

晨会纪要

数据日期: 2025-03-24	上证综指	深证成指	沪深300指数	中小板综指	创业板综指	科创50
收盘指数(点)	3370.02	10695.48	3934.84	11707.06	2949.64	1045.94
涨跌幅度(%)	0.15	0.07	0.51	-0.56	-0.92	0.29
成交额(亿元)	5867.45	8639.93	2660.51	2995.29	4002.25	1016.78

晨会主题

【常规内容】

宏观与策略

固定收益快评: 可交换私募债跟踪 - 私募 EB 每周跟踪 (20250317-20250321)

固定收益周报: 公募 REITs 周报(第10期) - 全板块收红, 能源板块领涨

固定收益周报: 超长债周报——公开市场开启千亿净投放, 超长债超跌反弹

行业与公司

社会服务行业双周报(第103期): 业绩密集发布期关注绩优个股, 华住集团 2025 年指引释放积极信号

公用环保行业周报: 公用环保 202503 第4期-1-2月全社会用电量 1.56 万亿 kWh(+1.3%), 关注绿证价值重估

传媒互联网周报: 关注 AI 游戏进展, 中长期持续看好 AI 应用及 IP 谷子
海外市场专题: 美元债双周报(25 年第12周) - 美国滞胀风险增加, 美联储放缓缩表

家电行业周报(25 年第12周): 1-2月家电社零/出口增长约 10%, 4月空调排产量增长超 10%

汽车行业 2025 年 3 月投资策略: 智驾平权加速, 理想汽车发布下一代自动驾驶架构 MindVLA

农业行业周报: 农产品研究跟踪系列报告(153) - 生猪价格环比企稳, 白糖价格环比修复

电子行业月报: 能源电子月报: 汽车功率持续升高, 碳化硅渗透率稳步提升

电子行业周报: 存储现货市场逐步复苏, 端侧 AIoT 硬件会议密集开展
名创优品(09896.HK) 财报点评: 2024 全年营收增长 22.8%, 海外业务盈利能力持续改善

福瑞达(600223.SH) 财报点评: 2024 年剔除地产影响归母净利润增长 6%, 毛利率持续优化

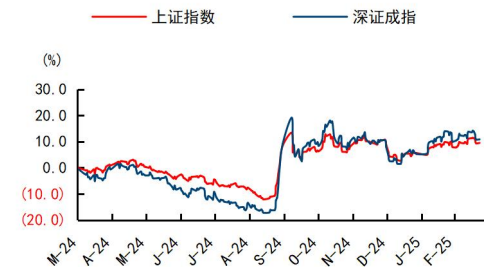
百亚股份(003006.SZ) 财报点评: 百亚股份(003006.SZ) - 2024 全年收入表现依旧强劲, 舆情事件影响短期盈利水平

银轮股份(002126.SZ) 深度报告: 银轮股份(002126.SZ) - 热管理先行者, 数字能源、机器人新领域加速拓展

亿航智能(EH.0) 海外公司财报点评: 亿航智能(EH.0) - 单四季度收入同比增长 190%, 商业化落地运营可期

腾讯控股(00700.HK) 海外公司深度报告: 腾讯控股(00700.HK) - 深度三:

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

主要市场指数 03月25日

	收盘指数	涨跌幅%
道琼斯	33597.92	0
纳斯达克	10961.46	-0.48
S&P500	3801.78	-0.44
法国 CAC40	6000.24	-0.72
德国 DAX	14261.19	-0.57
日经 225	27574.43	-0.4
恒生	23905.56	0.91

基金指数 03月25日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3224.55	-0.03
股票基金指数	10160.99	-1.64
混合基金指数	9460.63	-1.69

汇率 03月25日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.08	-0.13
美元兑人民币	7.22	-0.13
美元兑港币	7.77	0.01
美元兑日元	150.69	0.91

非流通股解禁 03月25日

名称	解禁数量(万股)	流通股增加%	解禁日期
匠心家居	6000.00	100.00	2025-03-13
长安汽车	2590.64	45.92	2025-03-05
山水比德	2525.00	100.00	2025-02-13
霍普股份	2880.00	100.00	2025-01-28
浙版传媒	180000.02	100.00	2025-01-23
洪兴股份	6497.49	100.00	2025-01-22
云南旅游	6857.37	100.00	2025-01-16
广百股份	18692.79	100.00	2025-01-06

AI 时代生态价值凸显，AI Agent 打开想象空间

贝壳-W (02423. HK) 海外公司财报点评: 2024 年营收稳步增长，盈利水平略下滑

中远海控 (601919. SH) 财报点评: 红海危机助力公司业绩高增，积极回报股东增强价值属性

牧原股份 (002714. SZ) 财报点评: 养殖成本稳步下降，现金分红比例明显提升

光弘科技 (300735. SZ) 公司快评: 收购 AC 公司完善汽车电子布局，全球化版图进一步拓展

世华科技 (688093. SH) 财报点评: 24 年营收同比增长 55%，光电材料进入高速成长期

金融工程

金融工程专题报告: 海外资管机构月报-今年以来美国大盘价值风格占优，相应基金收益中位数近 5%

金融工程日报: A 股 V 型反弹，旅游板块全天强势、TMT 行业探底回升

【常规内容】

宏观与策略

◆ 固定收益快评:可交换私募债跟踪-私募 EB 每周跟踪 (20250317-20250321)

我们定期梳理从公开渠道可获得的最新的可交换私募债(私募 EB)项目情况,对私募可交换债项目做基本要素跟踪,私募发行条款发行过程可能有更改,请以最终募集说明书为准,发行进度请与相关主承销商咨询。

本周无新增项目信息;(部分项目因合规原因未予列示)

• 风险提示

项目获批进度不及预期,经济增速下滑。

证券分析师: 王艺熹(S0980522100006)、赵婧(S0980513080004)、董德志(S0980513100001)

联系人: 吴越

◆ 固定收益周报:公募 REITs 周报(第 10 期)-全板块收红,能源板块领涨

主要结论:本周中证 REITs 指数周涨幅为+1.1%,各类主要指数表现为:中证 REITs>中证全债>中证转债>沪深 300。中证 REITs 全周日均换手率较前一周略有下降,保障房类 REITs 交易活跃度最高。公募 REITs 市场全板块收涨,其中能源、仓储物流、保障房类 REITs 涨幅领先。

中证 REITs 指数周涨幅为+1.1%。中证 REITs(收盘)指数收盘价为 859.7 点,整周(2025/3/17-2025/3/21)涨幅为+1.1%,表现强于中证全债指数(0.0%)、中证转债指数(-1.4%)、和沪深 300 指数(-2.3%)。近一年中证 REITs 指数回报率为 8.4%,波动率为 7.2%;回报率略接近沪深 300 指数,大于中证全债指数;波动率远低于沪深 300 指数,高于中证全债指数,与中证转债接近。截至 2025 年 3 月 21 日,REITs 总市值为 1819 亿元,较上周增加 19 亿元;全周日均换手率为 0.76%,较前一周减少 0.03 个百分点。

能源、仓储物流、保障房类 REITs 涨幅领先。截至 2025 年 3 月 21 日,从不同项目属性 REITs 来看,产权类 REITs 平均周涨跌幅为+1.25%,特许经营权类 REITs 平均周涨跌幅为+1.37%。从不同项目类型 REITs 来看,所有类型 REITs 全部上涨。其中平均涨幅最大的三个项目类型分别为能源基础设施类(2.33%)、仓储物流类(1.91%)和保障性租赁住房类(1.79%);涨幅排名前三的三只 REITs 分别为华泰南京建邺 REIT(+5.22%)、招商基金蛇口租赁住房 REIT(+4.97%)、中信建投明阳智能新能源 REIT(+4.49%)。

保障性租赁住房类 REITs 交易活跃度最高。从不同项目类型来看,保障性租赁住房类 REITs 本周交易最活跃,交通基础类 REITs 成交额占比最高。前者区间日均换手率为 1.1%,成交额占 REITs 总成交额 11.2%。后者区间日均换手率为 0.7%,成交额占 REITs 总成交额 23.8%。从上周不同 REITs 产品资金流向来看,主力净流入额前三名分别为华夏华润商业 REIT(3150 万元)、中航京能光伏 REIT(541 万元)、红土创新盐田港 REIT(362 万元)。

汇添富上海地产租赁 REIT 公众投资者认购倍数刷新保障房 REITs 纪录。3 月 19 日,汇添富上海地产租赁住房 REIT 认购申请确认比例公告显示,公众投资者有效认购基金份额数量为 222.34 亿份,约为公众发售初始基金份额数量的 494 倍。公告显示,汇添富上海地产租赁住房 REIT 于 3 月 17 日起正式开售,由于公众投资者累计有效认购规模超过初始募集规模上限,发行仅一天便提前结束公众募集。该产品以上海地产房屋租赁有限公司持有的虹桥璟智项目和江月路项目作为底层资产,均为上海地产集团旗下优质租赁住房标杆项目,底层资产的稀缺性优势较为突出,投资者的认可度较高。

风险提示:公开资料数据滞后,二级市场价格波动风险,基础设施项目运营风险,税收等政策调整风险,流动性风险等。

证券分析师: 戴丹苗(S0980520040003)、赵婧(S0980513080004)、董德志(S0980513100001)

◆ 固定收益周报:超长债周报——公开市场开启千亿净投放, 超长债超跌反弹

超长债复盘: 上周 1-2 月经济数据出台, 我国经济增长仍稳中有进, 然后进入税期资金面总体均衡, 央行公开市场开启千亿净投放, 债市先抑后扬, 小 V 型走势, 曲线继续增陡, 超长债小跌。成交方面, 上周超长债交投活跃度小幅下降, 交投比较活跃。利差方面, 上周超长债期限利差走阔, 品种利差涨跌互现。

超长债投资展望:

30 年国债: 截至 3 月 21 日, 30 年国债和 10 年国债利差为 22BP, 处于历史偏低水平。从 1-2 月的经济数据来看, 开年经济不错。我们估算的月度 GDP 为 5.1%, 高于 2025 年全年 5% 的经济目标。通胀方面, 通缩风险依然明显。综合基本面数据, 我们认为经济依然处于底部区域, 央行货币政策收紧的概率较低。考虑当前市场对经济基本面的走势仍存在分歧, 我们认为短期债市低位震荡概率更大, 10 年期国债预计在 1.7%-1.9% 区间波动。当前 30 年国债期限利差极低, 期限利差保护度有限。

20 年国开债: 截至 3 月 21 日, 20 年国开债和 20 年国债利差为 1BP, 处于历史极低位置。从 1-2 月的经济数据来看, 开年经济不错。我们估算的月度 GDP 为 5.1%, 高于 2025 年全年 5% 的经济目标。通胀方面, 通缩风险依然明显。综合基本面数据, 我们认为经济依然处于底部区域, 央行货币政策收紧的概率较低。考虑当前市场对经济基本面的走势仍存在分歧, 我们认为短期债市低位震荡概率更大, 10 年期国债预计在 1.7%-1.9% 区间波动。当前 20 年国开债品种利差极低, 品种利差保护度有限。

一级发行: 上周超长债发行量大幅上升。和上上周相比, 超长债总发行量大幅上升。

成交量: 上周超长债交投比较活跃。和上上周相比, 上周超长债交投活跃度小幅下降。

收益率: 上周 1-2 月经济数据出台, 我国经济增长仍稳中有进, 然后进入税期资金面总体均衡, 央行公开市场开启千亿净投放, 债市先抑后扬, 小 V 型走势, 曲线继续增陡, 超长债小跌。

利差分析: 上周超长债期限利差走阔, 绝对水平偏低。上周超长债品种利差涨跌互现, 绝对水平偏低。

风险提示: 海外市场动荡, 全球不确定性上升。

证券分析师: 赵婧 (S0980513080004)、董德志 (S0980513100001)、季家辉 (S0980522010002)

行业与公司

◆ 社会服务行业双周报 (第 103 期): 业绩密集发布期关注绩优个股, 华住集团 2025 年指引释放积极信号

周观点: 华住集团 2025 年指引叠加行业高频数据释放积极信号, 需求改善信心有望强化。华住集团预计公司 2025 年国内 RevPAR 同比稳定或回升, 全年计划新开 2300 家酒店 (净增 1700 家), 相较此前 2024 年全年 2200 家净开的计划更为积极。RevPAR 层面, 公司观察到商务市场触底回升信号显现叠加休闲旅游需求, 预计全年 RevPAR 有望企稳。而酒店之家数据进一步显示, 2025 年 3 月第二周 RevPAR 同比+0.9% 转正, 高档及豪华酒店分别增长 6.0% 和 2.0%, 一定程度上强化需求改善信号。此前 2024Q4 酒店板块除亚朵外, 总体股价表现较为疲软, 主因商旅需求与宏观经济强关联的顺周期属性, 但伴随消费刺激政策加码, 需求改善信心若能逐步强化, 预计行业总体估值水平有望在低预期上逐步修复。

