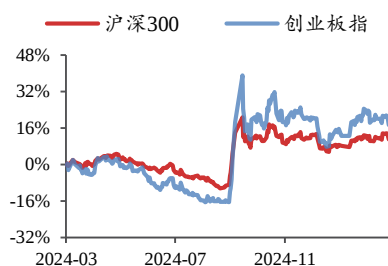


沪深300及创业板指数近1年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
钢铁	0.586
石油石化	0.299
环保	-0.158
煤炭	-0.194
公用事业	-0.239

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
汽车	-3.680
计算机	-3.193
电子	-2.583
有色金属	-2.343
商贸零售	-2.089

数据来源：聚源

吴梦迪（分析师）

wumengdi@kysec.cn

证书编号: S0790521070001

观点精粹

总量视角

【宏观经济】基建开工仍处于历史同期低位——宏观周报-20250323

【固定收益】解读央行一季度例会的“宏观审慎”与债市——事件点评-20250323

【固定收益】当前债市或估值偏高——固收专题-20250321

【金融工程】REITs 投资：泛红利资产的配置与优选——大类资产配置研究系列
(12)-20250323

【金融工程】北上资金净流入的估算方案——开源量化评论（106）-20250320

行业公司

【煤炭开采】高长协一体化煤企年报业绩稳，否极泰来重视煤炭配置——行业周报-20250323

【建材】楼市成交量价齐升，重视建材布局机会——行业周报-20250323

【食品饮料】糖酒会反馈：平淡中孕育新机——行业周报-20250323

【计算机】周观点：四足机器人加速落地，场景公司率先受益——行业周报-20250323

【非银金融】险企下调投资收益率假设，关注券商年报催化——行业周报
-20250323

【地产建筑】新房成交面积环比增长，因城施策释放房地产需求潜力——行业周报-20250323

【商贸零售】潮宏基订货会火热举办，高端新品受到加盟商欢迎——行业周报
-20250323

【地产建筑】支持消费、文化旅游等领域项目发行 REITs，能源 REIT 单周表现优异——行业周报-20250323

【农林牧渔】受豆粕价格大幅下降影响，饲料开启降价潮——行业周报-20250323

【通信】CPO 迎来催化，腾讯、移动、联通加大算力投入，算力产业链持续高景气度——行业周报-20250323

【医药】原发性头痛用中成药市场待开发,关注 NDA 新品——行业周报-20250323

【化工】国内民航 SAF 第二阶段试点启动，UCO-SAF 行业景气有望提升——行业点评报告-20250321

【计算机：大豪科技(603025.SH)】业绩高增长，AI+量子通讯业务值得期待——公司信息更新报告-20250323

【海外：美团-W(03690.HK)】加大海外及 AI 投入，待宏观环境复苏驱动利润上修——港股公司信息更新报告-20250323

【海外：金山软件(03888.HK)】游戏回归平稳增速，AI 驱动 WPS 及金山云增长提速——港股公司信息更新报告-20250323

【海外：瑞声科技(02018.HK)】WLG 光学、机器人、车载声学构筑成长曲线——港股公司信息更新报告-20250323

研报摘要

总量研究

【宏观经济】基建开工仍处于历史同期低位——宏观周报-20250323

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 郭晓彬（联系人）证书编号：S0790123070017

供需：工业好于基建

1.基建开工：开工率仍处于历史同期低位。最近两周（3月8日至3月21日），石油沥青装置开工率、磨机运转率、水泥发运率等仍处历史低位，建筑工地资金到位率同比低于2024年农历同期。历史比较来看，建筑工地开工进度仍较慢。

2.工业生产端，开工好于基建。最近两周，化工链多数品种开工率处于历史同期中上游，汽车半钢胎开工率保持历史高位，焦化企业开工率表现略弱。

3.需求端，建筑需求偏弱，工业于消费需求偏强。最近两周，建筑需求偏弱，螺纹钢、线材、建材表观需求低于历史同期。工业与消费需求偏强，乘用车四周滚动销量同比延续回升。中国轻纺城成交量处于同期历史高位。

