+3.12pct。前三季度期间费用率 13.02%，同比+3.37pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别+0.08/+2.18/+0.74/+0.37pct，研发费用增加主要系加大研发投入所致，财务费用增加主要系利息收入下降幅度大于利息支出下降幅度所致。最终实现净利率 0.47%，同比-6.96pct。Q3 单季度净利率 1.68%，同比/环比-1.15/+0.66pct。24Q3 末资产负债率 37.08%，同比-0.04pct，资本结构有所优化。前三季度经营性现金流净额 3.44 亿元，同比-1.21 亿元，收现比同比+7.40pct 达 108.27%，付现比同比-0.66pct 达 86.05%。

“水泥+”发展战略持续推进，维持“增持”评级

公司始终坚持“水泥+”发展战略，立足于水泥主业的同时积极延伸上下游产业链，拥有商品混凝土产能 2,365 万方/年，骨料产能 1,500 万吨/年。考虑到公司前三季度业绩下滑较多，下调 24-26 年归母净利润预测至 0.6/1.8/2.4 亿元（前值 3.2/3.7/4.2 亿元），对应 24 年 PE 分别为 66/24/18 倍，维持“增持”评级。

风险提示：水泥需求不及预期、旺季涨价不及预期、煤炭成本上涨等。

大禹节水（300021）：项目结构影响当期订单转化，新签大订单打开未来成长空间

吴立 wuli1@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110517010002

事件：1）公司披露三季报，2024 年前三季度实现营收 18.83 亿元，同比+2.17%；归母净利润 0.30 亿元，同比-17.66%。单季度看，24Q3 实现营收 6.67 亿元，同比-8.71%、环比-11.50%；归母净利润 0.11 亿元，同比-6.60%、环比+10.37%。2）调整回购股份方案：将回购价格上限由 4.5 元/股调整至 5.6 元/股，回购资金总额由 2000~3000 万元调整至 3000~5000 万元。

新签订单规模量级增长，单体 51 亿大项目签约落地

公司稳抓万亿国债、超长期特别国债等机遇，推动营销体系向大营销转型，上半年新签订单 39.14 亿元，同比增长 61%，其中具备运营特征的项目 17.15 亿元，订单获取保持良好态势。规模大、周期长的项目成为订单主要构成，为中长期业绩提供有效支撑；但当期订单转化比受项目结构变动影响有所下滑。订单规模扩大、项目周期延长致贷款规模及对应财务费用增长，项目产值增加短期内暂未能有效平衡订单规模扩大带来的期间费用增加，利润短期有所承压。

10 月 28 日，公司公告以联合体形式正式签订《江西省平江灌区工程特许经营协议》，项目投资总额 51.45 亿元，创项目单体金额最高记录；其中，公司与水电公司作为联合体成员承担的项目建设金额预计 15 亿元，占公司 23 全年营收比重为 43%。项目投资建设周期 3 年，计划开工日期 24 年 9 月 1 日，预计将对公司 2024 及后续年度业绩产生积极影响。项目建成后公司还将承担其运营维护。我们认为，公司在重大项目规划取得突破，叠加高毛利率的设计运营业务开拓，有望进一步打开盈利空间。

拟收购新疆尚善 28%股权，强化产业链一体化优势

公司业务覆盖“三农三水三张网”，依托物理水网、信息网，将服务网作为战略重点方向，已形成前端规划咨询、中端投资建设、后端运营服务为一体的全产业链布局，业务辐射国内及海外 50 余个国家和地区，综合解决方案能力和资源整合能力突出。旗下慧图科技深耕“移动互联网+智慧水务服务”逾 20 年，拥有独立输出完整水行业信息化解决方案能力，为公司“水网+信息网+服务网”方案解决模式提供重要信息技术支撑。2024 年 8 月，全资子公司“新疆大禹”拟以 0 元收购大河实业持有的新疆尚善水利水电工程有限责任公司 28%股权；新疆尚善拥有水利水电工程施工总承包二级资质，股权转让后将成为公司的全资子公司。我们认为，本次股权转让有利于公司后期经营管理控制，更大程度实现业务协同并带来经济效益。

考虑到项目进度影响，我们调整并更新 24-26 年营收 45.65/56.70/65.55 亿元（24-25 年前值 60.91/75.08 亿元），归母净利润 0.97/1.70/2.25 亿元（24-25 年前值 2.30/2.74 亿元）。看好特别国债对水利领域的资金支持，以及公司新签订单高增和重大项目突破，维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争风险，应收账款管理风险，项目交付风险，业务规模快速扩张的管理风险。

海油工程（600583）：Q3 业绩符合预期

张樨樨 zhangxixi@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110517120003

Q3 业绩增长符合预期

2024 年 Q3 公司营业收入达 70 亿元，同比+7.3%，环比-9.8%，主要原因可能系订单确定结构及收入确认节奏；归母净利润为 5.48 亿元，同比+40.8%，若 Q2 剔除掉消费税退税 2.33 亿的一次性影响，实际 Q3 环比+5.7%，符合我们预期。

2024Q3 公司毛利率为 13.59%，同比+2.76pct，环比+2.1pct；净利率为 7.66%，剔除掉 Q2 一次性影响实际环比+1pct，我们认为可能是公司降本提质增效显著，以及项目进展节奏原因。

海上安装工作量饱满

工作量方面，公司 2024 年 Q3 陆地建造导管架 8 座（环比-8 座）、组块 17 座（环比+13 座），海上安装导管架 7 座（环比-6 座）、组块 14 座（环比+11 座），铺设海底管线 138 公里（环比+39 公里）。安装等海上作业投入 2.03 万船天，较去年同期 1.97 万船天增长 3%。

国内新签订单环比稳定增长

订单方面，公司 2024 年 Q3 新签合同 40 亿元，同比-52%，环比-33%。其中，国内合同 36.89 亿元，环比+157%，主要得益于国内海油增储上产；海外合同 3.51 亿元，环比-92%。

盈利预测与投资评级：维持 2024/2025/2026 年归母净利润为 19.7/24.5/28.5 亿元，当前股价对应 PE 分别 12.3/9.9/8.5 倍，维持“买入”评级。

风险提示：中海油 2024 年资本开支不及预期的风险；国际油价大跌影响油公司资本开支意愿的风险；海外订单拓展或作业进展不及预期。

中材科技（002080）：现金流显著改善，多元化投资收购助力公司拓宽市场

鲍荣富 baorongfu@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110520120003

公司三季度实现归母净利润 1.44 亿元，同比下降 54.51%

公司发布 24 年三季报，前三季度实现收入/归母净利润 168.11/6.08 亿元，同比-8.20%/-64.36%，前三季度实现扣非归母净利润 3.24 亿元，同比-78.40%。其中 Q3 单季度实现收入/归母净利润 62.70/1.44 亿元，同比+5.69%/-54.51%，扣非归母净利润 0.90 亿元，同比-64.18%。

收入环比小幅增长，多元化投资收购助力公司拓宽市场

公司 Q3 收入环比+2.6%，归母净利润环比-42.2%。玻纤业务方面，预计公司玻纤产品价格升量跌，行业玻纤粗纱价格 24Q3 环比有所修复，据卓创资讯，24Q3 无碱粗纱吨均价同比/环比分别+2.4%/+0.4%；截止 24 年 9 月底玻纤行业库存为 75.6 万吨，同比下降 16%，较 Q2 末提升 20%，预计公司玻纤销量有所下降。叶片业务方面，预计公司销量或有边际提升，据风芒能源公众号，24 年 1-9 月风电整机商中标 598 个项目累计 109.3GW，同比增长 46%，长期来看，随着全球对可持续发展和可再生能源的重视，对清洁能源的需求不断增加，各项环境监管政策落地及项目进度加快，风电叶片行业未来具备长期成长空间。近日公司公告拟在山东泰安设立特纤平台建设“年产 2,600 万米特种玻纤布项目”、在邯郸建设“年产 5 万吨岩纤板工业化生产线项目”、在四川成都建设“年产 10 万只氢气瓶生产线建设项目（一期 5 万只）”，并收购北玻有限 4.1349%股权，看好公司中长期成长性。

盈利短期仍承压，现金流显著改善

公司前三季度整体毛利率 17.81%，同比-6.60pct，其中，Q3 单季度整体毛利率 16.80%，同比/环比分别-5.64/-0.87pct。前三季度期间费用率 14.21%，同比+1.64pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别-0.42/+1.39/+0.16/+0.51pct，最终实现净利率 4.52%，同比-6.55pct。Q3 单季度净利率 2.98%，同比/环比-4.85/-1.62pct。24Q3 末资产负债率 54.73%，同比+2.25pct。前三季度经营性现金流净额 18.94 亿元，同比+16.14 亿元，收现比同比+25.30pct 达 102.03%，付现比同比+13.37pct 达 86.76%。

中长期成长性仍值得期待，维持“买入”评级

玻纤景气历史相对底部特征明显，整合中复连众后效益加速改善，隔膜坚定扩产维持高景气。考虑到公司前三季度业绩下滑较多，小幅下调公司 24-26 年归母净利预测至 9.2/12.6/16.8 亿元（前值 10.7/14.3/18.6 亿元），对应 23/17/13 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：需求释放、产能落地不及预期、原材料价格上涨等。

中国建筑（601668）：三季度现金流显著改善，能源、水利订单高增

鲍荣富 baorongfu@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110520120003

三季度显著承压，在手订单充裕支撑业绩释放

公司 24Q1-3 实现营业收入 16265 亿元，同比-2.67%，实现归母净利润 397 亿元，同比-9.05%，扣非归母净利润 370 亿元，同比-9.84%，其中 Q3 单季度实现营收 4819 亿元，同比-13.62%，实现归母净利润 103 亿元，同比-30.16%，扣非归母净利润 101 亿元，同比-31.13%，三季度房建及基建业务显著承压，盈利能力均有下滑。订单角度，24Q1-3

公司累计新签建筑业务合同 29874 亿元，同比+7.9%，在财政刺激预期升温背景下，我们判断资金到位后四季度基建房建景气度有望改善，公司在手订单充裕有望给后续业绩释放提供较好支撑。