板块复盘: 消费者服务板块报告期内上涨 0.56%, 跑赢大盘 1.30pct。国信社服板块涨幅居前的股票为中国东方教育、BOSS 直聘、峨眉山 A、凯撒旅业、长白山、丽江股份、西安旅游、曲江文旅、张家界、大连圣亚等。

行业新闻: 国务院发布《提振消费专项行动计划》推出八大举措, 涵盖就业增收、育儿补贴、托育文旅消费升级、落实休假制度等; 2025 年 1-2 月社零总额趋势向好, 餐饮收入增速 4.3% 边际改善显著; 金融监管总局发布《关于发展消费金融助力提振消费的通知》, 个人消费贷款额度上限提至 50 万元、最高期限延至 7 年; 华住集团推出 M3 记忆枕, 依托酒店场景研发三层枕芯设计; 携程集团以 67% 持股控股大乐之野民宿品牌, 强化布局实体运营; 粉笔科技跨界大健康领域; 成都明确支持优质义务教育民办学校学位“只增不减”; 高途联合吴彦祖推出 AI 口语课程, 上线 5 天销售额破 500 万元。

风险提示：消费力修复不及预期；行业竞争恶化；门店扩张增速放缓等。

投资建议：维持“优于大市”评级。伴随国家不断出台扩大内需的利好政策，社服板块估值有望迎来大幅修复。目前经济环境和市场风格下建议配置科锐国际、海底捞、同程旅行、华住集团-S、首旅酒店、美团-W、携程集团-S、同庆楼、天立国际控股、学大教育、峨眉山 A 等。中线优选中国中免、美团-W、华住集团-S、学大教育、携程集团-S、海底捞、天立国际控股、同程旅行、北京人力、BOSS 直聘、科锐国际、锦江酒店、同庆楼、行动教育、宋城演艺、百胜中国、九毛九、粉笔、海南机场、米奥会展、传智教育、君亭酒店、峨眉山 A、天目湖、三特索道、黄山旅游、广州酒家、首旅酒店、中青旅、奈雪的茶、东方甄选等。

证券分析师： 曾光（S0980511040003）、张鲁（S0980521120002）、杨玉莹（S0980524070006）

◆ 公用环保行业周报：公用环保 202503 第 4 期-1-2 月全社会用电量 1.56 万亿 kWh(+1.3%)，关注绿证价值重估

市场回顾：本周沪深 300 指数下跌 2.29%，公用事业指数上涨 0.77%，环保指数上涨 1.16%，周相对收益率分别为 3.06%和 3.45%。申万 31 个一级行业分类板块中，公用事业及环保涨幅处于第 5 和第 4 名。电力板块子板块中，火电上涨 1.10%；水电上涨 0.84%，新能源发电下跌 0.13%；水务板块上涨 0.43%；燃气板块上涨 1.04%。

重要事件：1-2 月，全社会用电量累计 15564 亿 kWh(+1.3%)，其中规模以上工业发电量为 14921 亿 kWh。从分产业用电看，第一产业用电量 208 亿 kWh(+8.2%)；第二产业用电量 9636 亿 kWh(+0.9%)；第三产业用电量 2980 亿 kWh(+3.6%)；城乡居民生活用电量 2740 亿 kWh(+0.1%)。

专题研究：五部门联合《关于促进可再生能源绿色电力证书市场高质量发展的意见》，提出 2027 年、2030 年绿证市场建设目标基础上，从稳定绿证市场供给，激发绿证消费需求，完善绿证交易机制，拓展绿证应用场景，推动绿证应用走出去等方面提出十七条可操作可落地的具体措施。其中，激发绿证消费需求方面，《意见》要求明确强制消费需求，加快提升钢铁、有色、建材、石化、化工等行业企业和数据中心，以及其他重点用能单位和行业的绿色电力消费比例，到 2030 年原则上不低于全国可再生能源电力总量消纳责任权重平均水平；国家枢纽节点新建数据中心绿色电力消费比例在 80%基础上进一步提升。在有条件的地区分类分档打造一批高比例消费绿色电力的绿电工厂、绿电园区等，鼓励其实现 100%绿色电力消费。将绿色电力消费信息纳入上市企业环境、社会和公司治理（ESG）报告体系。2024 年，我国交易绿证 4.46 亿个，而传统高耗能、数据中心等行业对绿证需求将超 12 亿个，绿证交易量增长空间大。受供需不协同影响，绿证价格不断走低，市场上绿色电力的环境价值被严重低估，3 月 23 日绿证挂牌交易成交价仅 1.53 元，远低于绿电环境价值，绿证价值有待重估。

投资策略：公用事业：1. 煤价电价同步下行，火电盈利有望维持合理水平，推荐全国大型火电企业华电国际以及区域电价较为坚挺的上海电力；2. 国家持续出台政策支持新能源发展，新能源发电盈利有望逐步趋于稳健，推荐全国性新能源发电龙头企业龙源电力、三峡能源，区域优质海上风电企业广西能源、福能股份、中闽能源，以及开展新能源与智算中心一体化深化算电协同标的金开新能；3. 装机和发电量增长对冲电价下行压力，预计核电公司盈利仍将维持稳定，推荐核电运营标的中国核电、中国广核；国家电投整合核电资产，打造 A 股第三家核电运营商，推荐重组标的电投产融；4. 全球降息背景下高分红的水电股防御属性凸显，推荐业绩稳健性和成长性兼具的水电龙头长江电力；5. 燃气推荐具有区位优势，量价张力较强的城市燃气龙头华润燃气，以及具有海气贸易能力，特气业务锚定商业航天的九丰能源；环保：水务&垃圾焚烧行业进入成熟期，自由现金流改善明显，再叠加无风险收益率的持续走低，投资者的预期回报率和风险偏好均有所下降，建议关注环保板块中的“类公用事业投资机会”，推荐光大环境，中山公用；中国科学仪器市场份额超过 90 亿美元，国产替代空间广阔，推荐聚光科技；欧盟 SAF 强制掺混政策生效在即，对原材料需求增加，国内废弃油脂资源化行业有望充分受益，推荐山高环能。

风险提示：环保政策不及预期；用电量增速下滑；电价下调；竞争加剧

证券分析师： 黄秀杰（S0980521060002）、郑汉林（S0980522090003）、刘汉轩（S0980524120001）

联系人： 崔佳诚

◆ 传媒互联网周报：关注 AI 游戏进展，中长期持续看好 AI 应用及 IP 谷子

传媒板块本周表现：行业下跌 4.64%，跑输沪深 300，跑输创业板指。本周（3.15-3.22）传媒行业下跌 4.64%，跑输沪深 300（-2.29%），跑输创业板指（-3.34%）。其中涨幅靠前的分别为 ST 惠程、大晟文化、浙文互联、荣信文化等，跌幅靠前的分别为 ST 中青宝、湖北广电、ST 华闻、金逸影视等。横向比较来看，本周传媒板块在所有板块中涨跌幅排名第 28 位。

重点关注：米哈游创始人蔡浩宇旗下首个 AI 游戏内测。1) 英伟达 GTC 大会上，最强芯片 Blackwell Ultra 发布，迎接人形机器人时代；2) Roblox 推出 AI 驱动 3D 模型工具 Cube，游戏开发者在设计游戏资产、场景布局时可以借助 AI，游戏创作迈入新纪元；3) 字节跳动推出一款名为 InfiniteYou (InfU) 的图像生成神器，可以根据文字描述，生成带有用户个人身份特征的高质量图像。4) 米哈游创始人蔡浩宇首个 AI 游戏开启内测。

本周重要数据跟踪：《哪吒之魔童闹海》带动观影需求释放。1) 本周（3 月 17 日-3 月 23 日）电影票房 2.36 亿元。票房前三名分别为《哪吒之魔童闹海》（1.13 亿元，票房占比 48.1%）、《唐探 1900》（0.22 亿元，票房占比 9.1%）、《疾速追杀 4》（0.12 亿元，票房占比 4.9%）；2) 综艺节目方面，《乘风 2025》、《种地吧第三季》、《妻子的浪漫旅行 2025》、《奔跑吧茶马古道篇》和《盒子里的猫第二季》排名居前；3) 游戏方面，2025 年 2 月中国手游收入前三名分别为点点互动《Whiteout Survival》、腾讯《PUBG Mobile》和动视暴雪《使命召唤手游》。

投资建议：持续看好 AI 应用以及高景气的 IP 谷子，关注游戏、影视、广告板块机会。1) 英伟达 GTC 大会发布最强芯片 Blackwell Ultra 迎接人形机器人时代、Roblox 推出 AI 驱动 3D 模型工具 Cube、字节跳动推出图片生成框架 InfiniteYou、米哈游创始人蔡浩宇首个 AI 游戏开启内测，持续看好 AI 应用端机会（具体标的见正文投资建议部分）。国漫崛起，IP 谷子产业景气度持续向上，中办/国办《提振消费专项行动》强调支持原创 IP 品牌及动漫游戏等衍生品消费，看好 IP、运营、渠道等环节，核心推荐泡泡玛特，关注产业链其他个股机会（广博股份、姚记科技等）。同时关注 VR/AR、数据要素、文化出海等泛科技主题方向主题；2) 《哪吒 2》带领之下国内影视板块持续复苏，推荐渠道（万达电影等）以及内容（光线传媒、华策影视等）；游戏板块景气度底部持续改善，推荐恺英网络、巨人网络、吉比特等标的；顺周期关注经济底部向上带来的媒体端广告投放增长（分众传媒、芒果超媒等）；同时从高分红、低估值以及 AI 教育角度关注出版板块。

风险提示：监管政策风险；业绩风险；商誉及资产减值风险等。

证券分析师： 张衡（S0980517060002）、陈瑶蓉（S0980523100001）

◆ 海外市场专题：美元债双周报（25 年第 12 周）-美国滞涨风险增加，美联储放缓缩表

美联储维持利率不变，4 月起放缓缩表。在上周的美联储利率会议上，决策者决定维持现有利率不变，符合市场预期，同时决定放缓缩表步伐，4 月起将国债赎回上限从 250 亿美元降至 50 亿美元，MBS 赎回上限保持在 350 亿美元，这一举措旨在缓解流动性压力，预示着政策可能更加宽松。经济方面，美联储认为尽管经济活动持续扩张、失业率低且劳动力市场稳健，与前次会议描述一致，但此次会议声明新增“经济前景不确定性增加”，去除了关于就业和通胀目标风险均衡的说法。这表明美联储对未来经济持更谨慎态度，并暗示未来政策需做出权衡。

点阵图方面，美联储维持今年降息两次总计 50 个基点的预期。通胀方面，2025 年的 PCE 预测从 2.5%上调到 2.7%，但联储没有明确把原因归咎于关税，只是提到短期商品通胀有上行压力。经济增长预期也有所下调，2025 年 GDP 从 2.1%降到 1.7%，滞涨风险有所提升。整体来看，这次会议呈现鸽派倾向，面对滞胀压力，美联储未明确强调控制通胀，而是更关注平衡增长与通胀，短期内有利于提升市场风险偏好。

经济数据分化，零售走弱但成屋销售表现强劲。美国 2 月零售销售环比仅增 0.2%（预期 0.6%），且 1 月数据下修至 -1.2%，显示消费疲软。汽车销售暴跌 4.3%、汽油和服装类下滑，但“控制组”零售（剔除波动项）增长 1%，显示核心消费仍有韧性。与此同时，2 月成屋销售环比上升 4.2%至 426 万户（预期

395 万户），但同比仍下跌 5.3%，房价中位数同比涨 3.8%至 39.84 万美元新高，库存增至 124 万户（同比+17%）。零售数据疲软进一步强化了市场对经济放缓担忧和对美联储的宽松预期。

美债利率全线下行。近两周在经济数据分化和美联储鸽派信号的影响下，美债利率先升后降，录得小幅下行，短端利率在降息预期升温的影响下继续回落，3-5 年中等久期下行幅度更大，长端利率在 4.2%-4.3% 小幅盘整，1 年/2 年/3 年/5 年/10 年/20 年/30 年期美债近两周分别变动-1/-5/-9/-9/-7/-6/-3bp，10Y 和 2Y 分别录得 4.25%和 3.94%，10Y-2Y 利差收窄至 31bp。