商品价格：国内工业品震荡偏弱运行

1.国际大宗商品：震荡分化运行。最近两周，原油价格先降后升，均值有所回落；铜、铝价格均值有所回升；金价震荡偏强运行。

2.国内工业品：震荡下行。最近两周，国内定价工业品表现弱于国际定价产品。其中受国际定价的南华金属指数相对平稳，而国内定价的黑色系产品、煤炭、建材整体均有所回落，与基建开工、建筑需求偏弱相对应。

3.食品：价格呈企稳迹象。

地产与流动性：商品房成交同比保持正增，资金利率震荡上升

1.商品房：成交同比保持正增。新建住房市场看，最近两周（3月8日至3月21日），全国30大中城市商品房成交面积平均值较上两周环比回落3%，从季节性上仍高于2024年同期，但弱于2022-2023年同期，较2022、2023、2024年同期分别同比-23%、-50%、+5%。2024年9月地产政策放宽以来，部分需求得以一次性释放，新建房成交历史位置上升至历史高位，当前已回落至历史中低位，我们预计，后期若无增量政策。新建房成交或将处于当前运行位或以下。一线城市成交面积同比保持正增，较2022、2023、2024年农历同期分别同比+15%、-28%、+34%。二手房市场看，价格方面，截至3月10日，二手房出售挂牌价指数延续回落；成交量方面，最近两周（3月8日至3月21日），北京、上海、深圳二手房成交面积延续历史高位，较2024年同期分别同比+36%、+46%、+61%。

2.流动性：资金利率震荡上升。最近两周，资金利率震荡上升。截至3月21日，R007为1.82%，DR007为1.77%；央行实现货币净投放6338亿元；质押式回购成交量共为57.4万亿元。

交通运输：地铁出行同比回升，出口运价延续回落

1.居民出行：地铁出行同比回升。最近两周，北上广深地铁客运量平均值同比上升2.5%。国内执行航班数平均值同比上升1.0%。

2.出口运输：出口运价延续回落，港口AIS数据表现偏强。最近两周，出口运价延续回落；从港口AIS数据指标看，3月前21天，6个指标均指向3月出口同比回升。

风险提示：大宗商品价格波动超预期，政策力度超预期。

【固定收益】解读央行一季度例会的“宏观审慎”与债市——事件点评-20250323

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 刘伟（分析师）证书编号：S0790524070008

2025年3月21日，中国人民银行货币政策委员会召开第一季度例会，表示将从宏观审慎的角度观察、评估债市运行情况，关注长期收益率的变化。

政策对于宏观审慎政策的定位

关于央行宏观审慎政策与债市的关系，央行行长潘功胜2024年多次提及。

（1）2024年6月陆家嘴论坛，“中央银行需要从宏观审慎角度观察、评估金融市场的状况，当前特别是要关注一些非银主体大量持有中长期债券的期限错配和利率风险，保持正常向上倾斜的收益率曲线”；

（2）2024年9月国新办发布会，“美国硅谷银行这个案例是非常有意义的，中央银行需要从宏观审慎管理的角度，观察、评估市场风险，并采取适当的措施弱化和阻碍风险累积。目前，国债收益率曲线作为重要的价格信号，还存在远端定价不充分、稳定性不足等问题”；

（3）2024年10月金融街论坛，“中央银行需要从宏观审慎管理的角度，观察、评估金融市场风险，并采取适当的措施阻断或弱化金融市场风险累积。近一段时间，人民银行就长期国债收益率运行多次与市场加强沟通，目的是遏制羊群效应导致长期国债收益率单边下行潜藏的系统性风险”。

另外，交易商协会副秘书长徐忠2024年表示，“今年以来，大量资金涌入债券市场，导致债券市场期限利差、信用利差缩小甚至拉平，长期国债利率已经偏离合理区间，一定程度上存在泡沫化倾向”。

我们从历次政策层发言可以看出，宏观审慎政策作为央行宏观调控的双支柱之一，政策级别较高，而宏观审慎政策的主要目标是防范金融系统风险。对于债券市场的风险，主要包括期限错配、利率风险、收益率曲线形态等。