订单结构持续优化，工业厂房、能源、水利等维持高景气

分业务看，24Q1-3 公司房建、基建、勘察设计业务分别实现收入 10440、3845、69 亿元，同比分别-3.3%、-1.3%、-6.6%，新签合同额分别为 20011、9763、100 亿元，同比分别+0.9%、+25.9%、-2.6%，房建业务聚焦高科技工业厂房、科教文卫体设施、城市更新等领域，工业厂房新签 5208 亿元，同比+26.4%。基建业务中，能源工程、水务及环保等细分领域快速扩容，新签合同额分别同比+107.5%、+50.4%。地产开发业务方面，24Q1-3 实现收入 1760 亿元，同比+1.7%，合约销售额 2605 亿元，同比-21.9%，销售面积 945 万平方米，同比-28.9%。新增土储约 496 万平方米，24Q3 期末土储约 8242 万平方米。境外业务方面，24Q1-3 新签合同 1651 亿元，同比+77.6%，实现收入 845 亿元，同比+8.9%，继续体现较好的增长态势。

毛利率有所承压，Q3 单季度现金流显著改善

公司 24Q1-3 毛利率为 8.83%，同比-0.1pct，其中房建、基建、地产开发、勘察设计业务毛利率分别为 7.0%、9.1%、17.4%、14.5%，同比分别-0.2、-0.1、-0.8、-2.8pct。24Q1-3 期间费用率为 4.16%，同比-0.04pct，其中销售、管理、研发、财务费用率同比分别+0.03、+0.04、-0.15、+0.03pct。24Q1-3 公司合计计提了 87.01 亿元的资产及信用减值损失，同比多损失 25.78 亿元。综合影响下 24Q1-3 净利率为 3.21%，同比-0.19pct。现金流方面，24Q1-3 公司 CFO 净额为-770.09 亿元，Q3 单季度净流入 317.6 亿元，实现同比转正。24Q1-3 收现比同比-4.47pct 至 96.66%，付现比同比-0.44pct 至 102.71%。

看好公司中长期投资价值，维持“买入”评级

我们认为公司有望凭借龙头优势在行业下行周期内提升市场份额，预计在后续国资委市值管理考核、加大现金分红力度的推动下，公司中长期价值有望逐步彰显。考虑到三季度公司业绩显著承压，我们下调公司 24-26 年归母净利润的预测至 520、542、563 亿元，（前值为 580、616、653 亿元），维持“买入”评级。

风险提示：地产投资增速不及预期，基建投资增速不及预期，订单收入转化节奏明显放缓，现金回收效果低于预期，应收账款减值风险。

圣晖集成（603163）：收入保持平稳，现金流同环比改善

鲍荣富 baorongfu@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110520120003

收入保持平稳，利润短暂承压

24Q1-3 公司实现营收 14.47 亿，同比+0.07%，归母净利润为 0.74 亿，同比-35%；单三季度公司实现营收 5.15 亿，同比-2.84%，归母净利润为 0.17 亿，同比-54%，利润承压主要系毛利率下滑、费用率上升。

毛利率短暂承压，现金流表现较好

24Q1-3 公司综合毛利率为 12.35%，同比-2.28pct，Q3 单季毛利率为 10.32%，同比-1.62pct。24Q1-3 期间费用率同比+0.79pct 至 5.12%；销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.45%、3.15%、1.92%、-0.41%，分别同比变动-0.09、+0.32、+0.56、+0.00pct。综合影响下前三季度公司净利率为 5.12%，同比-2.77pct，Q3 单季净利率下滑 3.45pct 至 3.57%。24Q1-3 公司 CFO 净额为 0.22 亿，同比多流入 0.8 亿；收、付现比分别为 106.6%、106.7%，分别变动+1.37pct、-4.44pct。Q3 单季经营性现金流净流入 1.17 亿，同比多流入 2.16 亿，环比改善 1.76 亿元。截至 Q3 末，公司合同负债 1.3 亿，同比增加 0.4 亿，较 Q2 末增加 0.62 亿。

在手订单充足，精密制造订单增长较快

公司业务稳步增长，截至 2024 年 9 月 30 日，公司在手订单余额为 18.27 亿元（未含税），比上年同期增长 11.97%。分业务看，IC 半导体行业在手订单余额为 8.06 亿元（未含税），同比-16.22%，精密制造行业在手订单余额为 8.06 亿元（未含税），同比+53.8%，光电及其他行业在手订单余额为 2.15 亿元（未含税），同比+48.3%。

高端洁净室工程行业格局更优，维持“买入”评级

公司主要专注于洁净室工程行业的高端领域，行业内低端市场企业数量众多且规模较小，中高端市场竞争格局相对更优，公司在中高端市场市占率有望继续提升。考虑到行业竞争加剧，我们下调公司盈利预测，预计公司 24-26 年归母净利润为 1、1.16、1.33 亿（前值为 1.27、1.53、1.85 亿元），对应 PE 为 25、22、19 倍，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期；行业竞争加剧；项目实施不及预期；客户集中度较高。

盾安环境（002011）：谨慎性计提引业绩波动，Q4 或迎以旧换新利好

孙谦 sunqiana@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110521050004

事件：公司 24Q1-Q3 实现营业收入 93.4 亿元，同比+10.54%；归母净利润 6.5 亿元，同比+20.10%；扣非归母净利润 6.3 亿元，同比+0.81%。其中，24Q3 实现营业收入 29.9 亿元，同比+4.09%；归母净利润 1.7 亿元，同比-17.18%；扣非归母净利润 1.6 亿元，同比-18.95%。

点评：

三季度收入增速放缓，阀件将迎以旧换新利好。分业务看，结合 24 年半年报趋势，我们预计公司前三季度热管理收入延续高双位数增长，冷配收入是延续 10%+ 增长，设备业务增速略有承压。展望四季度，阀件公司有望在以旧换新政策加持下，实现加速发展和结构升级。

计提拖累业绩，剔除后净利率有所改善。公司 24Q3 毛利率 18.6%，同比-0.8pct，预计部分为高毛利的设备业务承压的结构性因素所致。费用端，销售/管理/研发/财务费用分别为 2.6%/2.4%/4.6%/0.6%，同比-0.5/-0.5/+0.9/0.0pct。由于公司本季度计提信用减值损失 6 千多万元（历史遗留问题，主要为水发能源股权与债权转让款、天津节能的往来借款，均不计入非经常项目），24Q3 公司归母净利润同比-17.2%至 1.7 亿元，若还原计提影响，公司 24Q3 归母净利润同比增速超 10%，净利率约 7.9%，同比+0.5pct，公司盈利改善持续兑现。

投资建议：盾安是制冷元器件领域龙头，家电主业结构升级、盈利改善持续兑现，将业务延伸高景气新能源车热管理赛道后，抓住二供机遇逐渐打造出新的增长曲线。公司双板块发展持续向好，历史包袱逐渐出清，预计 24-26 年归母净利润分别为 9.3/11.7/13.8 亿元（前值 9.4/12.1/14.8 亿元，考虑设备业务营收略有承压下调 24-26 年收入增长预期），对应 12.7x/10.1x/8.6x，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动的风险；海外公司经营风险；参股公司业绩承诺的风险；业务开展不及预期的风险；新技术迭代的风险。

长海股份（300196）：毛利率向上修复，新增产能释放落地

鲍荣富 baorongfu@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110520120003

公司三季度实现归母净利润 0.80 亿元，同比提升 3.83%

公司发布 24 年三季报，前三季度实现收入/归母净利润 19.03/2.02 亿元，同比-4.30%/-29.68%，前三季度实现扣非归母净利润 1.82 亿元，同比-31.41%。其中 Q3 单季度实现收入/归母净利润 6.79/0.80 亿元，同比-0.25%/+3.83%，扣非归母净利润 0.66 亿元，同比-7.86%。

玻纤价格环比修复，新产能点火落地

公司 Q3 收入环比+5.65%，预计主要受玻纤产品价格提升所致。据卓创资讯，长海股份 2400tex 缠绕直接纱 Q3 均价为 3646 元/吨，环比/同比分别+1.9%/-0.7%，截至 10 月 25 日企业报价维持在 3600 元/吨。公司当前库存营运水平亦有优化，截至三季度末存货周转天数约 47.3 天，环比/同比分别-0.4/-1.2 天。公司常州 4 线 15 万吨产线已于今年 8 月底点火，预计 10 月初已陆续投产，公司现有 4 条池窑生产线在产，具备 39 万吨年产能，另有常州 5 线 15 万吨产线已动工，产能扩张稳步进行。未来随着国内需求的逐步恢复以及海外补库需求的释放，公司业绩增长弹性仍较大。化工板块来看，预计受成本端原油价格下降（Q3 布伦特原油均价 80.50 美元/桶，环比-5.47%）影响，吨毛利环比或亦有修复。

汇兑损益减少推升财务费用，费用率提升拖累净利率

公司前三季度整体毛利率 23.39%，同比-2.79pct，其中，Q3 单季度整体毛利率 24.45%，同比/环比分别+0.40/+0.52pct。前三季度期间费用率 12.95%，同比+2.38pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别-0.03/+0.77/-0.40/+2.04pct，财务费用增加较多主要系是汇兑收益减少所致，最终实现净利率 10.62%，同比-3.84pct。Q3 单季度净利率 11.82%，同比/环比+0.47/+0.75pct。24Q3 末资产负债率 33.36%，同比+3.11pct。前三季度经营性现金流净额 1.53 亿元，同比-3.67 亿元。收现比同比-5.37pct 达 80.06%，付现比同比+8.78pct 达 72.07%。

看好公司中长期内生增长动能，维持“买入”评级

我们继续看好公司中长期产能扩张所带来的内生增长，考虑到公司新产能将于 Q4 及明年落地释放，上调 24-26 年归母净利润预测至 3.0/4.1/5.7 亿元（前值 3.0/3.7/4.6 亿元），参考可比公司估值，我们给予公司 24 年 20x 目标 PE，对应目标价至 14.55 元，维持“买入”评级。

风险提示：公司产能投放进度不及预期、玻纤需求下滑、行业产能大幅扩张、外贸环境恶化等。

大华股份（002236）：Q3 归母净利润同比增长 19.75%，看好公司 AI to B 未来落地前景

潘暕 panjian@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110517070005

事件: 2024 年 10 月 26 日, 公司披露 2024 年三季度报告。2024 年前三季度公司实现营收 224.50 亿元, 同比增长 0.77%。实现归母净利润 25.45 亿元, 同比降低 1.74%, 实现扣非归母净利润 22.61 亿元, 同比降低 5.87%。