投资建议：维持中短久期优先+长债波段交易的哑铃型配置策略。短期来看美国经济呈现增速放缓但通胀预期抬升迹象，滞胀风险有所增加，建议优先持有中短债（5 年久期左右），既能锁定高票息，又可平衡利率波动风险。若降息于年中落地，5 年期债券的资本利得潜力优于短久期品种，同时避免长债因财政赤字和通胀韧性带来的价格下行压力，若经济陷入短期衰退，则增配长债对冲衰退风险同时博弈曲线陡峭，若再通胀则减仓长债转向浮息债或 TIPS。长债利率在短期内预计维持 4.1%-4.4%区间震荡，未来如果特朗普能推动财政赤字削减，结合美联储同步放缓量化紧缩步伐，利率可能破位下行。

重要事件与数据方面，未来两周建议重点关注 2 月 PCE 数据、3 月非农就业数据以及 4 月初特朗普关税政策落地进度。

风险提示：美国经济和货币、财政、贸易政策的不确定性。

证券分析师：王学恒（S0980514030002）、徐祯霆（S0980522060001）

◆ 家电行业周报（25 年第 12 周）：1-2 月家电社零/出口增长约 10%，4 月空调排产量增长超 10%

本周研究跟踪与投资思考：1-2 月家电内外销均呈现出积极走势，家电社零同比增长 11%，家电出口额同比增长 8%。4 月空调内外销排产量增长超 10%。

1-2 月家电社零增长 11%，延续景气表现。据统计局数据，1-2 月我国社会消费品零售总额同比增长 4.0%，增速好于 2024 年全年 3.7%的增长；家电和音像器材类限额以上零售额同比增长 10.9%，在国补政策的带动下，家电零售增长持续好于零售大盘。分品类看，1-2 月白电增长良好，尤其是在国补受益较大的线下渠道；厨电线上线下需求明显回暖，厨房小家电线上零售表现有所改善；扫地机及洗地机延续较快增长。

1-2 月家电出口增长 8%，空调、冰箱延续高景气。据海关总署发布的数据，1 月/2 月我国家电出口额（人民币口径，下同）同比分别增长 12.3%/1.2%，1-2 月累计增长 7.6%。2 月出口增速放缓预计主要受到 1 月提前出口及春节错期导致的基数差别影响，累计增速在高基数下依然有不错的表现。分品类看，空调、冰箱等品类延续较快增长趋势，1-2 月空调出口额同比增长 20.1%，冰箱出口额同比增长 11.3%；其他品类增长相对稳健，1-2 月洗衣机出口额增长 2.4%，电视机出口额增长 2.2%，吸尘器出口额增长 4.7%。我国家电企业不断发力海外市场，在全球领先的产品力及成本竞争力下，成效逐步体现，在全球各区域的市占率稳步提升，带动我国出口保持较快增长。

空调开年以来走势良好，4 月内外销排产表现积极。1-2 月我国空调销量增长 21%，4 月排产量增长 12%，空调 2025 年以来内外销走势均较为积极。产业在线数据显示，1-2 月我国空调总销量 3452.4 万台，同比增长 20.6%。其中内销 1457.3 万台，同比增长 8.8%；出口 1995.1 万台，同比增长 30.9%。1-2 月空调内销延续良好增长，外销保持高景气。4 月排产表现也较为积极。奥维云网数据显示，4 月空调排产量达 2429 万台，同比增长 11.8%，内销排产规模 1331 万台，同比增长 11.1%；出口排产规模 1098 万台，同比增长 12.7%。4 月空调排产与 3 月增速相近，内外销均在双位数左右，预计 1-4 月我国空调内外销均能实现不错的增长。

重点数据跟踪：市场表现：本周家电周相对收益+3.48%。原材料：LME3 个月铜、铝价格分别周度环比+0.7%、-2.0%至 9877/2634 美元/吨；本周冷轧价格周环比-3.6%至 4010 元/吨。集运指数：美西/美东/欧洲线周环比分别-6.88%/-3.72%/-2.22%。海外天然气价格：周环比+0.6%。

核心投资组合建议：白电推荐美的集团、海尔智家、TCL 智家、海信家电、格力电器；厨电推荐老板电器；小家电推荐小熊电器、石头科技、新宝股份。

风险提示：市场竞争加剧；需求不及预期；原材料价格大幅上涨。

证券分析师： 陈伟奇（S0980520110004）、王兆康（S0980520120004）、邹会阳（S0980523020001）

联系人： 李晶

◆ 汽车行业 2025 年 3 月投资策略：智驾平权加速，理想汽车发布下一代自动驾驶架构 MindVLA

月度产销：2025 年 2 月，汽车产销分别完成 210.3 万辆和 212.9 万辆，产量环比下降 14.1%，销量环比下降 12.2%，同比分别增长 39.6%和 34.4%。乘用车产销分别完成 178.5 万辆和 181.5 万辆，产量环比下降 17%，销量环比下降 14.9%，同比分别增长 40.2%和 36.2%。新能源汽车产销分别完成 88.8 万辆和 89.2 万辆，同比分别增长 91.5%和 87.1%，新能源汽车新车销量占汽车新车总销量的 41.9%。

本月行情：2 月 CS 汽车板块上涨 8.66%，其中 CS 乘用车上涨 9.08%，CS 商用车上涨 2.54%，CS 汽车零部件上涨 10.33%，CS 汽车销售与服务上涨 2.47%，CS 摩托车及其它上涨 4.61%，同期沪深 300 指数上涨 1.91%，上证综合指数上涨 2.16%，CS 汽车板块跑赢沪深 300 指数 6.75pct，跑赢上证综合指数 6.5pct；汽车板块自 2023 年初至今上涨 28.71%，沪深 300 上涨 13.38%，上证综合指数上涨 11.63%，CS 汽车板块跑赢沪深 300 指数 15.33pct。

成本跟踪：截至 2025 年 2 月 28 日，浮法平板玻璃、铝锭类、锌锭类价格分别同比去年同期 -33.1%/+9.4%/+15.9%，分别环比上月同期 -0.4%/+1.9%/-2.9%。

库存：2025 年 2 月中国汽车经销商库存预警指数为 56.9%，同比下降 7.2 个百分点，环比下降 5.4 个百分点，库存预警指数位于荣枯线之上。

市场关注：1) 智驾进展：奇瑞发布“猎鹰智驾”智能化方案推动智驾平权；吉利发布千里浩瀚智驾系统；理想汽车发布下一代自动驾驶架构 MindVLA；广汽发布智能科技品牌“星灵智行”；2) 机器人：长安汽车在机器人领域将开展类人机器人等相关产业布局；何小鹏透露 L3 级人形机器人明年量产；特斯拉：人形机器人 Optimus 今年将进入试生产阶段；3) 车型相关：BYD、吉利、小米等车企后续智能化车型发布，关注年报一季报行情。

核心观点：中长期维度，关注自主崛起和电动智能趋势下增量零部件机遇。一年期维度，看好强新品周期的华为汽车及车型元年的小米汽车产业链。

投资建议：1) 整车推荐：小鹏汽车、零跑汽车、宇通客车、赛力斯、吉利汽车；2) 智能化推荐：科博达、华阳集团、均胜电子、伯特利、保隆科技、地平线机器人-W；3) 机器人产业链推荐：拓普集团、三花智控、双环传动；4) 国产替代（全球化）推荐：星宇股份、福耀玻璃、继峰股份、新泉股份、玲珑轮胎等。

风险提示：汽车供应链紧张、经济复苏不及预期、销量不及预期风险。

证券分析师： 唐旭霞（S0980519080002）、杨钊（S0980523110001）、唐英韬（S0980524080002）、孙树林（S0980524070005）、贾济恺（S0980524090004）

联系人： 余珊

◆ 农业行业周报：农产品研究跟踪系列报告（153）-生猪价格环比企稳，白糖价格环比修复

周度农产品价格跟踪：猪价环比企稳，断奶仔猪价格环比增长。

生猪：产能维持低波动，预计 2025 年猪价景气有望延续。3 月 21 日生猪价格 14.61 元/公斤，周环比 +0.83%；7kg 仔猪价格约 511 元/头，周环比 +6.77%。

白鸡：中期父母代同比减量且存在结构变化，消费或逐步上移。3 月 21 日，鸡苗价格 2.77 元/羽，周环比 -2.81%；毛鸡价格 7.08 元/千克，周环比 -0.56%。

黄鸡：供给维持底部，有望率先受益内需改善。3 月 21 日浙江快大三黄鸡/青脚麻鸡/雪山草鸡斤价分别为 5.3/5.7/7.5 元，周环比 +21%/+21%/+17%。

鸡蛋：祖代引种充裕，远月供给压力较大。3月21日，鸡蛋主产区价格3.26元/斤，环比+1.87%，同比-30.49%。

豆粕：新季美豆种植面积调减，中长期供需支撑走强。3月21日大豆现货价3856元/吨，周度环比持平；豆粕现货价3332元/吨，周度环比-3.64%。

玉米：价格底部已现，远期供需宽松有望收紧。3月21日国内玉米现货价2265元/吨，周环比持平，较去年同期下降6.02%。

白糖：短期国内供强需弱，中期关注北半球天气。3月21日，国内广西南宁糖现货价为6180元/吨，较上周环比+1.15%。

橡胶：短期震荡调整，中期看好景气向上。3月21日，STR20保税价为14639元/吨，周环比-0.46%；全乳胶山东市价为16450元/吨，周环比-0.60%。

核心观点：看好宠物消费高景气，关注种植链催化。1) 宠物：稀缺成长赛道，国产消费保持高增长，出口维持较好表现。2) 种植链：中央一号文件重视程度升温，关注转基因变革下的种业成长机会；看好玉米、豆粕低位修复，天然橡胶中长期景气上行。3) 生猪：产能预计维持低波动，拥抱高ROE价值标的。4) 黄鸡：上游补栏谨慎，供给维持底部，需求有望随宏观修复。5) 白鸡：短期鸡苗供给偏紧，毛鸡价格受供给偏紧及下游需求改善带动，预计震荡修复。中期父母代同比减量且存在结构变化，消费中枢或稳步上移。6) 动保：关注宠物疫苗等新品研发进展。7) 肉制品：看好双汇发展现金高分红。8) 饲料：饲料会向技术服务类企业集中，核心看好海大集团等。

投资建议：重点推荐宠物、种子。1) 宠物推荐：乖宝宠物、中宠股份、瑞普生物等。2) 种植链推荐：海南橡胶、荃银高科、丰乐种业、隆平高科、登海种业等。3) 生猪推荐：牧原股份、华统股份、温氏股份、神农集团、新五丰、巨星农牧、唐人神、天康生物等。4) 禽推荐：立华股份、益生股份、圣农发展等。5) 动保推荐：科前生物、回盛生物等。6) 饲料推荐：海大集团等。7) 肉制品：双汇发展。

风险提示：恶劣天气带来的不确定性风险；不可控动物疫情引发的潜在风险。

证券分析师： 鲁家瑞 (S0980520110002)、李瑞楠 (S0980523030001)、江海航 (S0980524070003)

◆ 电子行业月报:能源电子月报:汽车功率持续升高,碳化硅渗透率稳步提升

新能源汽车：我国新能源汽车功率200kW以上的主驱占比由22年的9%提升至25年1月的28%，电驱最高峰值功率由22年255kW升至25年1月的450kW。

整车情况：根据中汽协数据，我国2月新能源汽车单月销量89万辆(YoY+87.1%, MoM-5.5%)，产量88.8万辆(YoY+91.6%, MoM-12.5%)，单月新能源车渗透率为41.9%。

主驱功率模块情况：主驱IGBT模块主力厂商芯联集成、时代电气、士兰微、斯达半导领先优势逐步确立，海外厂商份额逐步下降，未来行业格局将逐步收敛，竞争主要来源于头部厂商的份额切换。

碳化硅渗透情况：我国25年1月新能源上险乘用车主驱模块中SiC MOSFET占比为18.9%，800V车型渗透率约15%，800V车型中碳化硅渗透率为71%。

充电桩：2025年2月我国充电桩增量为63.4万台(YoY+45.7%)，其中公共充电桩增量为7.09万台(YoY+61.2%, QoQ-61.1%)，随车配建私人充电桩增量为16.61万台(YoY+39.9%, QoQ-22.5%)。

光伏逆变器：2025年2月20kW、50kW、110kW光伏逆变器价格保持稳定；2025年1-2月份光伏新增装机量3.947GW，同比增长7.49%。供应端生产稳定充足，采购需求陆续恢复，大功率组串式和集中式机型出货较多。