对于债券收益率曲线形态，当前30-10年、10-1年、1年-隔夜利率明显平坦化，甚至10年和1年收益率已经与隔夜利率倒挂，已经偏离向上倾斜的正常状态，这或是央行再次提及宏观审慎的主要原因。

2025年央行提及债市，结果或与2024年不同

2024年9月之前，政策组合为“紧信用+紧财政”，即社融存量增速、财政支出增速均趋势下行，经济有所回落，央行则随之采用“宽货币”政策，推动资金利率持续下行，最终导致了债市收益率的下行。

我们认为，2025年与2024年明显不同。无论是2024年债市收益率下行，还是收益率平坦化，2025年或正好相反。

（1）2025年政策组合已经变为“宽信用+宽财政”，例如，央行例会罕见的连续两次强调“引导金融机构加大货币信贷投放力度”，数据上，2025年1-2月社融存量增速连续回升，经济边际改善。

（2）目前资金利率DR001达到1.8%左右，基本回到2024年7月降息前的水平。

（3）2024年债市提前定价降息预期，目前10年国债收益率相对于政策利率隐含降息预期20BP、相对于资金利率隐含降息预期50BP，导致了当前收益率曲线平坦化。2025年随着政策组合转变和资金利率回升，收益率曲线有望回归向上的正常形态。

另一方面，2025年债券收益率曲线回归正常化的过程中，如果出现了“负反馈”等情况，比如，2016年12月、2022年12月，央行或阶段性放松资金利率，来缓解金融市场的风险释放。

我们认为，如果发生“负反馈”之后，央行或阶段性放松，但并不会改变债市方向和收益率曲线正常化。一方面，央行不会为了避免负反馈而放弃曲线正常化，另一方面，债市负反馈结束之后，债市收益率仍会继续上行，

比如，2017 年债券收益率高于 2016 年 12 月，2023 年一季度债券收益率高于 2022 年 12 月。

维持债市观点不变：10 年国债收益率目标 2.5% 以上

我们此前观点：2025 年国债收益率上行“三步走”，10 年国债债券估值回归 2.5% 以上或年内完成。

此次央行再次提及宏观审慎，或反映出央行希望债券收益率曲线重新回归“正常的向上倾斜”。

按照正常的债券收益率曲线形态，10 年与隔夜资金利率合理利差在 90BP 左右，考虑到当前隔夜资金利率为 1.8% 左右，对应的 10 年国债收益率为 2.7%，再次印证我们前期观点 10 年国债债券估值回归 2.5% 以上。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

【固定收益】当前债市或估值偏高——固收专题-20250321

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 梁吉华（分析师）证书编号：S0790523110002

通过股市与房地产的历史回顾，我们发现当前的债市情况与 2020-2021 年的股市和房地产市场存在类似之处，均显示出估值偏高的特征。

股市与房地产市场的历史回顾

2020-2021 年的股市、地产，从事后看都存在一定的资产估值偏高。资产估值偏高的本质原因在于，将“长期上涨”的投资，变为“短期化”的投机，透支未来的现金流，导致估值偏高，最后回归均值、甚至严重超跌。

优秀公司在“长期的上涨”下短时间内上涨过快导致估值偏高。

对于优秀公司可以假定有永续的现金流、盈利的成长性，从长期看，优秀公司股票的收益率大致与 ROE 或者盈利增速等趋同，“以合理的价格买入优秀的公司”，理论上看就是可以获得股价“长期的上涨”。如果股价估值偏高，就需要透支未来的现金流；如果追求的是“长期的上涨”，那么就可以接受、无视“短期的不涨”，在任何时候买入优秀的公司都是合理的。

如果所有人都这么想，那么就会在同一时间买入自己认为优秀的公司。结果就是，股价在短时间内出现较大上涨，以及很难有更多的新资金进入；当所有相信“长期的上涨”的人都买入之后，就会开始进入阶段性的下跌，这种下跌可以持续 1 年，也可以持续数年，甚至可以跌到，市场完全不相信股市还有“长期的上涨”。

