

万联晨会

2026年03月13日 星期五

概览

核心观点

【市场回顾】

周四 A 股三大指数集体收跌，截止收盘，沪指收跌 0.1%，深成指收跌 0.63%，创业板指收跌 0.96%。沪深两市成交额 24416.71 亿元。申万行业方面，煤炭、公用事业、农林牧渔领涨，国防军工、机械设备、通信领跌；概念板块方面，煤炭概念、煤化工概念、草甘膦涨幅居前，国产航母、太赫兹、航空发动机跌幅居前。港股方面，恒生指数收跌 0.7%，恒生科技指数收跌 0.54%；海外方面，美国三大指数集体收跌，道指收跌 1.56%，标普 500 收跌 1.52%，纳指收跌 1.78%。

【重要新闻】

【十四届全国人大四次会议闭幕，大会表决通过多项决议和法律】十四届全国人大四次会议在圆满完成各项议程后，3月12日下午在北京人民大会堂闭幕。大会批准政府工作报告、“十五五”规划纲要、2026年国民经济和社会发展规划、2026年中央预算等，通过生态环境法典、民族团结进步促进法、国家发展规划法。

【美国将对 16 个贸易伙伴启动新一轮贸易调查】美国将对包括中国在内的 16 个主要贸易伙伴的“过剩工业产能”启动两项新的贸易调查。根据美国贸易代表办公室官员的说法，这可能导致新的关税。

研报精选

产能爬坡致利润承压，现金分红比例较高

2025Q4 业绩表现亮眼，渠道端积极布局主题店

国内市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	4,129.10	-0.10%
深证成指	14,374.87	-0.63%
沪深 300	4,687.56	-0.36%
科创 50	1,383.65	-1.24%
创业板指	3,317.52	-0.96%
上证 50	2,971.56	-0.46%
上证 180	10,244.21	-0.30%
上证基金	7,088.13	-0.45%
国债指数	225.75	0.00%

国际市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	46,677.85	-1.56%
S&P500	6,672.62	-1.52%
纳斯达克	22,311.98	-1.78%
日经 225	54,452.96	-1.04%
恒生指数	25,716.76	-0.70%
美元指数	99.75	0.49%

主持人：陈雯

Email: chenwen@wlzq.com.cn

核心观点

【市场回顾】

周四 A 股三大指数集体收跌，截止收盘，沪指收跌 0.1%，深成指收跌 0.63%，创业板指收跌 0.96%。沪深两市成交额 24416.71 亿元。申万行业方面，煤炭、公用事业、农林牧渔领涨，国防军工、机械设备、通信领跌；概念板块方面，煤炭概念、煤化工概念、草甘膦涨幅居前，国产航母、太赫兹、航空发动机跌幅居前。港股方面，恒生指数收跌 0.7%，恒生科技指数收跌 0.54%；海外方面，美国三大指数集体收跌，道指收跌 1.56%，标普 500 收跌 1.52%，纳指收跌 1.78%。

【重要新闻】

【十四届全国人大四次会议闭幕，大会表决通过多项决议和法律】十四届全国人大四次会议在圆满完成各项议程后，3月12日下午在北京人民大会堂闭幕。大会批准政府工作报告、“十五五”规划纲要、2026年国民经济和社会发展规划、2026年中央预算等，通过生态环境法典、民族团结进步促进法、国家发展规划法。

【美国将对 16 个贸易伙伴启动新一轮贸易调查】美国将对包括中国在内的 16 个主要贸易伙伴的“过剩工业产能”启动两项新的贸易调查。根据美国贸易代表办公室官员的说法，这可能导致新的关税。

分析师 陈雯 执业证书编号 S0270519060001

研报精选

产能爬坡致利润承压，现金分红比例较高 ——华利集团（300979）点评报告

投资要点：

收入稳健增长，利润短期承压。公司发布 2025 年业绩快报。2025 年公司实现营业收入 249.80 亿元（同比+4.06%），虽部分老客户订单有所下滑，但受益于新客户订单大幅增长，全年收入保持平稳增长；拆分量价来看，2025 年销售运动鞋 2.27 亿双，同比+1.59%，平均单价同比有所提升。2025 年实现归母净利润 32.07 亿元（同比-16.50%），扣非归母净利润 32.57 亿元（同比-13.87%），利润端下滑推测主因新工厂处于产能爬坡阶段以及产能调配安排，短期毛利率承压。其中，Q4 实现营业收入 63.01 亿元（同比-3.00%），归母净利润 7.71 亿元（同比-22.66%）。