交期与价格跟踪：库存回归健康水位，海外厂商产品交期和价格逐步企稳，行业走向平稳改善期。

投资建议：行业步入稳定阶段，需求端除光伏未有显著改善外，消费与工控保持稳定，数据中心需求加速增长，新能源汽车总量保持增长，汽车功率段持续提升带来功率器件用量增长，此外汽车中低压功率器件国产替代空间仍大，因此汽车仍为最主要增量市场；供给端，头部公司24年产能利用率打满基础上进入按需扩产阶段，汽车IGBT模块等竞争激烈的高压应用竞争格局渐稳定；行业交期与价格逐步企稳，我们认为在需求温和复苏背景下，各公司有望延续24年趋势稳步增长，短期增长差异仍取决于产

品结构、客户布局与降本能力，建议关注相关公司扬杰科技、新洁能、时代电气、华润微、士兰微、东微半导体、斯达半导体、宏微科技、捷捷微电、芯联集成。此外，碳化硅下游加速渗透，衬底进入 6 英寸向 8 英寸转换阶段，头部衬底企业有望受益，建议关注产业上游的天岳先进、晶升股份等公司。

证券分析师： 胡剑（S0980521080001）、胡慧（S0980521080002）、叶子（S0980522100003）、詹浏洋（S0980524060001）

联系人： 连欣然

◆ 电子行业周报：存储现货市场逐步复苏，端侧 AIoT 硬件会议密集开展

继续推荐创新大年的苹果产业链、盈利改善周期的 IC 设计及存储模组。过去一周上证下跌 1.60%，电子下跌 4.09%，子行业中半导体下跌 4.62%，电子化学品下跌 2.89%。同期恒生科技、费城半导体下跌 4.10%、0.89%，台湾资讯科技上涨 1.39%。我们认为，受益全球对 Deepseek 模型的认可与应用，AI 赋能应用的进程仍在加速，而中国科技企业在世界 AI 创新进程的参与度、贡献度则再度受到广泛关注与认知，我们维持对电子 2025 年“行业迈入估值扩张大年”的投资策略判断；叠加俄乌战争局势的缓和、美国对多地商品提升关税，市场对于中国资产的关注度升温。在基本面上行趋势中，看好“宏观政策周期、产业库存周期、AI 创新周期”共振下的板块行情持续性。考虑到英伟达、华为新品发布会临近，苹果中文版 Apple intelligence 即将上线，业绩期内继续推荐创新大年的苹果产业链以及盈利改善周期的 IC 设计。

端侧 AIoT 硬件会议密集开展，SoC 芯片有望持续受益。近期互联网厂商集中召开 AI 端侧应用会议，如阿里 3 月 21 日“通情达义、智玩共生”AI 火花会，字节火山引擎 4 月 1 日“AIoT 智变浪潮”AI 硬件会议等，聚焦 AI 玩具等端侧 AI 硬件产品。当前伴随 DeepSeek 带来推理成本的大幅下降，AI 应用的使用门槛进一步降低。而端侧 AIoT 产品形态多样，负责连接与处理的 SoC 厂商受益于 AI 产业趋势，积极配合下游方案商导入，AI 玩具、眼镜等产品的爆款即将临近。建议关注在端侧 AI 硬件领域积极布局的 SoC 相关公司：翱捷科技、乐鑫科技、晶晨股份、恒玄科技、中科蓝讯、瑞芯微、全志科技等。

存储现货市场逐步复苏，建议关注存储产业链相关公司。美光发布第二财季业绩：营收同比增长 38%至 80.5 亿美元，其中在数据中心拉动下 DRAM 收入达 61 亿美元，同比增长 47%；NAND 收入 19 亿美元，同比增长 18%，由于受 NAND 平均售价下降 10%以上影响 NAND 环比收入减少 16%，在此背景下，美光预计 25 年 NAND 减产 10%以上以期优化供给。由于以美光为代表的供给端减产，叠加下游补库存需求逐步到来，本周存储现货市场 Wafer、eMMC 及部分 DDR4 颗粒价格上涨，市场逐步走向温和复苏。我们认为随着存储价格逐步回暖，数据中心存储需求随 CSP 厂商资本开支增长加速提升，国内存储产业链公司有望受益；建议关注江波龙、佰维存储、德明利及联芸科技等公司。

华为 Pura 先锋盛典成功举办，推出首款阔折叠 Pura X。华为 Pura 先锋盛典及鸿蒙智行新品发布会于 2025 年 3 月 20 日在深圳举行，正式推出了首款阔折叠 Pura X，还公布了鸿蒙操作系统 5 的全新升级计划，以及搭载鸿蒙操作系统的鸿蒙电脑将在 2025 年 5 月份亮相。发布会上，华为还推出了多款全场景新品，包括华为 FreeBuds 6、华为手环 10、问界 M9 2025 款、问界新 M5 Ultra、问界 M8 以及享界 S9 增程版等。其中，问界 M8 定位为家庭智慧旗舰 SUV，首次亮相发布会，并计划于 4 月正式上市。随着华为新品密集发布，华为产业链有望延续去年的高景气态势。建议关注华为产业链标的：顺络电子、电连技术、东睦股份、光弘科技等。

英伟达推出 NVIDIA Halos 综合安全系统，广汽发布星灵智行行动计划。英伟达 GTC 大会上推出 NVIDIA Halos 综合安全系统，将英伟达的汽车硬件、软件安全解决方案与其自动驾驶汽车安全领域前沿的 AI 研究相结合。广汽集团 18 日晚发布广汽星灵智行行动计划，宣布 4Q25 量产并上市销售全国首款 L3 级自动驾驶车型，2026 年加快量产上市节奏，并计划 2025 年内全国首款 L4 自动驾驶前装量产车型下线交付，2027 年正式推出面向个人用户的 L4 自动驾驶车型。我们认为，AI 正推动高阶智能驾驶加速，继续推荐相关汽车芯片企业韦尔股份、杰华特、思瑞浦、纳芯微、伟测科技、圣邦股份等。

3 月下旬各尺寸 LCD TV 面板价格环比持平，关注二季度需求情况。据 WitsView，3 月下旬 32/43/55/65 寸 LCD 电视面板价格分别为 36/66/127/177 美金，各尺寸价格环比 3 月下旬持平。据 TrendForce，北美终端市场在超级杯销售后需求走弱；国内品牌客户在以旧换新政策带动下维持高采购动能，但目前品牌

终端库水位偏高，二季度面板需求可能下滑。我们认为，在经历了长时间陆资厂商大规模扩张、全球产业重心的几度变迁之后，LCD 的高世代演进趋势停滞、竞争格局洗牌充分，推荐京东方 A 等。与此同时，LCD 产业的崛起增强了国产电视品牌及 ODM 的出海竞争力，推荐兆驰股份、康冠科技、传音控股等。

重点投资组合

消费电子：蓝思科技、小米集团、立讯精密、鹏鼎控股、福立旺、沪电股份、电连技术、东睦股份、海康威视、传音控股、康冠科技、世华科技、工业富联、视源股份、世运电路、水晶光电、春秋电子、东山精密、京东方 A、景旺电子、闻泰科技、永新光学

半导体：中芯国际、翱捷科技、恒玄科技、德明利、乐鑫科技、长电科技、杰华特、圣邦股份、伟测科技、韦尔股份、澜起科技、通富微电、华虹半导体、新洁能、晶晨股份、龙芯中科、艾为电子、晶丰明源、赛微电子、江波龙、佰维存储、扬杰科技、斯达半导、北京君正、芯朋微、思瑞浦、时代电气、卓胜微、帝奥微、东微半导、士兰微、华润微、天岳先进、纳芯微

设备及材料：北方华创、中微公司、鼎龙股份、芯碁微装、拓荆科技、立昂微、沪硅产业

被动元件：顺络电子、风华高科、三环集团、洁美科技、江海股份

风险提示：下游需求不及预期；产业发展不及预期；行业竞争加剧。

证券分析师： 胡剑（S0980521080001）、胡慧（S0980521080002）、叶子（S0980522100003）、詹浏洋（S0980524060001）、张大为（S0980524100002）、李书颖（S0980524090005）

联系人： 连欣然

◆ 名创优品(09896.HK) 财报点评:2024 全年营收增长 22.8%，海外业务盈利能力持续改善

直营门店前期投入影响利润率水平。2024 全年实现营收 169.94 亿/yoy+22.8%，经调净利润 27.21 亿/yoy+15.4%，经调净利率为 16.0%/yoy-1.0pct。单 Q4 实现收入 47.12 亿/yoy+22.7%，经调净利润 7.93 亿/yoy+20.0%，经调净利率为 16.8%/yoy-0.4pct。Q4 国内宏观环境影响对国内销售带来一定压力，同时公司加大直营门店开店，前期投入较高，但海外市场 OPM 持续提升，态势有望持续。同时公司维持经调整净利润 50%的分红比例。展望 2025 年，预计 2025 年收入和经营利润增速同比加速，并由于基数原因呈现季度性前低后高趋势。开店方面，预计全年开店 900 家，其中 TOP TOY 约 100 家，名创国内 200-300 家。单 Q1 来看，预计收入增速在 15-18%。

从名创国内来看，2024 全年实现收入增速 10.9%，新增门店 460 家至 4386 家，全年受到开店稀释以及销售压力等影响全年同店 GMV 下降高个位数。今年 1-2 月国内同店环比回正。从名创海外业务来看，2024 全年实现收入增速 41.9%，新增门店 631 家至 3118 家，全年同店销售额实现中个位数增长。从 TOP TOY 业务来看，2024 全年实现收入增速 44.7%，新增门店 128 家至 276 家，门店数量提升带动业绩快速增长，全年同店销售额提升低个位数。

产品结构持续改善，直营门店开设前期投入较多。盈利能力方面，2024 全年公司实现毛利率 44.9%/yoy+3.7pct，毛利率已经连续 8 个季度逐季攀升。主要由于 1) 高毛利海外直营市场占比提升；2) 公司产品结构调整；3) TOP TOY 毛利率改善。2024 全年销售及分销/一般行政费用率分别为 20.7%/5.5%，分别同比+4.2/+0.6pct，主要由于公司加大开设直营门店前期相关投入较多。

风险提示：宏观环境风险，IP 联名不及预期，行业竞争加剧。

投资建议：公司作为全球头部渠道零售商，依托自身强大的渠道网络和供应链能力，持续与热门 IP 合作持续优化产品结构带动盈利水平上行，同时海外直营市场持续开店扩大品牌影响力，并有望后续释放经营杠杆带动利润率提升。同时公司已完成收购永辉超市项目交割，二季度预计实现并表，并计划通过“三提两降”方针助力永辉 2025 年实现大幅度减亏，利用其与名创品牌服务客群以及价格带维度的互补，逐步在零售赛道构建独特的多品牌矩阵。考虑到整体经济环境以及 IP 联名收益的不确定性，同时公司加大直营门店开店力度导致利润率存在一定压力，我们下调公司 2025-2026 年并新增 2027 年归母净利润预测为 30.51/36.78/45.06（2025/2026 原值为 33.30/39.58）亿元，对应 PE 为 15/13/10x，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 张峻豪（S0980517070001）、孙乔容若（S0980523090004）、柳旭（S0980522120001）

◆ 福瑞达(600223.SH) 财报点评:2024 年剔除地产影响归母净利润增长 6%，毛利率持续优化

公司 2024 年受房地产开发业务剥离导致业绩有所波动，扣除相关影响整体表现稳健。公司 2024 年实现营收 39.83 亿/yoy-13.02%；归母净利润 2.44 亿/yoy-19.73%；扣非净利润 2.15 亿/yoy+54.54%，剔除地产影响，全年营收基本持平，归母净利润同比增长 6.1%，扣非归母净利润增长 5.26%。单 Q4 实现营收 11.80 亿/yoy-0.33%，实现归母净利润 7236.32 万/yoy+10.72%，扣非净利润 0.64 亿/yoy+104.37%。同时公司每 10 股派发现金红利 0.6 元（含税），分红率达 45.92%，较 2023 年的 33.51%提升明显。

化妆品板块全年实现营收 24.75 亿/yoy+2.46%，毛利率为 62.57%/+0.44pct。同时主要子公司福瑞达生物（母公司口径）全年实现营收/净利润 21.66 亿/1.93 亿，净利率达 8.9%/yoy+0.65pct，预计整体化妆品业务盈利有所提升。单 Q4 化妆品实现 7.67/yoy+0.7%，毛利率 63.13%/yoy+0.9pct，其中瑗尔博士/颐莲分别实现 3.92/3.04 亿，分别同比-13.8%/24.1%，颐莲依托 IP 联名以及“嘭润”产品系列的爆发，增速改善明显，瑗尔博士预计由于双 11 和超头合作表现不及预期拖累 Q4 表现，并处于品牌产品调整期，目前已经完成战略性打法调整，今年有望改善。药品板块单 Q4 实现营收 1.42 亿/yoy+17.4%，毛利率达 57.11%/yoy+7.12pct，预计由于中药、保健品等复苏带动 Q4 药品板块复苏较快。原料添加剂板块单 Q4 实现营收 0.94/yoy-4.1%，毛利率达 26.73%/yoy+3.8pct。在提价和产品结构性升级下毛利率不断提升。