长期持有一线地产，理论上跟持有好公司的股票类似，是可以“长期的上涨”。一线城市的房地产可以类比为永续的现金流，即一线城市的租金长期看应具有接近货币投放增速、或者名义 GDP 增速的成长性，按照类似股票的现金流折现，可以得出一线城市的房地产只要拿得住，就应该“长期的上涨”。

但是，与股票类似，如果相信这种观点的人，短期内集中的投资了房地产，那么同样会导致房价的短时间大涨，透支未来 N 年的现金流，以及数年内很难有新增买盘，进入长期的下跌，最后市场完全不相信，地产可以“长期的上涨”。

当前债市或估值偏高

债券持有到期有稳定的现金流，且潜在经济增速下行导致收益率有下行趋势，长期来看持有债券可以“长期的上涨”。但是，如果相信这一观点的人在短期内都涌入债市，同样会透支未来现金流，导致阶段性估值偏高，需要长时间消化，也可能到最后不再相信债券可以“长期的上涨”（例如 2017 年、2020 年四季度等）。

当前债市的透支幅度可能类似于 2020-2021 年的“核心资产”股票，或一线城市房地产。按照 2013 年以来的 10 年国债收益率趋势线，目前合理水平应该在 2.5% 左右，而当前 10 年国债仅为 1.8-1.9%；按照历史规律，10 年国债收益率，年均下降幅度大约在 0.1%，可能要等待 6-7 年，才能获得之后的长期收益率下行带来的“长期的上涨”。

由于“长期的上涨”的信仰，资产价格开始下跌之后，反而会涌现大量的抄底盘，因为这些资金会觉得最高点的透支可能是5年，下跌之后只透支3年了，相对长期稳定的现金流还是估值便宜，继续加仓；另外很多人会分步加仓、越跌越买，因为相信“长期的上涨”，总觉得有一天会买到底部，获取高额收益。

但是趋势扭转之后，只靠抄底资金，其实远远比不过套牢资金。一旦信仰松动，市场会开始怀疑“长期的上涨”是否存在，以及“短期的亏损”或许是更重要的考量，导致估值持续均值回归。从负债端讲，如果能够扛到估值回归之后，那么确实可以再享受“长期的上涨”；但是大部分资金的负债端不稳定，如房地产加杠杆、股市的股指期货、受托资金的赎回等，导致难以扛到估值回归。

我们建议慎重思考，在明知道贵的情况下继续买入以及越跌越买可能隐藏着较大风险。虽然最终可能会回到“长期的上涨”，但如果已经出局，则与投资者无关。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

【金融工程】REITs 投资：泛红利资产的配置与优选——大类资产配置研究系列（12）-20250323

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 张翔（分析师）证书编号：S0790520110001 | 何申昊（分析师）证书编号：S0790524070009

REITs 发展：扩容迅速，机构偏好分化

2024 年以来，REITs 市场加速扩容。REITs 产品的数量从 2023 年年底的 29 只增加到 63 只，二级市场的容量从 768 亿扩充到 1692 亿。

REITs 的产品划分有两个维度，一是底层资产类型，二是产品类型。理论上，产权类和特许经营权类 REITs 的派息率和定价机制存在明显差异。

将 2024 年中报公布的 REITs 前十大持有者明细分类汇总，可以发现券商自营、保险、信托是除了关联方和原始权益人之外的前三大市场参与主体。不同类型的投资者对底层资产的偏好具有差异，券商自营持有最多的前三大资产类型为：交通基础设施、能源基础设施、园区基础设施；保险持有最多的前三大资产类型为：交通基础设施、仓储物流、消费基础设施。

REITs 配置：泛红利类资产的价值比较

REITs 具有明显的高分红特征，满足 FVOCI 会计准则的条件，在当前的低利率环境下对配置资金尤其具有吸引力。REITs 与境内其他大类资产相关性偏低，将 REITs 纳入资产配置组合能够分散风险、降低波动。不同目标风险下，在股债组合中引入 REITs 能够显著提升组合的长期预期收益，而在股债金组合中引入 REITs 也有小幅增益。随着目标风险的提升，股债金 REITs 组合中的最优 REITs 权重先增后减，中等风险组合应配置更高比例的 REITs 资产。