产能按节奏扩张，部分印尼工厂已实现盈利。公司的生产基地大部分在越南，此外在印尼、中国等地均有布局。在 2024 年新投产的 4 家运动鞋量产工厂中，已经有 3 家工厂在 2025Q3 实现盈利（公司内部核算口径），其中包括公司在印尼开设的第一家工厂印尼世川。未来 3-5 年，公司主要将在印尼新建工厂并尽快投产。

盈利预测与投资建议：公司近年积极推进与新客户的合作，尽管 2025 年老客户订单下滑、但新客户订单量同比大幅增长，我们判断随着下游市场的恢复，老客户订单量有望趋于稳定，新客户订单量增长与新产能投产将带动收入平稳增长。当前新工厂处于产能爬坡期，导致利润端承压，但截至 25Q3 已有 1 家印尼工厂实现盈利，预计未来随着新工厂运营成熟，盈利水平有望修复。此外，公司现金流充沛、分红比例高，按照 2025 年利润分配预案提议及业绩快报数据计算，2025 年分红比例高达 76%，全年每 10 股共计派发现金红利 21 元（含税、含中期分红），对应 2026 年 3 月 11 日收盘价的股息率为 4.37%。根据最新经营数据调整盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 32.07/35.15/39.15

亿元（调整前为 35.13/41.69/48.90 亿元），对应 2026 年 3 月 11 日收盘价的 PE 分别为 17/16/14 倍，维持“增持”评级。

风险因素：宏观经济下行风险、原材料价格大幅波动风险、行业竞争加剧风险。

分析师 李滢 执业证书编号 S0270522030002

2025Q4 业绩表现亮眼，渠道端积极布局主题店

——老凤祥（600612）点评报告

投资要点：

全年业绩承压，25Q4 利润大幅增长。公司发布 2025 年业绩快报。2025 年公司实现营收 528.23 亿元（同比-6.99%），归母净利润 17.55 亿元（同比-9.99%），扣非归母净利润 15.88 亿元（同比-11.92%），业绩承压推测是由于金价高位抑制部分黄金珠宝首饰需求，导致销量有所下滑。其中，Q4 实现营收 42.11 亿元（同比+14.50%），归母净利润 1.74 亿元（同比+82.49%），收入与利润端均取得快速增长，推测是由于金价上行推动终端产品提价，以及原材料成本相对低位增厚毛利。

渠道端调整开店，着重布局主题店。2025 年，公司积极推动市场拓展，通过成立区域子公司、开设区域直营店等方式稳定市场存量并拓展增量。截至 2025 年末，公司共计拥有营销网点达到 5355 家（含境外直营店 17 家），较 2024 年末的 5838 家净减少 483 家。其中直营店 213 家，净增加 16 家；加盟店 5142 家，净减少 499 家，关闭低店效门店，推动整体门店提质增效。此外，公司在优化传统门店的同时，着重布局“藏宝金”、“凤祥囍事”主题店，以适应新的消费场景。截至 2025 年三季度末，公司“藏宝金”主题店达到 133 家、“凤祥囍事”主题店 40 家。

盈利预测与投资建议：受黄金价格高位上行、黄金税收新政落地等因素影响，黄金珠宝首饰销量表现较为疲软。公司作为黄金珠宝行业龙头，渠道端持续优化传统门店，着重布局主题店，未来整体店效有望提升；随着产品工艺的不断升级，毛利率仍有一定的上行空间。我们判断，全球宏观经济的不确定仍然存在，叠加地缘摩擦、新兴经济体央行购金等将会进一步推高金价，金价高位对黄金珠宝终端需求的影响仍有可能持续，根据最新经营数据，预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 3.35/3.70/3.96 元/股，对应 2026 年 3 月 11 日收盘价的 PE 分别为 13/12/11 倍，下调为“增持”评级。

风险因素：宏观经济下行风险、原材料价格大幅波动风险、行业竞争加剧风险。

分析师 李滢 执业证书编号 S0270522030002

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告由万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本晨会纪要仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本晨会纪要是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本晨会纪要所载资料、意见及推测不一致的研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本晨会纪要中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本晨会纪要所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本晨会纪要中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本晨会纪要中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本晨会纪要主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为万联证券股份有限公司研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经我方许可而引用、刊发或转载本报告的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心

广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场