点评: 2024Q3 公司营收实现营收 75.83 亿元, 同比下降 0.80%。实现归母净利润 7.35 亿元, 同比增长 19.75%, 实现扣非归母净利润 4.99 亿元, 同比降低 22.91%。公司持续重配研发, 前三季度研发费用达 29.63 亿元, 同比增长 7.86%。AI+物联网助力工业升级, 深入沉淀电力行业。1) 公司打造融合“智能制造+智能物流”的智慧工厂, 通过建设机器人调度平台, 实现 130 余台 AGV 的调度, 运行面积达 14 万², 自该系统建立以来, 实现了自原材料上线至成品下线的流程自动化搬运, 人工搬运减少超 95%, 大大提高了生产效率。2) 公司推进电力行业业务发展, 以“安全生产、AI 感知、多系统融合、大数据分析”为设计理念, 研发了适用于各场景的数智化产品和方案。目前已应用于全国 1 万+变电站、1 千+发电厂, 为电力行业数字化安全管控提供一站式解决方案, 助力电力企业智能化、数字化转型。电力行业大模型平均准确率提升 20%以上, 功能数增长 40%, 一个大模型实现整个行业 80 多个功能, 实现施工操作推演实训、运维数据自主分析决策等功能, 实现电力行业高效决策分析。

车联网业务不断推进, 携手合作伙伴发布自动驾驶数据闭环平台。1) 公司持续深耕智慧交通领域, 持续将 AI、大数据等先进技术引入交通场景, 或将受益于车路云一体化建设。公司主要提供车路协同专用摄像头, 助力车路云一体化的落地。据《车路云一体化智能网联汽车产业产值增量预测》报告显示, 到 2030 年, “车路云一体化”产业总产值增值将达到万亿级别, 这将成为大华股份的重要发展机遇。2) 在智能驾驶业务方面, 公司电子业务子公司华锐捷推出了系列等级的 ADAS 产与方案, 其前视一体机产品也已规模量产, 前装产量供应达 20w 套。目前, 其产品方案已与多品牌实现项目量产和定点, 域控、摄像头和雷达传感器等产品出货量均位居行业 TOP10。3) 自动驾驶市场快速增长对数据基础设施的技术迭代诉求愈加强烈, 9 月 19 日, 公司与华为数据存储共同发布了自动驾驶数据闭环平台联合解决方案, 建立了完善的智驾开发数据体系。该方案融合大华“巨灵”人工智能开发平台与华为 OceanStor Pacific 分布式存储的关键能力。

投资建议: 我们认为 AITO B 将提升公司业务竞争力, 快速提升公司业务竞争力, 助力开拓市场空间, 车路云一体化将为公司带来新机遇。我们预测 24-26 年归属母公司净利润分别为 33.88 亿元, 38.08 亿元, 41.27 亿元。维持“买入”评级。

风险提示: 行业发展不及预期; 技术应用进度不及预期风险; 市场竞争加剧。

安徽建工 (600502): 财政刺激预期下, 关注四季度基本面向上弹性

鲍荣富 baorongfu@tfzq.com SAC 执业证书编号: S1110520120003

事件:

公司 24Q1-3 实现营业收入 539.63 亿元, 同比-9.96%, 实现归母净利润 9.62 亿元, 同比-9.55%, 扣非归母净利润 8.6 亿元, 同比-21.86%, 其中 Q3 单季度实现营收 205.02 亿元, 同比-8.71%, 实现归母净利润 3.49 亿元, 同比-14.42%, 扣非归母净利润 2.91 亿元, 同比-25.68%。

盈利能力有所下滑, 现金流显著承压

24Q3 公司单季度毛利率为 11.37%, 同比-0.32pct, 前三季度累计毛利率为 12.2%, 同比+0.62pct。24Q1-3 公司期间费用率为 8.46%, 同比+1.05pct, 其中销售、管理、研发、财务费用率同比分别+0.06、+0.47、+0.3、+0.22pct。24Q1-3 公司合计计提了 3.01 亿元的资产及信用减值损失, 同比少损失 0.05 亿元, 综合影响下 24Q1-3 净利率为 2.42%, 同比基本持平。现金流方面, 24Q1-3 公司 CFO 净额为-52.55 亿元, 同比转负, 多流出 53.67 亿元, Q3 单季度现金净流出 14.35 亿元, 较 23 年同期净流出额小幅度收窄 1.46 亿元。24Q1-3 收现比同比-11.66pct 至 94.79%, 付现比同比-6.24pct 至 102.37%。

财政刺激预期升温背景下, 四季度基建房建业务仍具备向上动能

我们判断四季度基建房建业务或仍具备向上动能:

宏观层面看: 10 月 12 日财政部在国新办发布会上提出, 拟一次性增加较大规模债务限额置换地方政府存量隐性债务, 加力支持地方化解政府债务风险, 并允许专项债券用于土地储, 支持收购存量房, 优化保障性住房供给, 同时研究扩大专项债券使用范围, 健全管理机制, 我们判断资金层面的逐步宽松或有望加速重点基建项目的推进以及实物工作量的转化。

从微观层面看: 安徽区域投资强度仍领先全国, 24Q1-3 安徽省 GDP 同比+5.4%, 固定资产投资同比+4.2%, 其中基建投资同比+8.9%。进入四季度以来, 安徽省重大项目开工建设仍在稳步推进, 10 月 8 日上午举行了安徽 2024 年第四批重大项目开工动员会, 本次开工重大项目 551 个、总投资 4268.1 亿元, 年度计划投资 426.1 亿元, 市场持续扩容或给公司业绩增长提供较好支撑。

低估值高股息蓝筹, 维持“买入”评级

考虑到 24 年以来公司业绩有一定承压，我们下调公司 24-26 年归母净利润的预测至 15.7、17.2、18.5 亿元（前值为 17.0、18.7、20.5 亿元），同比分别+1.3%、+9.2%、+7.9%。当前公司估值处于历史相对低位，截至 10 月 25 日收盘，公司 PE、PB 分别位于近五年以来的 14.88%、12.75% 历史分位，股息率（TTM）为 5.3%，建议关注中长期投资价值，维持“买入”评级。

风险提示：省内投资增速不及预期，地产景气度超预期下行，新业务拓展进度不及预期，宏观经济风险和政策风险。

苏博特（603916）：减水剂价格承压，功能性材料景气持续

鲍荣富 baorongfu@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110520120003

公司三季度实现归母净利润 0.25 亿元，同比下降 43.07%

公司发布 24 年三季报，前三季度实现收入/归母净利润 24.76/0.79 亿元，同比-3.90%/-44.43%，前三季度实现扣非归母净利润 0.66 亿元，同比-48.74%。其中 Q3 单季度实现收入/归母净利润 9.12/0.25 亿元，同比-0.35%/-43.07%，扣非归母净利润 0.21 亿元，同比-48.89%。

Q3 高性能减水剂价格承压，功能性材料量价齐升

公司前三季度实现高性能减水剂/高效减水剂/功能性材料收入分别 13.0/0.35/4.63 亿元，同比-12%/-55%/+29%，销量分别为 74.39/1.29/21.72 万吨，同比+2%/-66%/+19%，其中 Q3 单季度收入分别为 4.89/0.12/1.86 亿元，同比-4%/-56%/+35%，环比-8%/-18%/+11%。高性能减水剂业绩下滑主要系价格下滑较多所致，Q3 均价同比/环比分别-18%/-4%，销量同比/环比分别+18%/-4%，缩量预计主要受民用端地产需求下行拖累，而铁路、隧道、核电等基建需求具备一定支撑性。而 Q3 功能性材料量价齐升，均价同比/环比分别+11%/+3%，销量同比/环比分别+22%/+8%，预计主要受风电等需求景气驱动，我们继续看好抗裂防水材料、高性能风电灌浆料、交通材料等功能性材料的中长期成长性。近期国新办会议上财长提出要加大财政政策逆周期调节力度，我们认为随着政策的逐步出台落实，基建或仍有释放空间，地产有望触底回升，公司终端需求有望企稳回升。此外，公司亦积极布局西部市场，先后参与了川藏铁路、藏木水电、乌尉高速、中国国际丝路中心等各类项目建设，未来或将受益于西南水电站等大型项目建设，同时在核电、运河等基建项目的共同提振下，有望实现较好业绩增长。

Q3 净利率持续承压，现金流有所改善

公司前三季度整体毛利率 32.89%，同比-2.15pct，其中，Q3 单季度整体毛利率 29.51%，同比/环比分别-3.55/-5.26pct。前三季度期间费用率 26.17%，同比+1.03pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别+0.67/+0.25/-0.15/+0.27pct，最终实现净利率 5.72%，同比-1.99pct。Q3 单季度净利率 4.60%，同比/环比-2.45/-1.89pct。24Q3 末资产负债率 39.76%，同比-0.08pct，资本结构有所优化。前三季度经营性现金流净额 2.15 亿元，同比+0.53 亿元，收现比同比-6.16pct 达 98.78%，付现比同比-9.91pct 达 80.77%。

外加剂龙头具备显著技术优势，维持“买入”评级

公司作为外加剂领域的龙头企业，有望凭借行业领先的技术优势，不断扩大在交通、能源、水利等领域的市场份额。考虑到公司三季度净利润有所下滑，下调 24-26 年归母净利润预测至 1.2/1.5/1.9 亿元（前值 1.5/1.9/2.2 亿元），给予公司 24 年 1 倍 PB，目标价 9.88 元，维持“买入”评级。

风险提示：产能投放不及预期，需求下滑，原材料价格上涨等。

泡泡玛特（09992）：24Q3 点评：三季度营收同比大涨超 120%，海外营收增 4 倍

曹睿 caorui@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110523020003

事件：北京时间 2024 年 10 月 22 日，泡泡玛特（9992.HK）发布 2024 年第三季度经营数据报告。公司 2024 年第三季度整体收入较去年同期同比增长 120%-125%；分地区来看，2024 年第三季度公司中国大陆地区收益同比增长 55%-60%；中国港澳台及海外地区收益同比增长 440%-445%。