我们从自下而上与自上而下两个角度对比 REITs 与红利的配置性价比。微观视角下，对比产权类 REITs 的年化派息率和红利股的股息率 TTM 可以形成轮动策略，派息率/股息率更高的资产未来大概率表现更好。宏观视角下，中证 REITs 与中证红利的利率敏感性方向相异：利率下行周期中证 REITs 受益，利率上行周期中证红利受益。我们推荐在利差显著时使用微观信号，当前产权类 REITs 年化派息率与中证红利股息率 ttm 利差为-1.96%，位于历史 16%分位的低位水平，认为红利股占优。

REITs 优选：评价因子与组合构建

我们从股息回报、估值与溢价、价量、市值、成长性几个维度构建了共 21 个 REITs 评价因子。我们最终选择了 5 个有效因子进行分位得分等权合成：真实派息率 ttm、溢价率中位偏离度、IRR 隐含成长、低波以及流通市值。

产权类和特许类 REITs 的因子有效性分化，启示了两类 REITs 投资范式存在差异。产权类的投资范式更侧重

价量和预期博弈；而特许类的投资范式更侧重估值溢价和分红现实。

REITs 合成因子的 IC 均值为 8.21%，IC 胜率为 67.3%，年化 ICIR 为 3.16。不论是优选 Top10 还是 Top15 都有 2.5 以上的超额信息比率，Top10 组合年化超额达 9.73%，信息比率达 2.52。

风险提示：本报告模型及结果通过历史数据统计、建模和测算完成，在市场波动不确定性下可能存在失效风险；历史数据不代表未来业绩。

【金融工程】北上资金净流入的估算方案——开源量化评论（106）-20250320

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 胡亮勇（分析师）证书编号：S0790522030001

部分披露可卖空数量信息的个股不足以代表北上资金的真实调仓动向

目前港交所官方公布的可用信息包括两个维度，分别是季末第 5 个交易日披露的详细持仓数据和每日披露的部分融券个股的可卖空数量数据。

以新规实施前后为分割点，新规实施前，可卖空数量信息已知的个股在陆股通合格标的中占比约 71%，占全部北上资金持股权重的比例稳定在 98% 以上。新规实施后，卖空信息披露比例下滑到约 54%，2024 年以来持仓权重占整个北上资金持仓比例大概在 10% 到 15% 的区间波动，且整体呈现不断下降的趋势。

北上资金当天总的净流入与部分披露可卖空数量的个股的净流入不存在明显的线性关系，拟合的 R 方

在零值附近，即我们无法通过部分披露可卖空信息的个股的净流入水平来预估当天的总的净流入规模。

北上资金净流入估算遵循两步走思路，先拟合持仓金额，再估算持仓明细

样本期内北上资金每日持仓金额的拟合值与真实值走势趋于一致，但在具体数值上仍存在些许差异。其中，可卖空数量的向下取整操作是其中无法避免的误差来源之一。

样本期内，根据拟合持仓明细计算得到的净流入金额与真实披露的净流入金额的变动趋势较为一致，但在具体数量级上会有所差异。不过由于每个季度可以更新一次真实的持仓明细，意味着每个季度我们会重新校正这个过程，以防止误差的不断累积。