核心主业毛利率不断改善。2024 年公司毛利率/净利率分别为 52.68%/7.44%，同比+6.19pct/-0.56pct，剔除地产业务影响后，毛利率提升 1.19pct。费用率方面，2024 年销售费用率/管理费用率/研发费用率分别同比分别+5.14pct/-0.28pct/+0.84pct，系品牌宣传投入等带动销售费用率上行。同时存货周转天数和经营性现金流均受 2023 年同期包含地产业务数据影响。

风险提示：宏观环境风险，新品销售不及预期，行业竞争加剧。

投资建议：2024 年是公司剥离房地产开发业务，并聚焦以化妆品业务为核心的大健康板块布局的第一个完整年度，整体公司实现稳健发展。但由于外部竞争激烈叠加内部仍处于摸索调整状态，部分业务受多因素影响略有承压。当前公司在积极顺应行业变化趋势推行战略性调整，叠加降本增效措施的积极推进，未来整体业绩仍有望实现改善。考虑到整体化妆品投放费率的提升，以及瑗尔博士调整后新品推出进度的不确定性，我们下调 2025-2026 年并新增 2027 年归母净利润至 2.93/3.23/3.54（2025/2026 年原值为 3.26/3.68 亿元），对应 PE 为 26/23/21 倍，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 张峻豪（S0980517070001）、孙乔容若（S0980523090004）、柳旭（S0980522120001）

◆ 百亚股份(003006.SZ) 财报点评:2024 全年收入表现依旧强劲，舆情事件影响短期盈利水平

受行业舆情事件影响扰动短期业绩。公司 2024 全年实现营收 32.54 亿/yoy+51.8%，归母净利润 2.88 亿/yoy+20.7%；扣非归母净利润 2.54 亿/yoy+17.8%。单 Q4 实现营收 9.29 亿/yoy+39.1%，归母净利润 0.49 亿/yoy-12.0%，扣非归母净利润 0.28 亿/yoy-36.8%。主要受 11-12 月卫生巾行业舆情事件影响，公司加大营销公关费用等投放开支。

分产品看，自由点产品全年实现营业收入 30.36 亿元，较上年同期增长 60.6%，中高端益生菌系列占卫生巾整体 41%左右，其中 Pro 系列全年占卫生巾比重 5.6%，产品结构升级带动 2024 年卫生巾客单价同比提升 5%左右。后续公司将持续加大推新力度，预计 2025 二三季度分别推出焕新有机棉表层产品和益生菌新品系列。分渠道看，2024 年线下渠道实现 16.16 亿/yoy+26.7%，其中外围市场实现营收 4.34 亿/yoy+82.1%，预计 2025 年外围市场延续高双位数增长。2024 年电商收入 15.25 亿/yoy+103.8%，目前天猫仍是盈利水平最高平台，今年战略延续投入不变。

产品结构优化带动毛利率上行，销售费用率持续高企。2024 全年实现毛利率/净利率分别同比+2.9/-2.3pct，产品结构优化带动毛利率持续提升；销售/管理/研发费用率分别同比+6.47pct/+0.23pct/-0.31pct。公司持续加大营销投放以及舆情事件影响，导致销售费率上行。

而针对近期 315 事件，公司立即成立品牌组、线上业务组、线下业务组、工厂组分头处理，并制定一个月内恢复到 315 前日销方案，目前各大直播间陆续恢复直播，影响面逐步缓解，退款率基本恢复到 315 之前。而针对残次品，此前外包给三方废品回收公司在现场处理，15 号凌晨公司团队接手，将残次品直接送到三方环境下属的焚烧发电厂焚烧处理，并向市监和公安报案。

风险提示：宏观环境风险，渠道扩张不及预期，舆情事件影响加剧等。

投资建议：虽然受到 2024 年末以及 315 行业舆情事件影响，公司短期业绩有所波动，但公司快速反应并采取有效措施，目前来看相关影响正逐步趋弱。未来公司将继续在渠道端依托线上以及线下外围市场持续扩张，带动收入快速增长市场份额持续提升；在产品端通过不断推新优化产品结构，持续夯实公司品牌势能和市场竞争能力，整体业绩有望稳步提升。考虑到 315 事件影响产品销售同时产生较高公关营销费用，我们下调公司 2025-2026 年并新增 2027 年归母净利润至 3.40/4.45/5.72 亿元（2025/2026 年原值为 3.68/4.79 亿元），对应 PE 为 30/23/18x，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 张峻豪（S0980517070001）、孙乔容若（S0980523090004）、柳旭（S0980522120001）

◆ 银轮股份(002126.SZ) 深度报告:热管理先行者，数字能源、机器人新领域加速拓展

热管理老将加速全球开拓。银轮股份是国内热管理头部企业，换热器产销量连续多年保持国内第一，核心业务为乘用车、商用车及非道路、数字能源热管理板块，2023 年其收入占比分别为 49%/41%/6%，并积极探索人形机器人等新领域。公司在北美、欧洲等国家实现属地化生产，加快全球拓展，海外经营体盈利持续改善。2022 年公司曾针对收入和利润发布 2022-2025 年股权激励计划，2023 年顺利完成，股权激励有望提高员工积极性，助力长远发展。

新能源热管理空间广阔，订单保障持续成长。新能源车相较于燃油车热管理出现产品结构变化，配套单车价值量大幅提升，此外热管理集成化、热泵渗透率提升等趋势显著。随着新能源车渗透率提升，经测算至 2027 年中国新能源乘用车热管理市场空间将达 1197 亿元，2024-2027 年复合增速 18%，成长空间大。全球热管理领域中外资品牌份额较高，公司技术及产品储备丰富、具备属地化配套优势，有望抢占海外品牌份额。公司重点聚焦头部客户，持续获得新能源热管理项目及订单，新增年销售收入有望加速放量。

拓展数字能源新领域，第三曲线快速放量。数字能源下游覆盖范围广，储能、数据中心、重卡超充等领域有望快速放量，经测算至 2027 年上述业务市场空间有望分别达到 171/794/108 亿元，下游整体空间超千亿。数字能源领域参与者众多，尚未形成垄断格局，公司凭借过往车端热管理的积累拓展业务边界，全力保障数字能源业务发展，收入占比持续提升，公司在储能、数据中心等领域重点突破核心客户，数字能源业务有望保持高速增长。

商用车基本盘扎实，有望迎来向上拐点。2025 年中国商用车行业受益于替换周期、国内需求提升等，销量有望恢复，新能源商用车渗透率持续提升。公司在商用车热管理产品性能、测试设备、同步开发等多方面受到客户认可，长期配套、合作粘性强。预计随着华为入局加快建设超充站，国内电动重卡渗透率有望提升，新能源重卡有更多配套机会；公司在海外新能源商用车领域实现重点突破，热管理产品加速渗透，商用车业务有望保持稳健增长。

卡位人形机器人优质赛道，具备先发优势。人形机器人和车端供应链高度重合，特斯拉引领机器人行业迭代，2025 年有望成为人形机器人量产元年。公司具备产品集成化、模块化能力，2024 年新增 AI 数智产品部，加大资源投入，已在机器人领域获得众多专利，机器人等第四曲线有望贡献更多增量。

盈利预测与估值：考虑公司订单节奏、成长性，机器人等新领域费用投入，略下调盈利预测，预计 2024/2025/2026 年净利润 8.3/10.9/13.4 亿元（原 8.6/11.1/13.7 亿元），EPS 为 1.0/1.3/1.6 元（原 1.0/1.3/1.7 元）。参考可比公司估值，考虑到公司数据中心液冷、机器人等新领域有望较快放量，成长空间较大，给予 25 年 25-27x PE，对应目标价 32.6-35.2 元，相较当下具 14%-23%空间，维持“优于大市”评级。

风险提示：下游客户新车型销售不及预期；技术变化；中美贸易环境变化；汇率、运费、原材料价格波动；商用车及非道路业务复苏不及预期；新能源车行业竞争加剧；大股东持股比例偏低导致股权分散；

所得税优惠不能持续。

证券分析师： 唐旭霞（S0980519080002）、唐英韬（S0980524080002）

◆ 亿航智能(EH.0) 海外公司财报点评:单四季度收入同比增长 190%，商业化落地运营可期

2024Q4 亿航智能实现营业收入 1.64 亿元，同比增长 190%。2024 年，亿航智能总收入为 4.56 亿元，同比增长 288.5%；净利润为-2.30 亿元，去年同期为-3.02 亿元，非美国通用会计准则下调整后净利润（即加回股权激励费用后的净利润）为人民币 4,310 万，较 2023 年调整后净亏损人民币 1.39 亿元大幅改善。拆单季度看，2024Q4，亿航智能总收入为 1.64 亿元，同比增长 190.2%，环比增长 28.2%；归母净利润为-4685.8 万元，去年同期为-7226.4 万元，24 年单三季度为-4805.6 万元；非美国通用会计准则下调整后净利润为人民币 3,640 万元，较 2023 年第四季度的调整后净亏损人民币 2,210 万元大幅改善，较 2024 年第三季度的调整后净利润人民币 1,570 万元环比增长 132.3%，连续第三个季度实现非美国通用会计准则下调整后盈利。2024 年，公司 EH216 系列航空器共交付 216 架，同比增长 315%，2024Q4，公司 EH216 系列航空器共交付 78 架，同比增长 239%，环比增长 24%。

2024Q4，公司费用率下降明显，净利率同环比双升。2024Q4，公司毛利率/净利率分别 60.7%/-28.5%，分别同比-4.0/+99.5pct，分别环比-0.5/+9.0pct；销售费用率、管理费用率、研发费用率分别 22%/42.2%/34.1%，分别同比-14.6/-56.1/-33.3pct，分别环比-14.9/-4.3/-0.2pct。

稳步推进运营合格证（OC）审定，在手订单充裕，携手上下游共建生态链。1）从取证角度看，中国民用航空局已完成了对首批两家 OC 申请公司的文件审查和现场检查，分别是亿航通航以及合翼航空，目前正在等待局方最终的审批结果。2）从订单角度看，目前 EH216 系列产品订单累计在手订单超过 1500 架。2023Q3 至 2024 年 12 月，国内新增采购订单及预订单数量超过 1,200 架。3）从产业链来看，公司与英搏尔合作，共同开发适用于亿航智能 eVTOL 航空器的新一代高性能电机和电机控制系统；公司与长安汽车合作，共同开发飞行汽车相关产品，拓展亿航智能的产品线，面向大众消费市场。

风险提示：行业竞争加剧的风险；关键技术推进不及预期的风险。

投资建议：上调营收预测，下调利润预测，维持优于大市评级。考虑到公司航空器交付量高增长，我们上调 2025 年收入预测，我们预计 2025-2027 年公司收入分别为 8.6/12.1/15.8 亿元（原 2025-2026 年公司收入预计分别为 8.1/12.1 亿元），考虑到公司在研发新机型和适航认证等方面的持续投入，我们下调净利润预测，预计 2025-2027 年公司净利润分别为-0.8/0.6/2.0 亿元（原 2025-2026 年公司净利润预计分别为-0.4/1.0 亿元），亿航智能为领先 eVTOL 制造商，维持优于大市评级。

证券分析师： 唐旭霞（S0980519080002）、杨钊（S0980523110001）

◆ 腾讯控股(00700.HK) 海外公司深度报告:AI 时代生态价值凸显，AI Agent 打开想象空间

AI 带来新的流量入口转变，腾讯占据网络效应最强的赛道，生态丰富。技术突破伴随新商业模式的出现，是互联网巨头崛起的主要动力，市场大致以十年为一轮科技周期。伴随移动互联网用户渗透率进入存量时代，AI 成为新增长点。用户是互联网企业的核心资产，商业模式本质是流量变现，每一轮技术以及商业模式的变革，或带来互联网流量入口转变。我们认为未来互联网服务生态有可能演绎为“用户 → AI 入口 → 结构化数据层/API”，传统具备高用户黏性、已构建广泛丰富用户生态、掌握用户行为路径的互联网平台，或最有优势打造新的 AI 入口。AI 时代，AI Agent 同样需要寻求建立网络效应壁垒，当前部分 AI 应用不具备网络效应，未来能提供的服务深度非常重要。目前各家竞争厂商仍处于探索阶段如何打造 AI APP 的网络效应和用户黏性。