中国大陆地区分渠道来看，线下零售店同比增长 30%-35%，线下机器人商店同比增长 20%-25%；泡泡玛特抽盒机同比增长 55%-60%；电商平台及其他线上渠道同比增长 135%-140%，其中，抖音旗舰店同比增长 115%-120%，天猫旗舰店同比增长 155%-160%；批发及其他渠道同比增长 45%-50%

点评：国内线上线下双渠道发力，产品上新节奏加速。2024 年第三季度公司中国大陆地区收入同比增长 55%-60%。从产品供给来看，第三季度优质产品持续上新，7 月、8 月、9 月分别发售 11/12/9 款盲盒产品，6/8/4 款 MEGA 珍藏系列。线下渠道稳步扩张，线上渠道受热门产品驱动整体提升。2024 年第三季度，泡泡玛特线下零售店同比增长 30%-35%，线下机器人商店同比增长 20%-25%。从开店来看，8 月共计新开 14 家门店（含 5 家快闪店），9 月共计新开 13 家门店（含 9 家快闪店），线下门店稳步扩张。公司线上抽盒机同比增长 55%-60%，天猫旗舰店同比增长 155%-160%，抖音旗舰店同比增长 115%-120%。8 月天猫超品日 The Monsters 和 CryBaby 等系列热门产品返场，The Monsters 搪胶脸盲盒迅速售罄。9 月抖音商城超级品牌日期间，泡泡玛特品牌销量单日最高近 1000 万元。我们认为，线上渠道方面，随着第四季度进入大促及活动节点，双十一、圣诞节等，有望进一步提振中国大陆线上渠道

收入。

国际市场拓展加速，海外营收表现亮眼。2024 年第三季度公司中国港澳台及海外地区收益同比增长 440%-445%，主要系海外需求持续旺盛，叠加开店加速。根据我们统计（官方社媒帐号，请以公司口径为准），截至 2024 年 9 月底，港澳台及海外零售店较 24 年 6 月底新增 22 家（含快闪店）达 114 家零售店（含合营），24Q3 季度新开门店数超过 24H1 半年新增水平。7 月，泰国、荷兰、意大利、美国、印度尼西亚、法国、越南分别新增 1 家线下零售店，韩国新增 2 家门店。8 月，中国香港、中国台湾、新加坡、马来西亚、英国分别新增 1 家线下门店，美国新增 3 家门店。9 月，中国澳门、韩国、澳大利亚、美国分别新增 1 家线下门店。我们认为 Q4 进入海外销售旺季，有望进一步推动海外业绩增长。同时，中国港澳台及海外地区线上渠道通过会员体系、节日活动策划，从粗放式走向精细化运营。IP 变现渠道进一步拓宽，多元化布局消费市场。公司在深耕头部 IP 的基础上，不断拓宽 IP 变现渠道，增强 IP 互动性。9 月 19 日，《梦想家园》手游首次与线下产品销售联动，新增通过游戏内获限量实体手办购买资格的玩法，进一步增强 IP 互动性。品类方面，公司持续创新品类，于 5 月先后拓展卡牌、积木等业务线，并于 7 月、8 月分别推出相框系列及 POPCUBE 系列等盲盒新形态，增强潮玩产品的可玩性。管线方面，公司不断丰富产品线。截至 10 月中旬，公司旗下幸运商店福赏与 GuGuGuGu、漫库、罗森、711 门店合作实现线下快速铺货。同时，后续公司将推出全新品牌并开设饰品店，售卖戒指、手环等产品。我们长期看好公司 IP 的运营能力以及在产品种类、管线扩张的延续。

投资建议：短期重要节点活动催化叠加新品持续发力，公司国内海外业务高景气度延续，我们预测泡泡玛特

2024-2025 年收入为 125/172 亿元（前值为 100.1/135.6 亿元），同比增长 98.4%/37.4%；2024-2025 年调整后净利润（Non-IFRS）分别为 31.4/44.0 亿元（前值为分别为 23.1/31.5 亿元），同比增长 163%/40%。长期来看，IP 变现渠道进一步拓宽有望贡献业绩增量，我们长期看好公司 IP 的运营能力和变现潜力，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧风险；IP 的表现不及预期；新业务表现不及预期

博迁新材（605376）：营收环比持续改善，产线调整&汇兑损失影响短期利润

刘奕町 liuyiting@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110523050001

三季报业绩：24 年前三季度实现营收 7.27 亿元，yoy+48%；归母净利润 0.85 亿元，yoy+562.4%；扣非净利润 0.69 亿元，同比扭亏。其中，Q3 实现营收 2.89 亿元，yoy+38.6%，环比+21%；归母净利润 0.31 亿元，同比扭亏，环比-21.8%。

镍粉销量提升驱动营收环比改善，产线调整&汇兑损失影响短期利润

营收端，公司 24 年前三季度实现 7.27 亿元，yoy+48%，Q3 单季度实现营收 2.89 亿元，yoy+38.6%，环比+21%。前三季度与 Q3 单季度营收均实现同比大幅增长，我们认为主要受益于 MLCC 需求复苏，镍粉销售持续回暖。Q3 期间沪镍均价环比-3.7%，而公司营收环比+21%，我们推测 Q3 公司镍粉出货量环比显著提升，驱动营收增长。盈利方面，公司 24 年 Q3 毛利率 19.8%，同环比+2.89/-4.74pct；期间费用率环比上升 3.18pct 至 10.6%，主要系财务费用率上升；最终录得净利率 10.6%，同环比+12.50/-5.79pct。Q3 单季度盈利能力环比下滑，我们认为主要由于两个原因：一是下游客户对高阶 MLCC 用小粒径镍粉需求增长，或由于产线和产品结构调整影响毛利率；二是 Q3 期间人民币兑美元汇率升值，汇兑损失抬升财务费用。

MLCC 行业开启成长新周期，有望持续提振高端镍粉需求

23 年 MLCC 行业逐步完成筑底，库存回归健康水平。24 年以来，消费电子市场持续复苏，同时 AI 应用终端高功能化发展趋势驱动消费电子步入新一轮成长周期。据 IDC 数据，24 年前三季度全球智能手机出货量分别同比增长 7.8%、6.5%、4%，实现连续五个季度出货量增长，驱动 MLCC 行业销售额和产能利用率大幅提升，24Q2 日本村田/三星电机 MLCC 营收同比增速分别为 20%/17%。步入 Q3 以来，我们认为随着新机上市和 AI 市场蓬勃发展，MLCC 行业有望保持增长，TrendForce 预计 Q3 MLCC 营收将环比增长约 10%，同时我们认为高功能 MLCC 将持续提振公司高端镍粉需求。

PVD 赋能平台型发展，静待新产品发力

公司具备底层技术平台化的核心竞争力，PVD 制粉工艺赋能高端粉体的横向拓展。除镍粉、铜粉等传统产品外，公司已开发多款导电性良好且含低银含的 HJT 银包铜粉新品，银价大幅上涨下银包铜粉产业化有望提速；多款软磁合金材料、硅粉、硅合金粉均处于送样评测阶段。随着新技术趋势下粉体材料应用场景不断拓展，公司平台型优势有望持续显现。

投资建议：公司作为国内 MLCC 用镍粉龙头，伴随消费电子产业链逐步完成筑底与汽车电子市场的强劲发展，业绩有望迎来持续改善，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 1.24/1.72/2.28 亿元，对应 10 月 25 日收盘价 PE 分别为 57/41/31 倍，维持“买入”评级。

风险提示：需求波动风险；行业竞争加剧风险；汇率波动风险；原材料价格波动风险；客户集中度较高风险；知识产权诉讼风险。

依依股份 (001206): 业绩靓丽, 新客户贡献可观

孙海洋 sunhaiyang@tfzq.com SAC 执业证书编号: S1110518070004

公司发布 2024 年三季度报告

24Q3 收入 5 亿, 同比+41%, 归母净利润 0.6 亿, 同比+31%, 扣非归母净利润 0.5 亿, 同比+30%;

24Q1-3 收入 13.2 亿, 同比+33.4%, 归母净利润 1.5 亿, 同比+72.7%, 扣非归母净利润 1.4 亿, 同比+61.1%;

业绩增长主要受到宠物消费市场需求旺盛、海外客户拓展成效显著、新工厂产能利用率提升、原材料采购价格稳中小幅回落以及设备节能降耗改造增强成本管控的影响。

老客户份额提升, 新客户贡献可观

公司深度绑定海外头部优质客户亚马逊、PetSmart、沃尔玛、韩国 Coupang、日本 JAPPELL、日本 ITO、日本山善、日本永旺等全球知名大型连锁零售商、专业宠物用品连锁店以及宠物用品网上销售平台, 加深与合作, 增加客户粘性, 同时积极开发海外新客户, 并开拓其他有潜力的市场。24Q1-3 公司出口额占宠物护理同类产品比重 35.3% (较 24H1 增长 1.6pct), 份额稳健提升。

自主品牌稳步推进, 强化消费者教育

国内宠物一次性卫生护理用品市场起步较晚, 公司自有品牌“乐事宠 (HUSHPET)”、“一坪花房”宠物尿垫、宠物尿裤、宠物清洁袋等主要通过经销商、京东自营、天猫、抖音等进行销售; 此外, 国内迅速成长了一批知名的宠物品牌运营商, 公司以 ODM/OEM 方式进行拓展。我们预计伴随国内宠物市场成熟, 公司自有品牌放量可期。

原材料策略优化, 盈利能力提升

24Q1-3 公司毛利率 19.6%, 同比+3.1%, 销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.6%/2.7%/1.2%/-0.2%, 同比 -0.3pct/-0.2pct/-0.5pct/+1.9pct, 归母净利率为 11.5%, 同比+2.6pct。公司 23 年末及 24 年初对主要原材料绒毛浆进行了囤货, 囤货量用到二季度结束, Q3 原材料采购价格呈现小幅回落趋势, 使得公司盈利能力稳健提升。