滚动 22 日平滑后拟合的净流入金额累计值与真实净流入金额累计值具有显著的线性关系，

?? 方提升到 34.47%。若以预测方向一致性为判断标准，样本期内日度预测胜率约 55%，月度（滚动 22 日）预测胜率约 68%。

按照完全已知的持仓金额来对持仓数量进行估算，进而计算得到的净流入结果与真实的净流入金额水平差异很小，二者的

?? 方高达 92%。

2025 年以来北上资金增配 A 股

全市场层面，2025 年以来截止月 28 日，北上资金累计净流入金额约 476 亿元，净流入趋势与中证 800 指数的表现相近。

风格层面，主要加仓大盘价值风格个股，累计加仓规模约 277 亿元，在 2 月下旬则开始减持大盘成长类风格个股，从高点累计流出约 200 亿元。

行业层面，主要流入食品饮料、电力及公用事业和电力设备及新能源等行业，净流入规模均超 50 亿元。大幅净流出电子行业，净流出金额超 200 亿元。

个股层面，主要增持长江电力、贵州茅台等个股，增持额度在 50 亿元附近。

风险提示：模型测试基于历史数据，市场未来可能发生变化。

行业公司

【煤炭开采】高长协一体化煤企年报业绩稳，否极泰来重视煤炭配置——行业周报-20250323

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

本周要闻回顾：高长协一体化煤企年报业绩稳，否极泰来重视煤炭配置

本周煤价小幅回落，其中 CCTD 动力煤 Q5500 报价 682 元/吨，较上周环比下跌 10 元/吨，秦皇岛港 Q5500 山西产动力末煤报价 671 元/吨，较上周环比下跌 10 元/吨。从供给端来看，截至 3 月 16 日，晋陕蒙三省 442 家煤矿开工率 82.6%，环比上涨 0.7 个百分点，与 2024 年同期水平相近；截至 3 月 20 日，进口印尼 3800 大卡华南到岸价为 471 元/吨，较同品种内贸煤价格优势为 -21 元/吨，进口煤到岸成本仍偏高，终端对进口煤的需求较为有限。从需求端来看，本周沿海八省电厂日耗 192 万吨，环比 -0.88%，近期国内气温逐渐回升，居民用电和集中供暖需求逐渐走弱，终端日耗周期性回落，电厂整体库存持续去库后仍处于偏高水平；非电煤中本周国内水泥开工率 42.3%，环比上涨 5.19pct，甲醇开工率 75.6%，环比下跌 0.03pct，尿素开工率 87.1%，环比下跌 0.73pct，伴随下游复工复产以及春季建材需求旺季来临，非电煤需求有望进一步提升。短期煤价仍处于磨底期，后续政策面和基本面变化有望进一步支撑煤价企稳反弹：（1）长协价上限支撑及煤企自救行为：近期港口现货价格已跌至港口年度长协上限 770 元/吨的临界值，若现货煤价进一步下跌，电厂购买现货意愿将有望增强，并且若煤价大幅跌破 770 元/吨，煤企或采取限产保价等自救行为；（2）年度长协体制维护：自 2017 年开始构建的年度长协煤机制卓有成效，政策一直向“煤电双方盈利平衡”努力，而不是“煤和电顾此失彼”，煤电之间存在盈利均分的平衡点，价格也会出现止跌企稳；（3）煤电价格联动机制：电厂历年不是天然的空头，尤其是政策出台的 303 号文和 1439 号文，共同构筑了“保煤价即是保电价”导向，而触发点位恰为 770 元/吨；（4）疆煤外运成本支撑：运输成本的刚性使疆煤出疆存在盈亏线，快速下跌煤价会触发疆煤发运量的减少，从而减少内地煤炭供给；（5）煤油价格联动：我们梳理测算，68 美元/桶原油和 770 元/吨港口煤价做烯烃成本对等，在当前 80 美元/桶原油而 770 元/吨煤价下，煤化工成本优势明显。回溯 2023 年 6 月，秦港平仓价跌至 759 元/吨后迅速回升至 770 之上，彼时看到上述政策面和基本面的变化，当前煤价亦迎来企稳反弹。本周中国神华/中煤能源/新集能源/平煤股份/上海能源陆续发布 2024 年年报，总体来看，以中国神华、中煤能源、新集能源为代表的高长协/一体化经营煤企盈利相对稳定，当前煤炭板块 2024 年市场年度股息率（上市公司境内年度实际现金分红总额/上市公司年末境内总市值）为 5.97%，位列申万一级行业第一。当前煤价下探幅度已相对有限，煤价悲观情绪在股价层面亦有所释放，叠加未来有望降准降息，有望吸引更多险资等增量资金配置。