1) 互联网厂商以腾讯作为传统社交平台龙头，汇聚大量用户，且同时通过构建小程序生态，能够更清晰的掌握用户行为画像，在 AI 时代，具备提供更具定制化的 AI Agent 产品潜力。腾讯生态包含 14 亿用户、千万量级开发者和 B 端资源。

2) 终端硬件厂商以苹果为例，由于掌握硬件入口以及苹果商店内容分发渠道和开发者生态，同样具备

打造新一代个人助手的优势。但是国内安卓阵营因生态分散或难以统一 AI 标准，而微信凭借 14 亿用户可能成为事实上的 AI Agent。

AI 时代将带来腾讯单用户收入增长。腾讯的现金流来源于通过社交网络积累的高黏性用户的不断变现，过往变现较克制，长期发展空间较大。微信当前 ARPU 为 185 元，与偏交易型的阿里(500+元)、抖音等(1000+元)有较大差距。越靠近交易以及用户真实意图，决策链条越短，转化率越高，单用户收入越高，未来微信电商的发展、AI 带动交互提升等有望带来 ARPU 值提升。25 年 Deepseek 出现后，产品试错成本降低，腾讯跨部门协调能力加强，更多 AI 相关产品浮出水面。2 月初微信 AI 搜索灰度测试接入 Deepseek，腾讯生态价值凸显。

AI 新应用：AI Agent 打开想象空间，微信有望从社交软件转化为底层操作系统，成为超级大入口。

1) 腾讯 AI C 端布局：融入原有业务生态，包含腾讯元宝个人助手、ima.copilot 私人数据库、内测个人 AI Agent(春节红包助手，入口与文件传输助手类似)等。参考海外，Meta 在 24 年 4 月推出 MetaAI 聊天界面，内嵌 Facebook、Instagram、WhatsApp 等，当前活跃用户数达 7 亿，25 年有望达 10 亿(用户渗透率 30%)。Meta 表示 25 年将推出个性化调整的 AI 助手，这将成为公司有史以来最具变革性的产品之一，增强 AI 记忆能力，提升推荐质量。商业化节奏来看，Meta AI 初期专注用户体验，未来变现方式包含付费推荐和高级订阅服务等。我们认为，腾讯 AI C 端助手更加拥有优势，核心在于 1) 已经拥有众多小程序，和千万级开发者数量(标准 Tools 协议)；2) 有大量用户行为数据以及地图等生态，AI Agent 可通过设定目标完成自动化，使用者从主动操作到无感被服务，成为真正 AGI。腾讯产品与用户的生态嵌入和绑定程度更深，不仅局限于社交，而是拓展至用户衣食住行等全方位场景，能形成“思考-检索-服务”闭环。例如查询景点门票时，AI 自动跳转官方小程序订票。未来变现方面，最终互联网平台的核心壁垒在于用户的深度与价值，一旦掌握 AI 时代的流量分发入口，未来变现模式将不局限于广告、订阅、技术服务费等收入。

2) 腾讯 AI B 端布局：微信对话开放平台提出对话即服务，一分钟搭建专属对话机器人，有望促进企业微信等工具的客户管理与办公协作。24Q2 业绩会表示商家越来越愿意为客户服务、聊天组等高级通信功能付费。当前，腾讯以企业微信为统一基座，通过企业微信的连接能力，将腾讯会议、腾讯文档、日程与微盘功能与企业协作串联打造组织数字化协同方案，助力企业大规模提升组织协同效率。我们预计企业微信、腾讯会议未来随着货币化率提升以及 AI 功能带来明显效率提升，企业微信收入可达百亿左右量级。

AI 对原有业务的赋能：收入侧对云和广告收入有贡献，关注 SaaS 等进展，成本侧关注内容成本、AI coding 的影响。测算 AI 对云和广告 25-27 年有望拉动收入增量 37/152/214/303 亿元，占比收入 0.6%/2.1%/2.7%/3.6%。考虑代码编程对研发费率的降低、内容成本降低以及 capex 投资对折摊费率影响，25-27 年研发费率降低 0.4%/0.2%/0.2%；内容成本/总收入降低 0.5%/0.4%/0.4%；假设摊销年份为 5 年，硬件折摊费率对利润率影响 1.2%/1.9%/2.1%。总体来看，AI 对腾讯业绩 24-27 年每年提升利润率 -0.2%/0.9%/0.3%/0.2%，累计提升利润率 -0.2%/0.8%/1.0%/1.2%。1) 广告业务(占比总收入约 20%)：AI 技术对广告业务的影响在广告位增加以及 CPM 提升，未来新的 GenAI 技术将继续提升广告转化率，24H2 腾讯广告 3.0 系统上线后大盘达成率提升 8.7%，与此同时腾讯广告将在释放更多广告库存中受益，比如视频号、小程序等；2) 云业务(占比总收入约 7%)：腾讯云占中国公有云 13%市场份额，SaaS 层依赖生态占比第一达 42%，预计当前 AI 对云收入贡献在 10%-20%，春节以来腾讯 API 调用环比增长明显，AI 有望继续带动毛利率提升，国内云厂商的生态不断变好。未来腾讯内部生态有望有力推动云业务增长，看好未来 SaaS 领域优势；3) 游戏(占比总收入约 40%)：AI NPC 增加匹配对战体验等，强化腾讯游戏基本盘。

投资建议：公司业绩稳健，并蕴含较大发展潜力，长期成长潜力较大的业务比如微信电商爆发以及 AI Agent 赋能并未包含在当前盈利预测中。腾讯生态里用户+场景的天然优势仍然使得腾讯为 AI 时代最佳卡位的企业之一。我们维持盈利预测，预计 25-27 年调整后净利润为 2570/2896/3250 亿元，同比 +15%/+13%/+12%，对应 3 月 21 日股价 17/15/13xPE。此盈利预测 AI 部分较为中性，未考虑 AI 对游戏收入的拉动，新的广告技术带来广告效率进一步提升，AI Agent 带来收入增长，SaaS 国内爆发等。

证券分析师： 张伦可(S0980521120004)、陈淑媛(S0980524030003)

◆ 贝壳-W(02423.HK) 海外公司财报点评:2024 年营收稳步增长, 盈利水平略下滑

公司营收稳步增长, 主要受益于存量房交易回暖和新赛道业务快速发展。2024 年, 公司实现 GTV 交易总额 33494 亿元, 同比+7%, 其中, 存量房业务 GTV 占比为 67%, 同比提升 2.5pct; 2024 年, 公司实现营业收入 935 亿元, 同比+20%, 其中新赛道业务收入占比 34%, 同比提升 9pct。公司的营收增速高于 GTV 增速, 主要因为货币化率较高的新赛道业务发展较快。

公司盈利水平略下滑。2024 年, 公司实现归母净利润 41 亿元, 同比-29%, 归母净利率 4.3%, 同比下降 3pct; 实现经调整归母净利润 72 亿元, 同比-26%, 经调整归母净利率 7.7%, 同比下降 5pct。2024 年, 公司整体毛利率 25%, 同比下降 3pct; 贡献利润率 30%, 同比下降 4pct。公司盈利水平出现下滑, 一方面是因为贡献利润率较低的房屋租赁业务扩张、贡献利润率较高的新兴业务收缩, 另一方面受一次性奖金支出和费用计提的影响。

存量房业务表现与地产政策节奏一致。2024 年, 公司存量房业务交易总额 22465 亿元, 同比+11%, 市占率 24%, 同比提升 2pct, 主要得益于 5 月和 9 月密集出台利好政策带来的成交回暖。存量房业务收入 282 亿元, 同比+1%, 货币化率 1.26%略有下降, 主要因为: (1) 链家交易额占比下降带来结构性影响; (2) 自 2023 年 9 月链家在北京下调了存量房佣金费率; (3) 若干增值服务取消减少了收入。存量房业务贡献利润率 43.0%, 同比降低 4pct, 主要是链家经纪人数量增加及员工福利改善带来固定薪酬成本增加。

新房业务市占率和货币化率持续提升。2024 年, 公司新房业务实现 GTV 交易总额 9700 亿元, 同比-3%; 新房市占率 11.0%, 同比提升 2pct, 其中 Q4 单季度市占率攀升至 14%。2024 年, 公司新房业务收入为 337 亿元, 同比+10%; 货币化率 3.5%, 同比提升 0.4pct, 其中 Q4 单季度货币化率高达 3.7%, 创历史新高, 主要得益于公司相对房企较强的议价能力。2024 年, 公司新房业务贡献利润率 24.8%, 同比下降 2pct, 但 Q4 单季度贡献利润率回升至 25.6%。

新赛道业务保持良好的增速势头。2024 年, 公司家装家居业务交易总额 169 亿元, 同比+27%; 家装家居业务收入 148 亿元, 同比+36%; 货币化率 87%, 同比提升 6pct; 贡献利润率 31%, 同比提升 2pct。2024 年, 公司新兴业务及其他交易总额 1160 亿元, 同比+18%; 其中, 房屋租赁服务收入 143 亿元, 同比+135%, 贡献利润率 5%, 同比提升 6pct; 金融服务等其他服务业务收入 25 亿元, 同比+9%, 虽然贡献利润率高达 86%, 但公司为压降风险主动收缩。

门店和经纪人数量还在扩张, 预期市占率将持续提升。截至 2024 年末, 公司门店数量为 5.2 万家, 同比+18%; 经纪人数量为 50 万人, 同比+17%; 店均人数 10 人, 同比持平; 自 2022 年以来经营规模持续修复。2024Q4, 公司活跃门店和活跃经纪人数占比分别为 96%和 89%, 保持高位; 通过贝壳或链家移动应用程序访问平台的月活用户数为 4320 万人, 同比持平。

投资建议: 受益于地产利好政策出台和新赛道业务增长, 2024 年公司收入稳步提升, 但盈利能力略有下滑。考虑到公司业务结构调整和规模扩张期间的经营磨合, 我们略下调盈利预测, 预计公司 2025-2026 年的经调整归母净利润分别为 82/89 亿元 (前值 92/95 亿元), 每股收益分别为 2.27/2.45 元, 对应当前股价 PE 分别为 21.7/20.1 倍, 维持“优于大市”评级。

风险提示: 经济增速放缓、地产政策收紧、楼市热度下降、存量房交易佣金费率下行、新房市占率提升不及预期、新赛道业务盈利不及预期等。

证券分析师: 任鹤 (S0980520040006)、王粤雷 (S0980520030001)、王静 (S0980522100002)

◆ 中远海控(601919.SH) 财报点评:红海危机助力公司业绩高增, 积极回报股东增强价值属性

中远海控公布 2024 年年报, Q4 业绩实现大幅增长。中远海控发布 2024 年年报, 2024 全年公司实现营业收入 2338.6 亿元, 同比增长 33.3%; 实现归母净利润 491.0 亿元, 同比增长 105.8%。其中 Q4 公司实现营业收入 591.2 亿元, 同比增长 44.6%; 实现归母净利润 109.8 亿元, 同比增长 513.5%。

美线带动海控货运量快速增长, 但是由于滞后效应运价表现弱于行业。24 年公司完成集装箱海运量 2594 万标准箱, 同比增长 10.1%。其中, 跨太平洋线 (美线) 表现亮眼, 货量同比增长 13.0%; 亚洲至欧洲线货量同比下滑 13.3%, 主因红海绕行, 船舶周转效率下降; 亚洲区域内货量同比增长 11.1%, 主因产

业重构带动区域内贸易活跃。单箱收入方面，24 年公司国际线单箱收入（运价）同比增长 30.3%。同期，上海出口集装箱运价指数 SCFI/中国出口集装箱运价指数 CCFI 均值同比增长 144.2%/62.1%。整体，24 年公司集运业务实现 EBIT 利润 620 亿元，同比增长 116.5%；EBIT 利润率 27.9%，同比提升 10.7pct。

码头业务稳健增长。中远海运港口 2024 全年实现吞吐量 14403.3 万 TEU，同比增长 6.1%，其中，控股码头吞吐量 3265.5 万标准箱，同比+6.2%。分地区看，环渤海湾、长三角、东南沿海、珠三角、西南沿海、海外码头吞吐量分别同比+6.4%/+13.1%/+0.9%/+3.0%/+12.4%/+4.5%。