调整盈利预测, 维持“买入”评级

此前公司发布员工持股计划绑定核心骨干; 截至 9.30 控股股东、董事长累计增持金额已达 1024 万元, 彰显经营信心。根据 24Q1-3 业绩表现, 我们上调 24 年盈利预测, 同时根据员工持股计划目标、综合考虑公司产能情况, 调整 25-26 年盈利预测, 我们预计 24-26 年归母净利润分别为 1.9/2.2/2.5 亿元 (前值 1.8/2.3/2.9 亿元), 对应 PE 分别为 16/14/12X。

风险提示: 订单不及预期, 市场竞争激烈; 面临原材料价格波动、劳动力成本上升、客户相对集中、汇率波动风险

基础化工: 工信部: 将制定出台《制造业绿色低碳发展行动方案》, 维生素、BDO 价格上涨

唐婕 tje@tfzq.com SAC 执业证书编号: S1110519070001

上周指 24 年 10 月 14-20 日 (下同), 本周指 24 年 10 月 21-27 日 (下同)。

本周重点新闻跟踪

10 月 23 日, 工业和信息化部新闻发言人、运行监测协调局局长陶青在国务院新闻办公室新闻发布会上表示, 我国工业绿色低碳发展取得积极进展, 工业节能降碳持续推进。下一步, 工信部部将着眼健全绿色低碳发展机制, 制定出台《制造业绿色低碳发展行动方案》, 助力经济社会发展全面绿色转型。一是加快推进工业产品碳足迹核算标准制定; 二是加强新兴固废综合利用体系建设; 三是积极推动清洁低碳氢在工业领域应用。

本周重点产品价格跟踪点评

本周 WTI 油价上涨 3.7%, 为 71.78 美元/桶。

重点关注子行业: 本周 VA/VE 价格分别上涨 16.1%/4%; 有机硅/DMF/醋酸/TDI/乙烯法 PVC/轻质纯碱/电石法 PVC/尿素/固体蛋氨酸/乙二醇/粘胶短纤/聚合 MDI 价格分别下跌

4.3%/3.9%/2.2%/1.9%/1.7%/1.3%/1.3%/1.1%/1%/1%/0.7%/0.5%; 液体蛋氨酸/钛白粉/氨纶/烧碱/粘胶长丝/重质纯碱/橡胶/纯 MDI 价格维持不变。

本周涨幅前五化工产品: 维生素 A:进口 (+16.1%)、维生素 A:国产 (+16.1%)、液氯 (+14%)、BDO (+9.3%)、NMP (+8.1%)。

VA、VE: 受巴斯夫维生素装置复产时间延期消息推动(VA 预计在 2025 年 4 月初恢复生产, VE 和类胡萝卜素计划在 2025 年 7 月初恢复生产), 本周 VA 市场行情止跌略偏强运行, VE 市场行情止跌且快速反弹。厂家方面, 主流厂家依然维持停签停报状态, 本周 VA 市场部分成交倾向于临期货源, 据悉成交价在 140 多元/公斤左右; VE 市场主流成交价上涨至 127-128 元/公斤。

BDO: 本周 BDO 市场延续涨势, 供应端前期已有多装置停车降负, 本周四川天华, 中石化长城能源等停车换剂, 虽停车时间较短, 但行业开工率降至 5 成以下, 加之新疆地区运输迟缓延续, 市场货源供应紧缺, 供方延续积极挺市心态, 下游整体开工负荷提高, 对 BDO 消耗量增加, 需求面支撑略有好转, 但整体维持刚需补库, 以合约跟进为主, 现货采购谨慎, 工厂竞拍价格提高, 市场重心震荡上行。

本周化工板块行情表现

基础化工板块较上周上涨 5.95%，沪深 300 指数较上周上涨 0.79%。基础化工板块跑赢沪深 300 指数 5.15 个百分点，涨幅居于所有板块第 4 位。据申万分类，基础化工子行业周涨幅较大的有：有机硅（+17.69%），粘胶（+14.34%），其他橡胶制品（+13.94%），农药（+11.98%），磷肥及磷化工（+9.05%）。

重点关注子行业观点

国内化工在建增速 23 年 Q1 见顶、于 24Q2 已经至回落零值附近，阶段性在建已经达峰。预期新增产能投放的压力是抑制化工板块的盈利预期的主要因素，后续我们需要观察需求端修复与供给端产能释放节奏的匹配情况对盈利端的影响。另一方面，我们也观察到产能供给结构经过多年优化逐步有序，龙头及领先企业的产能竞争优势扩大，因此我们从硬资产和景气两条主线推荐：

聚焦高质量发展的“硬资产”：重点推荐：万华化学、扬农化工，建议关注：云天化、龙佰集团

景气角度：（1）景气修复中找结构性机会：需求韧性强且有望逐步迎来景气修复的农化、轮胎板块，农化板块重点推荐：扬农化工，建议关注磷肥相关标的：云天化、川恒股份。轮胎板块建议关注：赛轮轮胎、森麒麟、玲珑轮胎、通用股份。（2）制冷剂：下游家电排产状况良好，产品价格维持上行趋势、供给配额制约约束性强；建议关注：巨化股份。（3）OLED 材料：迎应用范围扩大、国产化率提升、单屏材料用量提升等多重增长；重点推荐：莱特光电、万润股份、瑞联新材，建议关注：奥来德。（4）代糖行业仍然以 10%+ 的增速在增长，三氯供需稳定，双寡头竞争成长性行业，容易形成默契，有较大弹性。重点推荐：金禾实业。

风险提示：原油等原料价格大幅波动风险；产能大幅扩张风险；安全生产与环保风险；化工品需求不及预期

消费电子：库克访华、苹果 AI 上线在即，看好产品创新大周期及其在华供应链

潘暕 panjian@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110517070005

苹果：AppleIntelligence 有望于 10 月 28 日上线，全面看好 AI 落地带来的需求提振。AppleIntelligence 有望于 10 月 28 日上线，首批功能包括写作工具、修图工具和优化后的 Siri 输入，进一步提升用户体验，预计年底还将推出集成 ChatGPT 的更高级功能，目前已经上线测试版，ChatGPT 集成提供更高级的信息处理功能，其准确度比 Siri 高出 25%，并且可以回答的问题类型多出 30%。苹果公司高管库克及杰夫·威廉姆斯开启了今年第二轮“中国行”，两人都表示将继续对中国投资，看好苹果在中国市场的长期发展潜力和苹果中国供应链增长。库克于 10 月 25 日会见商务部部长王文涛并表示中国是重要市场和关键供应链伙伴，将持续加大对供应链、研发等领域的投入。杰夫到访了“果链”企业蓝思科技和立讯精密的工厂，他表示过去 5 年在中国智能制造和绿色制造上投资了 200 亿美元，将继续在中国投资。

端侧 AI：字节跳动首款 AI 智能体耳机 OlaFriend 落地，看好 AI 驱动下的 TWS 需求复苏。OlaFriend 接入豆包大模型，并与豆包 APP 深度结合，售价 1199 元。用户佩戴 OlaFriend 后，可通过语音与豆包 APP 交流，并借助高精度的 Seed-ASR 技术实现多场景智能体验。据 IDC 数据，2024 年上半年真无线耳机市场出货 3,508 万台，同比增长 5.6%；开放式耳机市场强势增长，2024 年上半年出货 1,184 万台，同比增长 303.6%。我们认为，在 AI 刺激下 TWS 需求复苏明确，OWS 或将成为新增长点。

智能手机：1）市场：全球智能手机出货量已经连续五个季度呈现增长态势，今年下半年智能手机市场开局势头强劲。IDC 数据显示，2024 年第三季度全球智能手机出货量为 3.161 亿部，同比增长 4%。2）新机：高端芯片迭代引各厂商旗舰手机密集发布，预计拉动四季度智能手机市场持续向好。10 月 9 日，联发科正式发布天玑 9400 旗舰手机处理器，使用台积电 3 纳米工艺，定位“旗舰 5G 智能体 AI 芯片”。10 月 14 日晚，vivo 正式发布新机 vivoX200 系列，首发搭载天玑 9400 移动平台，换装第三代蓝海电池。高通即将发布代号为 SM8750 的下一代骁龙旗舰处理器，这将是高通自研的全新 Oryon CPU 在手机平台的首秀，一批搭载新一代骁龙旗舰处理器的手机也将随后发布。3）苹果 AI：预计于 10 月 28 日随 iOS18.1 正式引入，看好 AI 端侧落地对需求的拉动。苹果的 AppleIntelligence 功能会给 iPhone 等设备带来大量的智能能力，例如生成全新表情包，生产文案内容，智能 AI 搜索，通话录音转文字，日程规划等等。

PC：联想创新科技大会于 10 月 15 日召开，联想智能体 AINow 正式登场。根据 IDC 数据，受成本上升和库存补充等因素影响，2024Q3 全球传统 PC 出货量同比下降 2.4%，达到 6,880 万台。其中联想以 22.7% 的市场份额占据第一，出货量同比上升 3%。

面板：1）大尺寸：大尺寸：供需关系逐步转向供需平衡，预计四季度各尺寸面板价格走向平稳。根据群智咨询研究数据显示，在供应链上下游策略的调整中，四季度全球 LCDTV 面板市场供需比（面积维度）为 5.6%，供需关系逐步转向供需平衡，预计四季度各尺寸面板价格走向平稳。2）中尺寸：和辉光电已量产出国内首款 27 英寸 4K AMOLED 桌面显示器面板，拓宽了 AMOLED 显示屏的应用场景。在桌面显示器领域，和辉光电表示目前已成功

研发出国内首款 27 英寸 4K AMOLED 桌面显示器面板，目前该产品已向客户量产出货。3) 小尺寸：LTPOOLED 功耗更低，我们认为或将成为生成式 AI 浪潮下智能手机的首选屏显方案。与 LTPSOLED 相比，LTPOOLED 的漏电流更低，可以在低于 30Hz 的刷新率下低功耗运行。Omdia 预计，到 2031 年 LTPOOLED 显示面板需求将达到 5.2 亿片，复合年增长率预计约为 8.0%，其在智能手机 OLED 面板出货量中的市场占有率有望达到 52.0%，超过低温多晶硅 (LTPS) OLED。4) 上游方面：中国大陆在全球显示器玻璃基板市场的份额已增至 73%，主导地位不断增强。2024 年第二季度中国大陆在全球显示器玻璃基板需求中的份额已增至 73%，这被解读为夏普位于日本堺市的第 10 代液晶工厂关闭的结果。5) 厂商业绩：LG Display 积极重组业务结构，亏损收窄 71.6%。今年上半年销售额为 11.9612 万亿韩元，同比增长 30.7%，营业亏损也从上年的 1.9798 万亿韩元降至 5631 亿韩元，亏损收窄 71.6%。LG Display 正在积极重组其业务结构，计划进一步扩大 OLED 等高附加值产品的比例，上半年 OLED 占公司总销售额的 50%，同比提高 7%。