投资逻辑：煤炭黄金时代 2.0，煤炭核心价值资产有望再起

煤炭股稳健红利投资逻辑：当前国内经济运行偏弱，海外面临特朗普上台之后关税政策打压，美国处于降息周期且国内利率也进入下行通道，煤炭稳健红利仍可配置，此外保险资金已在 24 年 11 月底完成考核，当前已开始新的布局期，煤炭等红利板块且国资背景风险小，或成为险资布局的首选方向。煤炭股周期弹性投资逻辑：3 月两会召开之后，无论动力煤还是炼焦煤价格均处于低位，随着供需基本面的持续改善，两类煤种有望企稳反弹，其中动力煤存在区间内弹性而炼焦煤是完全弹性；当前宏观政策已表现力度很大，市场更期待政策落地后反映在需求上的真实效果，2025 年“两会”之后，政策方案落实以及开春施工季的来临，煤炭的需求和价格均有望体现出向上趋势，煤炭股周期属性将显现。煤炭板块有望迎来重新布局的起点：一是宏观政策利多和资本市场支持力度。2024 年 9 月 24 日以来，高层持续出台稳增长政策，降准降息，且加大房地产的支持政策，力度和密集程度高于以往，且强化对资本市场的重视和政策支持；二是高分红且多分红已成趋势。2024 年以来多家上市煤企公告中期分红方案（兖矿能源/陕西煤业/电投能源/冀中能源/上海能源/中煤能源/辽宁能源），凸显 2024 年市值管理改革对央企国企分红政策的促进作用；煤炭板块作为国资重地，积极响应政策号召，且有从央企向地方国企推开之势，未来分红比例及频次均有望持续提升，煤炭板块高分红高股息投资价值更加凸显。三是产业资本入局预示行情底

部来临。2024 年下半年来，广汇能源、兖矿能源、平煤股份、淮北矿业等相继披露股东增持和上市公司回购方案，或预示产业资本认可当前为板块价值底部，且增持成本显著低于一级市场购买或二级资产注入，复盘历史股东增持后市场表现，后续股价上行概率或明显提高。四主线精选煤炭个股将受益：主线一，红利逻辑：【中国神华、陕西煤业、中煤能源（分红潜力）】；主线二，周期逻辑：【平煤股份、淮北矿业】；主线三，多元化铝弹性：【神火股份、电投能源】；主线四，成长逻辑：【广汇能源、新集能源】。

风险提示：经济增速下行风险，供需错配风险，可再生能源加速替代风险。

【建材】楼市成交量价齐升，重视建材布局机会——行业周报-20250323

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

楼市成交量价齐升，重视建材布局机会

2025 年上海、广州、深圳等新房成交“开门红”，2 月成交量居前且前 2 月累计同比增幅均超 2 成，多地房地产刚需需求与改善型需求同步释放，市场成交量回暖，高端市场价格企稳回升，预计消费建材板块收益。3 月 19 日，广州市 2025 年重点建设项目计划正式公布，广州安排市重点建设项目共 998 个，年度计划投资 3815 亿元，城市更新方面，21 个城中村改造项目今年开工，预计水泥、玻璃板块收益。2 月末以来，水泥、涂料、玻纤等顺周期品种提价：涂料行业龙头引领提价，三棵树宣布自 3 月 1 日起全系列硅酮胶产品价格上调 5%-10%；硅宝科技亦跟进发布调价函。新能源汽车、风电设备相关领域对高性能玻纤需求的增长，为本轮玻纤提价提供重要支撑。中材科技、中国巨石于 2 月 24 日宣布自 3 月 1 日起上调电子细纱价格 800 元/吨、电子布价格 0.3 元/米；电子布市场主流报价同步提升至 4.1-4.2 元/米，环比涨幅 0.8%。3 月以来，国内水泥行情延续上升态势，东三省、长三角及河北等地相继传出水泥、熟料价格上调信息。消费建材板块推荐：东方雨虹（防水龙头，经营结构优化）、伟星新材（经营优质，零售业务占比高），三棵树，坚朗五金；受益标的：北新建材（石膏板龙头，收购嘉宝莉扩张涂料板块业务）等。国家发展改革委等部门印发《水泥行业节能降碳专项行动计划》要求到 2025 年底，水泥熟料产能控制在 18 亿吨左右，能效标杆水平以上产能占比达到 30%，能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰，水泥熟料单位产品综合能耗比 2020 年降低 3.7%，预计会加快节能降碳与能用设备的迭代更新。水泥板块受益标的：海螺水泥、华新水泥、上峰水泥等。无碱粗纱市场报盘主流暂稳，部分成交存灵活空间。受益标的：中国巨石、长海股份、国际复材等。“一致性评价+集采”政策促进中硼硅药用渗透率加速提升，推荐：力诺药包；受益标的：山东药玻。