大力分红回报股东，价值属性凸显。一方面来说，公司拟于 2024 年末期向全体股东每股派发现金红利人民币 1.03 元（含税），加上 2024 年中期已派发的现金，预计 2024 年度派发现金红利约为公司 2024 年归母净利润的 50%，接近投资者回报计划上限；另一方面，公司 4Q2024 开启新一轮回购，拟回购股份总量为 5000 万股至 1 亿股，回购价格不超过 20 元/股，截至 2025 年 3 月 21 日，公司已回购 3004 万股，占总股本比例为 1.88%。

风险提示：全球经济超预期下滑、安全事故、红海危机影响超预期减弱等。

投资建议：

虽然全行业来看，当前供给的过剩问题较为严峻，且苏伊士航线或继续充当行业的达摩克里斯之剑，集运船东盈利能力或将承压，但是中远海控作为龙头企业，积极回报股东有望对其投资价值形成支撑。考虑到红海目前仍存较大不确定性，我们将 2025-2026 年业绩预测由 253.8/250.0 亿元下调至 234.0/211.6 亿元，并引入 2027 年盈利预测 218.4 亿元，对应 PE 估值 9.7/10.8/10.4 倍，将评级由“优于大市”下调至“中性”。

证券分析师：高晟（S0980522070001）、罗丹（S0980520060003）

◆ 牧原股份(002714.SZ) 财报点评:养殖成本稳步下降，现金分红比例明显提升

2024 年业绩表现优秀，生猪养殖成本稳步下降。2024 年归母净利润盈利达 178.81 亿元，同比扭亏为盈，处于此前业绩预告公布的 170-180 亿元区间上限；同时 2024 年末母公司权益占比由 2023 年末的 85%提升至 2024 年末的 93%。据公司公告，2024 年底养殖完全成本已降至 13 元/kg 左右，全年养殖完全成本约 14 元/kg。当前公司优秀场线的养殖完全成本已降至 12 元/kg 以下，后续会在内部持续推动优秀成绩的复制、推广，以带动整体成本下降。此外 2025 年公司预计出栏商品猪 7200 万头-7800 万头，其中仔猪出栏预计 800 万头-1200 万头，整体继续保持稳健增长。

资产负债表稳步修复，2024 年度合计现金分红占归母净利约 42%。伴随盈利能力提升与资本开支下降，2024 年末公司资产负债率同比下降 3.43pct 至 58.68%。同时，公司 2024 年度分红比例实现明显提升，2024 年度合计现金分红总额合计达 75.88 亿元，占 2024 年归母净利比例达 42.4%。考虑到当前养殖行业负债率处于历史较高水平，产业整体扩张意愿和能力不足，行业估值体系正从倾向资本开支向现金流创造能力转变。牧原股份作为国内生猪自繁自养龙头，较行业超额收益明显，未来有望保持较行业更高的分红回报水平，迎来估值重塑。目前牧原股份 2025 年出栏对应养殖资产头均市值低于 3000 元，处于周期底部位置，看好未来估值修复空间。

软件硬件优势兼具，龙头地位稳固。牧原的管理能力处于行业领先，具体来看分软硬两方面表现：软件方面，公司凭借精细化的养殖生产流程管理和优秀的企业文化，能充分调动员工的责任心与学习能力，推进养殖环节降本增效；硬件方面，公司在土地、资金、人才等扩张必需要素上储备充裕，为产能高速扩张奠定扎实基础。另外，公司将屠宰业务定位为养殖配套业务，产能亦在稳步上量。截至 2024 年末，公司已有养殖产能约 8100 万头/年；投产屠宰产能 2900 万头/年。2024 年公司屠宰生猪 1252.44 万头，销售鲜、冻品等猪肉产品 141.59 万吨，同比增长 0.8%；屠宰毛利率为 1.03%，同比增长 0.86pcts。通过加大在数字化、智能化方面的研发投入来提升生产效率与运营能力，公司屠宰肉食经营在 12 月已经实现单月盈利。

风险提示：疫病风险、原料价格大幅波动风险、产能扩张不及预期风险。

投资建议：维持“优于大市”评级。出于保守谨慎原则，我们对原有 2025-2026 年猪价假设进行下调，相应下调 2025-2026 年的盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利分别为 195.09/164.36/162.11 亿元（此

前预期 2025–2026 年分别为 251.8/228.7) 亿元, EPS 分别为 3.57/3.01/2.97 元, 对应 PE 分别为 11/13/13。

证券分析师: 鲁家瑞 (S0980520110002)、李瑞楠 (S0980523030001)、江海航 (S0980524070003)

◆ 光弘科技(300735.SZ) 公司快评:收购 AC 公司完善汽车电子布局, 全球化版图进一步拓展

3月5日, 公司发布重大资产购买预案, 以支付现金方式向 Hiwinklax S.A. 和 IEE International Electronics & Engineering S.A. 等 2 名交易对方购买其持有的 AC 公司 100% 股权及 TIS 公司 0.003% 股权, TIS 公司系 AC 公司之子公司, AC 公司直接持有 TIS 公司 99.997% 股权, 收购完成后, 公司将控制 AC 公司及其控股的 TIS 公司的 100% 股权。

国信电子观点: 1) 公司发布重大资产购买预案, 预计收购 AC 公司及其控股公司 TIS 公司的股权, AC 公司是法国 EMS 的领导者, 是欧洲第 9 大 EMS 供应商, 全球第 47 大 EMS 供应商, 为法雷奥、IEE、雷诺、施耐德等国际知名客户提供汽车电子、工业控制等领域的电子制造服务。收购 AC 公司将进一步完善公司在汽车电子领域的业务布局, 扩大公司汽车电子业务规模。

2) AC 公司成立于 2015 年, 其生产制造服务主要由四个子公司 MSL、BMS、TIS 和 GDL 完成, AC 公司业务区域主要分布在欧洲、美洲、非洲等地。收购 AC 公司将进一步拓展公司业务全球化版图, 公司将在欧洲、北非和北美拥有生产制造基地。

3) 我们认为, 收购 AC 公司及 TIS 公司股权有助于公司进一步深化在汽车电子领域的技术储备, 有望扩大公司汽车电子领域的业务规模, 同时进一步拓展公司全球化版图。由于公司需要为客户采购原材料的业务模式占比不断提高, 导致利润率波动, 预计 2024–2026 年营业收入 70.45/88.05/109.19 亿元 (前值 2024–2025 年 66.72/84.02 亿元), 归母净利润 2.4/3.2/4.4 亿元 (前值 2024–2025 年 5.11/6.35 亿元), 当前股价对应 PE 分别为 110.5/81.7/59.9 倍, 维持“优于大市”评级。

证券分析师: 胡剑 (S0980521080001)、胡慧 (S0980521080002)、叶子 (S0980522100003)、张大为 (S0980524100002)、詹浏洋 (S0980524060001)、李书颖 (S0980524090005)

联系人: 连欣然

◆ 世华科技(688093.SH) 财报点评:24 年营收同比增长 55%, 光电材料进入高速成长期

营收同比增长 55%, 新产品快速增长推动产品结构调整。2024 年公司实现营业收入 7.95 亿元 (YoY +55.36%), 实现归母净利润 2.80 亿元 (YoY +44.56%)。实现扣非后归母净利润 2.59 亿元 (YoY +54.62%); 对应 4Q24 营收 2.28 亿元 (QoQ -11.40%, YoY +88.34%), 归母净利润 0.84 亿元 (QoQ -8.54%, YoY +115.44%)。2024 年公司毛利率 56.21% (YoY -2.68pcts), 其中 4Q24 毛利率 55.14% (QoQ -2.31pcts, YoY -0.42pcts), 2024 年公司毛利率下滑主要系公司产品结构变化, 高性能光学材料销售收入占比增加所致。24 年公司期间费用率 23.6% (YoY -3.00pcts), 其中销售费用率为 4.81% (YoY -0.88pcts); 管理费用率为 13.06% (YoY -1.23pcts); 研发费用率为 6.32% (YoY -0.87pcts); 财务费用率为 -0.60% (YoY -0.01pcts)。

光电显示模组材料需求旺盛, 拟再融资支持持续扩产。高性能光学材料成为公司第二增长曲线, 2024 年销售额达 2.18 亿元, 同比增长 442%。随着国内光学产业链良率提升, 光学材料国产化替代迎历史机遇。公司于 2025 年 1 月 7 日披露再融资预案, 项目计划总投资 7.4 亿元, 拟通过引进先进设备、建设高标准的制造基地, 建设以偏光片保护膜、OLED 制程保护膜、OCA 光学胶膜为主的光学显示薄膜材料扩产项目。目前项目地块已取得, 公司正积极推动相关工作, 随着后续产能落地, 该类业务的成长空间将得到持续释放。

多种新品有序增长, 募投项目稳步推进。公司 IPO 募集资金投资的“功能性材料扩产及升级项目”, 自 2021 年以来陆续投产, 今年有 3 条新产线投产, 截至 2024 年底, 项目投入进度已达 100%, 预计 2025 年 6 月全部达到预定可使用状态。此外, 公司张家港工厂于 24 年 10 月进入试生产阶段, 公司已具备粘接剂材料的生产能力, 粘接剂材料是公司的种子业务, 公司正积极推动该业务板块多类产品的验证工作。另外, 公司生物基材料产品自 2022 年以来, 已完成不同结构、不同特性共计十多个大类、一百余款环

保型复合材料的系统性开发和技术储备，多款产品得到客户认证、实现量产销售。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级

预计公司 25-27 年归母净利润同比增长 20.2%/19.0%/15.6%至 3.4/4.0/4.6 亿元（25-26 年原值为 3.01/3.65 亿元），对应 PE 分别为 18/16/13 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：产品拓展不及预期、客户拓展不及预期、下游终端需求不及预期。

证券分析师： 胡剑（S0980521080001）、胡慧（S0980521080002）、叶子（S0980522100003）、詹浏洋（S0980524060001）、李书颖（S0980524090005）

联系人： 连欣然

金融工程

◆ 金融工程专题报告：海外资管机构月报-今年以来美国大盘价值风格占优，相应基金收益中位数近 5%

美国公募基金市场月度收益

2025 年 2 月，美国股票型基金业绩弱于国际股票基金、债券基金和资产配置基金。具体来看，2 月美国股票型基金、国际股票型基金、债券型基金、资产配置型基金收益中位数分别为-2.84%、0.32%、1.09%、0.07%。

美国非货币公募基金资金流向

按管理方式：2025 年 2 月，主动管理型基金整体净流入 22 亿美元，被动基金整体净流入 753 亿美元。

按资产类型：2025 年 2 月，美国市场开放式基金中，股票型基金资金净流出较多，达 461 亿美元；债券型基金资金净流入 200 亿美元。

2025 年 2 月，美国市场 ETF 中，股票型、债券型 ETF 资金净流入较多，分别达 656 亿、406 亿美元。

值得注意的是，股票型基金中，开放式基金与 ETF 资金流向相反，表现为资金流出股票型开放式基金并流入 ETF。

头部资管机构资金净流入

统计美国市场在管基金规模 Top10 资管机构旗下开放式基金 2025 年 2 月资金净流入：Vanguard、American Funds 资金净流出较多，分别净流出 86 亿美元和 68 亿美元。

ETF 方面，2025 年 2 月美国 ETF 规模 Top10 资管机构除了 VanEck 外均有净流入，其中 Vanguard 和 State Street 净流入最多，分别为 260 亿美元和 208 亿美元。

美国公募基金市场新发产品

2025 年 2 月，美国基金市场新成立基金共 60 只，其中包括 46 只 ETF 和 14 只开放式基金产品；按资产类别区分，2025 年 2 月新成立股票型基金 24 只、债券型基金 32 只、资产配置型基金 4 只。

海外资管机构观点梳理

我们围绕海外头部资管机构近期较为关注的主题，从资管机构公开发布的报告及文章中，整理海外头部资管机构的市场观点及配置建议摘要。本月热点主题包括：欧美政策走势、外资对股票市场观点等。

风险提示：市场环境变动风险，本报告基于客观数据，不构成投资建议。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）

联系人： 杨昕宇

◆ 金融工程日报：A 股 V 型反弹，旅游板块全天强势、TMT 行业探底回升

市场表现：今日（20250324）规模指数中上证 50 指数表现较好，板块指数中北证 50 指数表现较好，风格指数中沪深 300 成长指数表现较好。有色金属、家电、银行、消费者服务、食品饮料行业表现较好，

综合金融、国防军工、房地产、计算机、综合行业表现较差。钒钛、磷化工、冰雪旅游、钛白粉、铜产业等概念表现较好，自行车、网络规划建设、装饰园林、医保支付改革、密码学等概念表现较差。