建议关注：

消费电子材料：创新新材（与机械组、金属材料组联合覆盖）、思泉新材、中石科技、福蓉科技、世华科技；
 消费电子零组件&组装：工业富联、立讯精密、闻泰科技、领益智造、蓝思科技、博硕科技、鹏鼎控股、歌尔股份、长盈精密、国光电器、长信科技、舜宇光学科技（港股）、高伟电子（港股）、东山精密、德赛电池、欣旺达、信维通信、科森科技、环旭电子、兆威机电（机械组覆盖）、比亚迪电子（港股）、智迪科技、雷柏科技、创新新材（与机械组、金属材料组联合覆盖）；
 连接器及线束厂商：连接器及相关：立讯精密、华丰科技、中航光电（与军工组联合覆盖）、鼎通科技（通信组覆盖）、博威合金；线束：沃尔核材、新亚电子、兆龙互连、金信诺、电连技术；
 被动元件：上游原材料：洁美科技/国瓷材料（与化工组联合覆盖）；MLCC：三环集团/风华高科/达利凯普；电感：顺络电子/麦捷科技/铂科新材（金属材料组覆盖）；晶振：泰晶科技/惠伦晶体；
 面板：京东方、TCL 科技、彩虹股份、深天马 A、联得装备（与机械组联合覆盖）、精测电子（与机械组联合覆盖）、奥来德、鼎龙股份（与基础化工组联合覆盖）、莱特光电（化工组覆盖）、清溢光电、菲利华、深科达、硕中科技、汇成股份、新相微、天德钰、韦尔股份、中颖电子、易天股份
 CCL&铜箔&PCB：建滔积层板、生益科技、金安国纪、南亚新材、华正新材、中英科技、嘉元科技（电新组和金属材料组联合覆盖）、诺德股份、德福科技、方邦股份、鹏鼎控股、东山精密、深南电路、兴森科技、沪电股份（与通信组联合覆盖）、景旺电子、胜宏科技；
 消费电子自动化设备：科瑞技术（与机械组联合覆盖）、智立方（与机械组联合覆盖）、思林杰、大族激光、赛腾股份、杰普特、华兴原创、博杰股份、荣旗科技、天准科技（电新组与机械组联合覆盖）、凌云光、精测电子（与机械组联合覆盖）、博众精工（机械组覆盖）；
 品牌消费电子：传音控股、漫步者、安克创新（与家电组联合覆盖）、小米集团（港股）；
 折叠屏产业链：东睦股份、精研科技、统联精密、科森股份、凯盛科技、长信科技、长阳科技、汇顶科技
 汽车电子：电连技术、水晶光电、舜宇光学科技、联创电子、裕太微、和而泰、科博达、德赛西威、菱电电控、湘油泵（与汽车组联合覆盖）、华阳集团、东软集团（与计算机组联合覆盖）、保隆科技（汽车组覆盖）、速腾聚创、禾赛科技、图达通、四维图新、百度集团（海外组覆盖）、地平线、黑芝麻智能、经纬恒润、伯特利（汽车组覆盖）、中鼎股份、天润工业、中科创达（与计算机组联合覆盖）、诚迈科技、小鹏汽车（汽车组与海外组联合覆盖）、理想汽车（汽车组与海外组联合覆盖）、蔚来、上汽集团（汽车组覆盖）、比亚迪（汽车组与电新组联合覆盖）；
 自动驾驶：禾赛科技、图达通、四维图新、百度集团（海外组覆盖）、地平线、黑芝麻智能、德赛西威、华阳集团、东软集团（与计算机组联合覆盖）、经纬恒润、保隆科技（汽车组覆盖）、伯特利（汽车组覆盖）、大华股份、海康威视

风险提示：消费电子需求不及预期、新产品创新力度不及预期、地缘政治冲突、消费电子产业链外移影响国内厂商份额

非金属材料：光伏玻璃产能持续下降，海风招标加速

鲍荣富 baorongfu@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110520120003

1、碳纤维：我们认为目前 T300 大丝束已处于阶段性底部阶段，但考虑到部分公司仍有产能快速释放，不排除后期继续价格战的可能，但原丝环节的企业仍较少，目前价格战停留在碳纤维环节，我们认为单从原丝环节来看，主要系吉林碳谷，上海石化及蓝星等少数几家掌握制备工艺，原丝环节降价可能性不大，建议关注吉林碳谷等。民品 T700 领域，国内目前主要系中复神鹰及长盛科技两家，中复神鹰为国内龙头产能已达 2.85 万吨，后期亦有 3 万吨产能规划，长期来看，下游碳碳复材/氢气瓶等领域持续高景气，公司产能扩张有望带动业绩持续释放，预浸料业务如进展顺利后续或带来新增量，建议关注中复神鹰（与化工团队联合覆盖）。

2、显示材料：我们跟踪的折叠屏手机中 UTG 环节，在消费电子颓势时折叠手机下游需求仍高增，伴随行业价格带的不断下行，进一步促进下游需求有望实现正向循环。我们持续看好未来 3-5 年折叠屏手机的持续渗透，我们认为，产业链中的卡脖子环节仍将在一段时间内获得相应溢价。此外我们看好光刻胶及高频高速 CCL 上游原材料中的国产替代逻辑。重点推荐：世名科技（与化工团队联合覆盖）、凯盛科技（与电子团队联合覆盖）。

3、新能源材料：光伏方面，下游需求端仍维持较快增速，但产业链各环节扩张较快，我们判断需等待出清。风电方面，目前海风突破层层阻碍，开始放量，风电叶片环节集中度较高，重点推荐时代新材（与电新团队联合覆盖）。

风险提示：下游需求不及预期，行业格局恶化，原材料涨价超预期

港股周报（2024.10.21-2024.10.25）：SFISF 首次操作落地，继续看好港股中概

孔蓉 kongrong@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110521020002

本周恒生指数、恒生国企指数、恒生科技指数分别下滑 1.03%、1.16%、1.37%。本周美元兑人民币离岸汇率上行，10/25 日收于 7.1337。24Q1 以来，港股市场底部不断抬升，4 月下旬以来内外多重因素共振，市场迎来持续大涨，5 月港股市场小幅收涨。6 月整体表现相对强劲在 18000 点徘徊。8 月在月初亚太股市“黑色星期一”后触底反弹并连续四周稳步上涨，逼近 18000 点关口。10 月恒生指数突破 20000 点，创年内新高。全球市场比较下，中国资产当前仍具性价比。在预期逐渐修复、期待后续基本面逐渐改善的基础上，我们认为当前港股中概仍具估值吸引力，风险回报比高。

资金层面，本周港股通净流入 364.7 亿元，仍维持净流入的趋势。10 月 21 日，中国人民银行发布公告称，为更好发挥证券基金机构稳市作用，该行首次开展了 SFISF 操作，操作金额为 500 亿元，采用费率招标方式，共有 20 家机构参与投标，投标费率区间为 10bp 至 50bp，最终中标费率为 20bp。公司层面，10 月 24 日，小红书电商公布双 11 第一阶段战报：截至 10 月 20 日，今年双 11 在小红书成交破千万的商家数同比增长超过 3.3 倍，成交破 500 万的商家数量同比增长 4.5 倍，成交破百万商家数增长 3.1 倍。本周，泡泡玛特公布三季度财报，公司整体收入同比增长超过 120%，其中中国港澳台地区及海外业务营收同比增长超过 440%。从市场估值层面来看，截止 10 月 25 日，恒指 12 个月前瞻 PE 较 2019 年来中位数折让 -0.8 个标准差，处于 2019 年来历史分位值约 31.3%；恒指相对 MSCI 全球指数前瞻 PE 低于 2019 年来中位数 2.2 个标准差，处于 2019 年来 14.7%分位值；恒指股权风险溢价低于历史中位数 0.9 个标准差，处于约 10.2%历史分位值。

海外方面，美东时间 10 月 25 日，美联储前理事凯文·沃什（Kevin Warsh）在接受采访时表示，美联储近期大幅降息 50 个基点的决定与先前的政策声明相悖，美联储也许并不依赖数据，他们的框架没有固定，他们似乎在追求不同的目标，而这些目标往往是相互矛盾的。投资者对美联储的降息预期降温，本周 2 年期、5 年期、10 年期及 30 年期的美债收益率全线走高，其中 10 年期美债收益率涨 3 个基点报 4.247%。下周关注 11 月 5 日美国大选。建议关注：

- 1) 互联网平台：【腾讯】、【美团】、【阿里巴巴】、【快手】、【哔哩哔哩】、【拼多多】、【京东】；
- 2) 新势力：【理想汽车】、【小鹏汽车】、【小米集团】；
- 3) 新消费：【泡泡玛特】、【名创优品】、【瑞幸咖啡】；
- 4) OTA&出行：【携程集团】、【同程旅行】；
- 5) Web3 金融科技：【OSL 集团】；
- 6) 有望受益于政策的困境反转【新东方】等。

（注：美团、泡泡玛特、名创优品、拼多多为海外&传媒、商社联合覆盖；理想汽车、小鹏汽车为海外&传媒、汽车联合覆盖；新东方为轻纺覆盖。）

风险提示：美国和欧洲市场面临持续加息和高通胀率；国内疫情反复风险；国内经济增长放缓；政策刺激效果不足

近期重点报告

2024 年 10 月 28 日

兆驰股份（002429）：电视 ODM 出货亮眼，新业务整合拖累盈利-买入-孙谦/宗艳/赵嘉宁

莱克电气（603355）：收入端实现平稳增长，汇率波动带来利润波动-买入-孙谦

盾安环境（002011）：谨慎性计提引业绩波动，Q4 或迎以旧换新利好-买入-孙谦/朱晔/宗艳/赵嘉宁

博迁新材（605376）：营收环比持续改善，产线调整&汇兑损失影响短期利润-买入-刘奕町/吴亚宁

苏博特（603916）：减水剂价格承压，功能性材料景气持续-买入-鲍荣富/唐婕/王涛/林晓龙

周大福（01929）：期待下半财年表现改善-买入-孙海洋/何富丽

好未来 (TAL): 超预期, 乐观看待后续成长-买入-孙海洋
 依依股份 (001206): 业绩靓丽, 新客户贡献可观-买入-孙海洋/张彤
 大禹节水 (300021): 项目结构影响当期订单转化, 新签大订单打开未来成长空间-买入-吴立/陈潇/林毓鑫
 光库科技 (300620): 加华微捷快速增长及拜安并表带动业绩持续高增-增持-唐海清/王奕红/康志毅
 硅宝科技 (300019): 嘉好股份财务并表, 硅碳负极项目稳步推进-买入-唐婕/张峰/杨滨钰
 大华股份 (002236): Q3 归母净利润同比增长 19.75%, 看好公司 AI to B 未来落地前景-买入-潘暕/许俊峰
 海油发展 (600968): Q3 业绩超预期, 充分受益技术服务类工作量增长-买入-张樨樨/厉泽昭
 高能环境 (603588): 政策利好之下, 期待公司资源化业务有效产能的持续打开-买入-郭丽丽/胡冰清
 途虎-W (09690): 制造型零售提升盈利, 轻资产下沉支撑扩张-买入-何富丽/来舒楠/邵将
 泡泡玛特 (09992): 24Q3 点评: 三季度营收同比大涨超 120%, 海外营收增 4 倍-买入-曹睿/何富丽/孔蓉
 东鹏控股 (003012): 三季度显著承压, 看好中长期市占率提升-增持-鲍荣富/孙海洋/王涛/任嘉禹
 华新水泥 (600801): 短期盈利压力仍在释放, 看好公司海外+非水泥业务发展-买入-鲍荣富/王涛/林晓龙
 万年青 (000789): Q3 毛利率提升, 看好公司受益浙赣粤运河需求弹性-增持-鲍荣富/王涛/林晓龙
 中材科技 (002080): 现金流显著改善, 多元化投资收购助力公司拓宽市场-买入-鲍荣富/王涛/林晓龙
 中国建筑 (601668): 三季度现金流显著改善, 能源、水利订单高增-买入-鲍荣富/王雯/王涛/任嘉禹
 圣晖集成 (603163): 收入保持平稳, 现金流同环比改善-买入-鲍荣富/王雯/王涛/王悦宜
 长海股份 (300196): 毛利率向上修复, 新增产能释放落地-买入-鲍荣富/唐婕/王涛/林晓龙
 安徽建工 (600502): 财政刺激预期下, 关注四季度基本面向上弹性-买入-鲍荣富/王涛/任嘉禹
 近期信用债交易如何变化?: 固定收益定期 (2024-10-28)-孙彬彬/孟万林/涂靖靖
 中观景气度高频跟踪: 中观景气度数据库和定量模型应用-吴开达/孙希民/朱俊福
 买断式逆回购或利好做陡曲线: 固定收益货币流动性点评-孙彬彬/隋修平/马戎

2024 年 10 月 27 日

民爆光电 (301362): 收入稳步增长, 利润略有承压-增持-孙谦/潘暕
 萤石网络 (688475): 积极布局新赛道, 费用投入有所增加-增持-孙谦/缪欣君
 裕元集团 (00551): 超预期, 上调盈利预测-买入-孙海洋
 英维克 (002837): 收入快速增长盈利能力延续向上趋势, AI 液冷有望拉动持续高增长-增持-唐海清/朱晔/王奕红/袁昊
 沪电股份 (002463): 收入加速增长, 加码投资 AI, 期待 800G 交换机放量紧抓 AI 机遇! -增持-唐海清/潘暕/王奕红/袁昊
 北新建材 (000786): Q3 收入保持高增, “一体两翼”稳步推进-买入-鲍荣富/王涛/林晓龙
 富佳股份 (603219): 积极拓展海外产能, 成本+费用上升带来利润承压-增持-孙谦
 A 股策略周报: 静待重要会议, 赛点 2.0 第二次击球点近了-吴开达/林晨/汪书慧
 SFISF 如何影响债市?: 固定收益宏观利率专题-孙彬彬/隋修平/马戎
 趋势上行 or 震荡?: 信用债市场周度跟踪 (2024-10-27)-孙彬彬/孟万林/李飞丹
 非金信用债净融资超千亿: 信用债市场回顾 (2024-10-27)-孙彬彬/孟万林/李飞丹

2024 年 10 月 26 日

圣农发展 (002299): 24Q3 盈利环比大幅提升, 持续重点推荐! -买入-吴立/陈潇/林毓鑫
 新集能源 (601918): 电力板块环比大幅好转, 助推净利润环比增长-买入-张樨樨/纪有容
 中材国际 (600970): 营收、利润保持稳健, 三业并举成长可期-买入-鲍荣富/王雯/王涛/王悦宜
 新东方-S (09901): 聚焦核心业务成长-买入-孙海洋
 富安娜 (002327): 从内部提升经营质量-买入-孙海洋
 天立国际控股 (01773): 股权激励行使价高于现价表明信心; 竞赛再获突破-买入-孙海洋
 中国神华 (601088): 吨煤成本下滑及电力环比好转, 归母净利润环比增长-买入-张樨樨/纪有容
 对科技的“急转弯”: 主动偏股基金 24Q3 重仓股分析-吴开达/孙希民/朱俊福
 CD 利率上行, 发行成功率下降: 同业存单周度跟踪 (2024-10-26)-孙彬彬/隋修平
 预期博弈、会期确定, 利率整体上行: 债市观察 20241026-孙彬彬/隋修平

2024 年 10 月 25 日

太平鸟 (603877): 期待明年表现-增持-孙海洋
 健盛集团 (603558): 业绩靓丽, 盈利改善-买入-孙海洋
 李宁 (02331): 静待预期改善-买入-孙海洋
 众望布艺 (605003): 客户及制造优势突出-买入-孙海洋
 威胜信息 (688100): 营收净利润实现双增长, 持续全球化布局, 新品收入快速增长-买入-唐海清/陈汇丰/朱晔/王

奕红

伟思医疗 (688580): 业绩短期承压, 新品落地有望贡献新动力-增持-杨松/张雪

北鼎股份 (300824): 自有品牌内外销增速边际向好, 加大费用投入使利润承压-增持-孙谦

苏泊尔 (002032): 外销表现较好, 公司上调关联交易金额-买入-孙谦

兔宝宝 (002043): 收入增长有韧性, Q3 归母净利润同比大增 42%-买入-鲍荣富/王雯/王涛/王悦宜

蒙娜丽莎 (002918): 三季度显著承压, 现金流延续改善趋势-增持-鲍荣富/王雯/王涛/任嘉禹

塔牌集团 (002233): Q3 归母净利润提升, 高分红凸显投资价值-买入-鲍荣富/王涛/林晓龙

中国巨石 (600176): Q3 扣非利润大幅增长, 预计风电纱需求增量显著-买入-鲍荣富/王涛/林晓龙

三维化学 (002469): 三季度业绩延续承压, 期待新兴业务放量-买入-鲍荣富/王涛/任嘉禹

杰瑞股份 (002353): 季报业绩表现稳健, 看好公司长短期逻辑逐步兑现-买入-朱晔

拓邦股份 (002139): 行业复苏四大板块呈增长态势, 盈利能力显著提升-买入-唐海清/潘暕/陈汇丰/王奕红

中兴通讯 (000063): 国内运营商业承压, 费用管控见成效, 深化“连接+算力”助力 AI 向实-买入-唐海清/王奕红/袁昊

石油石化: 2025 年原油市场展望-强于大市-张樨樨/姜美丹

公用事业: 如何看待电力行业并购重组-强于大市-郭丽丽/王钰舒/赵阳

小金属: 稀土行业深度: 继往开来, 产业重塑下新周期将至-强于大市-刘奕町/胡十尹

行业比较周报: A500 的主流宽基之路-吴开达/孙希民

2024 年 10 月 24 日

杭叉集团 (603298): 内销承压下业绩表现稳健, 盈利能力持续向好-增持-朱晔

长虹华意 (000404): 核心主营增长良好, 公司利润率显著提升-增持-孙谦

温氏股份 (300498): 利润持续增厚, 分红与股东共享盈利“蛋糕”-买入-吴立/陈潇/陈炼

大北农 (002385): 24 年前三季度扭亏为盈, 看好生物育种产业化扩面提速! -买入-吴立/陈潇/林毓鑫

奕瑞科技 (688301): iDE 集成化解决方案助力高效开发-持有-朱晔/杨松

康斯特 (300445): 国内承压下业绩稳健增长, 国际市场稳步拓展贡献增量-买入-朱晔

科大讯飞 (002230): 24Q3 利润转正, 开启“大模型+具身智能”新曲线-买入-缪欣君

宁夏建材 (600449): Q3 毛利率提升, 看好公司水泥行情修复+数字物流成长共振-买入-鲍荣富/王涛/林晓龙

10 月第三周理财存续规模持续回升: 理财/基金高频数据跟踪 (2024-10-24) -孙彬彬/隋修平

2024 年 10 月 23 日

时代天使 (06699): 海外业务强劲增长, 国内销售渠道持续拓展-买入-杨松/张雪

贝斯特 (300580): 24Q3 归母净利润稳健增长, C0 级丝杠副实现突破-买入-邵将/郭雨蒙

美诺华 (603538): 大客户合作持续深化, API 品种有望迎来利润释放-增持-杨松

中国电信 (601728): 传统、产数业务持续增长, ARPU 保持平稳-增持-唐海清/陈汇丰/王奕红/康志毅

行动教育 (605098): 三季度派发现金红利 0.6 亿元-买入-孙海洋

历史上重大政策转变如何引致债市反转?: 固定收益专题 20241023-孙彬彬/隋修平/郑艺鹏

天风总量每周论势 2024 年第 37 期: 天风总量联席解读 (2024-10-23) -孙彬彬/宋雪涛/吴先兴/杜鹏辉

增量资金的动向?: 微观流动性跟踪(2024.09.30-2024.10.20)-吴开达/吴黎艳

2024 年 10 月 22 日

新澳股份 (603889): 市场份额有望持续提升-买入-孙海洋

春秋航空 (601021): 高 ROE、高成长、高弹性-买入-陈金海/李宁

道氏技术 (300409): 战略资源业务高增中, 锂电业务有望迎拐点-买入-孙潇雅/王雯/张童童/鲍荣富

高争民爆 (002827): 区域景气持续上行, 公司业绩延续高增-增持-鲍荣富/王涛/蹇青青

瑞玛精密 (002976): 斩获空悬系统订单持续受客户认可, 汽车领域不断扩张-持有-唐海清/王奕红/袁昊

卫星化学 (002648): 三季度业绩同比提高, 新项目原料有保障-买入-张樨樨/朱韬宇

政策与大类资产配置周观察: 把握不确定中的确定性-吴开达/叶慧超

天风证券研究所

策略研究研究团队

吴开达 S1110524030001 wukaida@tfzq.com
林晨 S1110524040002 linchen@tfzq.com
肖峰 S1110524040003 xiaofeng@tfzq.com
孙希民 S1110124050011 sunximin@tfzq.com
吴黎艳 S1110520090003 wuliyan@tfzq.com
汪书慧 S1110124040014 wangshuhui@tfzq.com
叶慧超 S1110124050013 yehuichao@tfzq.com
朱俊福 S1110124070025 zhujunfu@tfzq.com