市场情绪：今日收盘时有 53 只股票涨停，有 53 只股票跌停。昨日涨停股票今日收盘收益为 0.00%，昨日跌停股票今日收盘收益为-5.39%。今日封板率 64%，较前日下降 0%，连板率 25%，较前日下降 2%。

市场资金流向：截至 20250321 两融余额为 19374 亿元，其中融资余额 19261 亿元，融券余额 113 亿元。两融余额占流通市值比重为 2.4%，两融交易占市场成交额比重为 8.7%。

折溢价：20250321 当日 ETF 溢价较多的是创业板综 ETF 华夏，ETF 折价较多的是农业 50ETF。近半年以来大宗交易日均成交金额达到 16 亿元，20250321 当日大宗交易成交金额为 11 亿元，近半年以来平均折价率 5.27%，当日折价率为 2.79%。近一年以来上证 50 股指期货主力合约年化升水率中位数为 0.62%，近一年以来沪深 300 股指期货主力合约年化贴水率中位数为 1.17%，近一年以来中证 500 股指期货主力合约年化贴水率中位数为 6.34%，近一年以来中证 1000 股指期货主力合约年化贴水率中位数为 10.34%，当日上证 50 股指期货主力合约年化贴水率为 0.68%，处于近一年来 42%分位点，当日沪深 300 股指期货主力合约年化贴水率为 3.73%，处于近一年来 34%分位点；当日中证 500 股指期货主力合约年化贴水率为 15.19%，处于近一年来 7%分位点；当日中证 1000 股指期货主力合约年化贴水率为 14.49%，处于近一年来 29%分位点。

机构关注与龙虎榜：近一周内调研机构较多的股票是德赛西威、汇顶科技、华中数控、汤臣倍健、盟科药业-U、奥普特、风语筑、潮宏基等，德赛西威被 169 家机构调研。20250324 披露龙虎榜数据中，机构专用席位净流入较多的股票是电工合金、日发精机、三维通信、神州信息、惠通科技、明新旭腾、东安动力、克莱特等，机构专用席位净流出较多的股票是大连重工、中信重工、亚星锚链、南方精工、大位科技、邵阳液压、荣联科技、读客文化、东珠生态、湖北宜化、红宝丽、阳光乳业等。陆股通净流入较多的股票是奋达科技、大位科技、湖北宜化、北方铜业、佛山照明、韶能股份、大连重工、浙大网新、神州信息等，陆股通净流出较多的股票是中信重工、海兰信、亚星锚链、东安动力、荣联科技、亚威股份等。

风险提示：市场环境变动风险；本报告基于历史客观数据统计，不构成投资建议。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）

联系人： 李子靖

【市场数据】

商品期货

商品	收盘价	涨跌幅	商品	收盘价	涨跌幅
黄金	702.98	-0.52	ICE 布伦特原油	72.16	0.22
白银	8183.00	-0.70	铜	81020.00	-0.12
铝	20675.00	-0.45	铅	17560.00	0.63
豆一	3879.00	0.02	锌	24065.00	1.09
豆粕	2848.00	-0.55	镍	129380.00	-0.10
玉米	2279.00	-0.21	锡	276130.00	-0.98
螺纹钢	3145.00	0.41	SR505	6073.00	-0.75

本月国内重要信息披露

公布日期	项目	本期数据	上期数据	上年同期数据	发布主体
2024/11/30	11月PPI (%)	-2.9	-3.3	-3.4	PPI
2024/11/30	11月CPI (%)	99.4	100.7	100.2	国家统计局
2024/11/30	11月狭义货币(M1)同比 (%)	-0.0	-0.02	0.01	中国人民银行
2024/11/30	11月狭义货币(M2)同比 (%)	0.07	0.07	0.1	中国人民银行
2024/11/30	11月新增人民币贷款(亿元)	5216.0	2965.0	11120.0	中国人民银行
2024/11/30	11月贸易顺差总额(亿美元)	97443.13	95715.17	69334.24	国家商务部
2024/11/30	11月固定资产投资累计同比 (%)	0.03	0.01	0.02	国家统计局
2024/11/30	11月工业增加值 (%)	0.05	0.05	0.06	国家信息中心
2024/11/30	11月社会消费品零售总额_同比 (%)	0.03	0.03	0.02	国家统计局

近期非流通股解禁明细

代码	简称	本次解禁数量(万股)	流通股股本(万股)	流通股增加%	上市日期
301061.SZ	匠心家居	6000.00	8000.00	100.00	2025-03-13
000625.SZ	长安汽车	2590.64	632214.29	45.92	2025-03-05
300844.SZ	山水比德	2525.00	4040.00	100.00	2025-02-13
301024.SZ	霍普股份	2880.00	4239.00	100.00	2025-01-28
601921.SH	浙版传媒	180000.02	222222.22	100.00	2025-01-23
001209.SZ	洪兴股份	6497.49	9394.48	100.00	2025-01-22
002059.SZ	云南旅游	6857.37	101243.48	100.00	2025-01-16
002187.SZ	广百股份	18692.79	61761.91	100.00	2025-01-06
605287.SH	德才股份	2865.13	10000.00	100.00	2025-01-06
600679.SH	上海凤凰	550.77	34369.42	100.00	2024-12-23
000546.SZ	金圆股份	6613.75	78048.26	99.54	2024-12-20
301096.SZ	不适用	3960.00	10816.66	100.00	2024-12-20
688032.SH	不适用	1985.72	4000.00	100.00	2024-12-20
600859.SH	王府井	4147.65	113273.80	99.75	2024-12-17
301100.SZ	不适用	15000.00	20000.00	100.00	2024-12-17
603071.SH	不适用	32026.96	55795.44	100.00	2024-12-16
688246.SH	不适用	3663.35	13787.75	100.00	2024-12-16

000737. SZ	南风化工	104599. 31	169128. 73	100. 00	2024-12-16
301138. SZ	不适用	9000. 00	12000. 00	100. 00	2024-12-16
603216. SH	梦天家居	16600. 00	22136. 00	100. 00	2024-12-16
301101. SZ	不适用	8456. 60	13434. 14	100. 00	2024-12-16
002074. SZ	国轩高科	38416. 33	156267. 38	79. 01	2024-12-16
301177. SZ	不适用	36000. 00	40001. 00	100. 00	2024-12-16
000401. SZ	冀东水泥	106598. 80	247935. 72	99. 97	2024-12-16
300678. SZ	中科信息	381. 96	12858. 48	5. 95	2024-12-10
688110. SH	东芯股份	16571. 30	44224. 97	100. 00	2024-12-10
301168. SZ	通灵股份	7034. 70	12000. 00	100. 00	2024-12-10
688192. SH	迪哲医药	21784. 60	40000. 01	100. 00	2024-12-10
600886. SH	国投电力	48830. 64	745417. 97	100. 00	2024-12-10
301111. SZ	粤万年青	8986. 15	16000. 00	100. 00	2024-12-09
301193. SZ	家联科技	5985. 00	12000. 00	100. 00	2024-12-09
301199. SZ	迈赫股份	7650. 00	13334. 00	100. 00	2024-12-09
301179. SZ	泽宇智能	9900. 00	13200. 00	100. 00	2024-12-09
301126. SZ	达嘉维康	8187. 02	20650. 57	100. 00	2024-12-09
301213. SZ	观想科技	4804. 56	7999. 99	100. 00	2024-12-06
688151. SH	华强科技	24234. 68	34450. 00	100. 00	2024-12-06
301167. SZ	建研设计	2400. 00	8000. 00	100. 00	2024-12-06
301108. SZ	洁雅股份	4571. 77	8120. 98	100. 00	2024-12-03
000155. SZ	川能动力	17899. 55	144899. 55	100. 00	2024-12-03
301198. SZ	喜悦智行	5394. 00	10000. 00	100. 00	2024-12-02

全球证券市场统计

股票市场指数

简称	最新收盘价	1 日 涨跌幅 (%)	1 周 涨跌幅 (%)	1 个月 涨跌幅 (%)	3 个月 涨跌幅 (%)	12 个月 涨跌幅 (%)	30 天 波动率 (%)
道琼斯工业平均指数	42583. 31	1. 424232	50. 42	50. 42	50. 42	50. 42	43. 47
德国 DAX 指数	22852. 66	-0. 170455	79. 42	1. 90	15. 13	25. 52	49. 39
法 CAC40 指数	8022. 33	-0. 256374	-0. 63	-0. 84	10. 15	-1. 58	45. 75
恒生指数	23905. 56	0. 911113	-0. 99	2. 41	18. 94	44. 88	68. 59
沪深 300 指数	3934. 84	0. 514800	-1. 54	-0. 87	-1. 22	10. 99	67. 30
美国 SP500 指数	5767. 57	1. 764604	1. 62	-3. 60	-4. 51	10. 19	49. 83
纳斯达克综合指数	18188. 59	2. 274735	2. 13	-5. 69	-9. 19	10. 71	54. 76
日经 225 指数	37608. 49	-0. 181994	0. 56	-1. 99	-3. 65	-8. 02	不适用

沪深港通资金流入流出 Top10

A 股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格 (RMB)	涨跌幅 (%)	流入资金 (RMB, 万元)	代码	简称	价格 (RMB)	涨跌幅 (%)	流出资金 (RMB, 万元)
1	601328. SH	交通银行	7. 4400	3. 1900	无数据	688111. SH	金山办公	312. 9300	1. 1475	无数据
2	002371. SZ	北方华创	429. 4000	2. 5310	无数据	601328. SH	交通银行	7. 4400	3. 1900	无数据
3	300059. SZ	东方财富	23. 2700	0. 0000	无数据	002371. SZ	北方华创	429. 4000	2. 5310	无数据
4	600276. SH	恒瑞医药	44. 3500	-1. 1148	无数据	300059. SZ	东方财富	23. 2700	0. 0000	无数据
5	000858. SZ	五粮液	134. 3100	-0. 2155	无数据	600276. SH	恒瑞医药	44. 3500	-1. 1148	无数据
6	000651. SZ	格力电器	44. 9800	2. 8349	无数据	000858. SZ	五粮液	134. 3100	-0. 2155	无数据
7	603993. SH	洛阳钼业	8. 0100	4. 8429	无数据	603993. SH	洛阳钼业	8. 0100	4. 8429	无数据

8	688041. SH	海光信息	149. 0000	2. 1948	无数据	688041. SH	海光信息	149. 0000	2. 1948	无数据
9	000333. SZ	美的集团	76. 0600	1. 0361	无数据	000333. SZ	美的集团	76. 0600	1. 0361	无数据
10	002261. SZ	拓维信息	30. 4100	-5. 0874	无数据	002261. SZ	拓维信息	30. 4100	-5. 0874	无数据

港股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格 (HKD)	涨跌幅 (%)	流入资金 (HKD, 万元)	代码	简称	价格 (HKD)	涨跌幅 (%)	流出资金 (HKD, 万元)
1	2432. HK	建行比联八零三 B	74. 6500	0. 06642857	64250. 41	1810. HK	小米集团-W	57. 0000	0. 04204753	474522. 79
2	2432. HK	越疆	74. 6500	0. 06642857	64250. 41	9988. HK	阿里巴巴-W	132. 8000	0. 01606733	318989. 73
3	9868. HK	小鹏汽车-W	86. 2500	0. 03293413	78735. 31	0981. HK	中芯国际	48. 3000	0. 02875399	259666. 62
4	0941. HK	中国移动	82. 6500	-0. 01077199	84489. 75	0700. HK	腾讯控股	513. 0000	0. 00293255	252580. 41
5	1024. HK	快手-W	58. 9000	-0. 00674536	99222. 41	3690. HK	美团-W	165. 7000	-0. 01133652	159377. 48
6	1211. HK	比亚迪股份	403. 4000	0. 03013279	114433. 85	0941. HK	中国移动	82. 6500	-0. 01077199	119677. 39
7	0981. HK	中芯国际	48. 3000	0. 02875399	226632. 64	9868. HK	小鹏汽车-W	86. 2500	0. 03293413	81282. 65
8	3690. HK	美团-W	165. 7000	-0. 01133652	239953. 25	1024. HK	快手-W	58. 9000	-0. 00674536	73667. 66
9	0700. HK	腾讯控股	513. 0000	0. 00293255	248537. 42	1211. HK	比亚迪股份	403. 4000	0. 03013279	71724. 13
10	9988. HK	阿里巴巴-W	132. 8000	0. 01606733	300690. 90	2432. HK	建行比联八零三 B	74. 6500	0. 06642857	67204. 48
11	1810. HK	小米集团-W	57. 0000	0. 04204753	377598. 63	2432. HK	越疆	74. 6500	0. 06642857	67204. 48

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032