电力设备新能源研究团队

孙潇雅 S1110520080009 sunxiaoya@tfzq.com
朱光硕 S1110122120018 zhuguangshuo@tfzq.com
张童童 S1110524060005 zhangtongtong@tfzq.com
王彬宇 S1110523070005 wangbinyu@tfzq.com
高鑫 S1110523080001 gaoxin@tfzq.com

电子元器件研究团队

潘暕 S1110517070005 panjian@tfzq.com
骆奕扬 S1110521050001 luoyiyang@tfzq.com
程如莹 S1110521110002 chengruying@tfzq.com
许俊峰 S1110520110003 xujunfeng@tfzq.com
俞文静 S1110521070003 yuwenjing@tfzq.com
李泓依 S1110524040006 lihongyi@tfzq.com
包恒星 S1110524100001 baohengxing@tfzq.com

纺织和服装研究团队

孙海洋 S1110518070004 sunhaiyang@tfzq.com
张彤 S1110123110018 zhangtong@tfzq.com

非金属材料研究团队

林晓龙 S1110523050002 linxiaolong@tfzq.com

非银行金融研究团队

杜鹏辉 S1110523100001 dupenghui@tfzq.com
李昕恬 S1110124030003 lixintian@tfzq.com
陈嘉言 S1110122080076 chenjiayan@tfzq.com

固定收益研究团队

孙彬彬 S1110516090003 sunbinbin@tfzq.com
李浩时 S1110123070012 lihaoshi@tfzq.com
涂靖靖 S1110524100002 tujingjing@tfzq.com
马戎 S1110123070014 marong@tfzq.com
李飞丹 S1110124070002 lifeidan@tfzq.com
隋修平 S1110523110001 suixiuping@tfzq.com
孟万林 S1110521060003 mengwanlin@tfzq.com
郑艺鹏 S1110124070018 zhengyipeng@tfzq.com
郑惠文 S1110124010019 zhenghuiwen@tfzq.com

海外研究研究团队

孔蓉 S1110521020002 kongrong@tfzq.com
曹睿 S1110523020003 caorui@tfzq.com
杨雨辰 S1110521110001 yuchenyang@tfzq.com
王梦恺 S1110521030002 wangmengkai@tfzq.com
李泽宇 S1110520110002 lizeyu@tfzq.com
樊程安吉 S1110524080001 fanchenganjia@tfzq.com

宏观经济研究团队

宋雪涛 S1110517090003 songxuetao@tfzq.com
孙永乐 S1110523010001 sunyongle@tfzq.com
张伟 S1110522080003 zhangweib@tfzq.com
林彦 S1110522100002 linyan@tfzq.com

环保公用研究团队

郭丽丽 S1110520030001 guolili@tfzq.com
杨嘉政 S1110123070010 yangjiazheng@tfzq.com
裴振华 S1110524050003 peizhenhua@tfzq.com
胡冰清 S1110524070004 hubingqing@tfzq.com
王钰舒 S1110524070006 wangyushu@tfzq.com
赵阳 S1110524070005 zhaoyanga@tfzq.com

基础化工研究团队

唐婕 S1110519070001 tje@tfzq.com
张峰 S1110518080008 zhangfeng@tfzq.com
郭建奇 S1110522110002 guojianqi@tfzq.com
邢颜凝 S1110523070006 xingyanning@tfzq.com
杨滨钰 S1110524070008 yangbinyu@tfzq.com

机械研究团队

朱晔 S1110522080001 zhuye@tfzq.com
赵博源 S1110124040013 zhaoboyuan@tfzq.com

计算机研究团队

缪欣君 S1110517080003 miaoxinjun@tfzq.com
王屿熙 S1110524010001 wangyuxi@tfzq.com
刘鉴 S1110123010013 liujianb@tfzq.com

家电研究团队

孙谦 S1110521050004 sunqiana@tfzq.com
宗艳 S1110522070002 zongyan@tfzq.com
赵嘉宁 S1110524070003 zhaojianing@tfzq.com

建筑工程研究团队

鲍荣富 S1110520120003 baorongfu@tfzq.com
王雯 S1110521120005 wangwena@tfzq.com
王悦宜 S1110123070009 wangyueyi@tfzq.com
王涛 S1110521010001 wangtaoa@tfzq.com
蹇青青 S1110124030018 jianqingqing@tfzq.com
任嘉禹 S1110524070001 renjiayu@tfzq.com

交通运输研究团队

陈金海 S1110521060001 chenjinhai@tfzq.com
李宁 S1110124070010 liningb@tfzq.com

金融工程研究团队

吴先兴 S1110516120001 wuxianxing@tfzq.com
王喆 S1110520060005 wangzhe@tfzq.com
韩乾 S1110522100001 hanqian@tfzq.com
何青青 S1110520080008 heqingqing@tfzq.com
邵婷 S1110122080075 shaoting@tfzq.com
王鹏飞 S1110123050001 wangpengfeib@tfzq.com

金属与金属新材料研究团队

刘奕町 S1110523050001 liuyiting@tfzq.com
胡十尹 S1110124070017 hushiyin@tfzq.com
陈凯丽 S1110524060001 chenkailei@tfzq.com
吴亚宁 S1110124070015 wuyanling@tfzq.com
曾先毅 S1110524060002 zengxianyi@tfzq.com

军工研究团队

王泽宇 S1110523070002 wangzeyu@tfzq.com

领导层研究团队

赵晓光 S1110516100006 zhaoxiaoguang@tfzq.com

能源开采研究团队

张樨樨 S1110517120003 zhangxixi@tfzq.com
姜美丹 S1110524090002 jiangmeidan@tfzq.com
朱韬宇 S1110524080002 zhutaoyu@tfzq.com
黄凯 S1110524090001 huangkai@tfzq.com
厉泽昭 S1110122080076 lizezhao@tfzq.com
纪有容 S1110122080057 jiyourong@tfzq.com

农林牧渔研究团队

陈潇 S1110519070002 chenx@tfzq.com
吴立 S1110517010002 wuli1@tfzq.com
陈炼 S1110121030020 chenlian@tfzq.com
黄建霖 S1110524100003 huangjianlin@tfzq.com
林毓鑫 S1110524080004 linyuxin@tfzq.com

汽车研究团队

邵将 S1110523110005 shaojiang@tfzq.com
谢坤 S1110124010009 xiekun@tfzq.com
郭雨蒙 S1110524080003 guoyumeng@tfzq.com

商贸零售&社会服务业研究团队

耿荣晨 S1110123070048 gengrongchen@tfzq.com
来舒楠 S1110524070009 laishunan@tfzq.com
何富丽 S1110521120003 hefuli@tfzq.com

生物医药研究团队

杨松 S1110521020001 yangsong@tfzq.com
张雪 S1110521020004 zhangxue@tfzq.com
李慧瑶 S1110522080004 lihuiyao@tfzq.com
曹文清 S1110523120003 caowenqing@tfzq.com
张中华 S1110123040044 zhangzhonghua@tfzq.com

食品饮料研究团队

张潇倩 S1110524060003 zhangxiaolian@tfzq.com
唐家全 S1110523110003 tangjiaquan@tfzq.com
李本媛 S1110524040004 libenyuan@tfzq.com
胡世炜 S1110123070015 hushiwei@tfzq.com
何宇航 S1110523090002 heyuhang@tfzq.com
谢文旭 S1110524040001 xiewenxu@tfzq.com
马咏怡 S1110124070008 mayongyi@tfzq.com

数据研究院研究团队

黄海利 S1110522090003 huanghai@tfzq.com
尧淦 S1110122090001 yaogan@tfzq.com
曹雯瑛 S1110523070001 caowenying@tfzq.com

通信研究团队

唐海清 S1110517030002 tanghaiqing@tfzq.com
林屹皓 S1110520040001 linhonghao@tfzq.com
王奕红 S1110517090004 wangyihong@tfzq.com
余芳沁 S1110521080006 yufangqin@tfzq.com
陈汇丰 S1110522070001 chenhuifeng@tfzq.com
袁昊 S1110524050002 yuanhao@tfzq.com
康志毅 S1110522120002 kangzhivi@tfzq.com

新材料研究院研究团队

刘奕町 S1110523050001 liuyiting@tfzq.com
朱晓辰 S1110522120001 zhuxiaochen@tfzq.com
熊可为 S1110523120001 xiongkewei@tfzq.com

银行研究团队

刘杰 S1110523110002 liujiea@tfzq.com

中小市值研究团队

卢雨婷 S1110116100075 luyuting@tfzq.com
戴飞 S1110520060004 daifei@tfzq.com
周新宇 S1110524070007 zhouxinyu@tfzq.com

资产配置研究团队

惠政宝 S1110521070004 huizhengbao@tfzq.com

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com