本周（2025 年 3 月 17 日至 3 月 21 日）建筑材料指数上涨 1.40%，沪深 300 指数下跌 2.29%，建筑材料指数跑赢沪深 300 指数 3.69pct。近三个月来，沪深 300 指数下跌 0.33%，建筑材料指数上涨 1.17%，建材板块跑赢沪深 300 指数 1.51pct。近一年来，沪深 300 指数上涨 9.32%，建筑材料指数上涨 2.73%，建材板块跑输沪深 300 指数 6.59pct。

板块数据跟踪

水泥：截至 3 月 22 日，全国 P.O42.5 散装水泥平均价为 352.94 元/吨，环比下跌 0.45%；水泥-煤炭价差为 259.99 元/吨，环比下跌 0.36%；全国熟料库容比 48.26%，环比上升 5.81pct。

玻璃：截至 3 月 22 日，全国浮法玻璃现货价格为 1302.00 元/吨，环比下跌 22.00 元/吨，跌幅为 1.66%；光伏玻璃均价为 139.45 元/重量箱，环比持平。浮法玻璃-纯碱-石油焦价差为 8.72 元/重量箱，环比上涨 8.22%；浮法玻璃-纯碱-重油价差为 9.44 元/重量箱，环比下跌 6.91%；浮法玻璃-纯碱-天然气价差为 11.67 元/重量箱，环比下跌 5.96%；光伏玻璃-纯碱-天然气价差为 83.59 元/重量箱，环比上涨 0.54%。

玻璃纤维：无碱 2400tex 直接纱报 3800-4500 元/吨，无碱 2400texSMC 纱报 4800-5400 元/吨，无碱 2400tex 喷射纱报 5600-6700 元/吨，无碱 2400tex 毡用合股纱报 4800-5400 元/吨，无碱 2400tex 板材纱报 4950-5400 元/吨，无碱 2000tex 热塑直接纱（普通级）报 4200-4500 元/吨。周内电子纱 G75 主流报价 8800-9200 元/吨不等，较上一周均价基本持平；7628 电子布报价亦趋稳，当前报价 3.8-4.4 元/米不等，成交按量可谈。

消费建材:截至 2025 年 3 月 21 日,原油价格为 72.84 美元/桶,周环比上涨 0.58%,较 2025 年年初下跌 5.07%,同比下跌 14.62%;沥青价格为 4390 元/吨,周环比下跌 1.13%,较 2025 年年初持平,同比下跌 4.98%;丙烯酸价格为 8000 元/吨,周环比上涨 5.26%,较 2025 年年初上涨 1.27%,同比上涨 32.23%;钛白粉价格为 14300 元/吨,周环比持平,较 2025 年年初持平,同比下跌 11.18%。

风险提示:经济增速下行风险;原材料价格上涨风险;房地产销售回暖进展不及预期风险;国内保交楼进展不及预期;房企流动性风险蔓延压力;基建落地进展不及预期风险。

【食品饮料】糖酒会反馈:平淡中孕育新机——行业周报-20250323

张宇光(分析师)证书编号:S0790520030003 | 张思敏(联系人)证书编号:S0790123070080

核心观点:市场平淡在预期之内,着眼长期底部布局

3 月 17 日-3 月 21 日,食品饮料指数跌幅为 4.0%,一级子行业排名第 25,跑输沪深 300 约 1.7pct,子行业中其他食品(+0.0%)、软饮料(-0.3%)、啤酒(-1.1%)表现相对领先。个股方面,ST 加加、贝因美、煌上煌涨幅领先;海南椰岛、嘉必优、威龙股份跌幅居前。本周成都糖酒会表现整体平淡。参会经销商数量不多,重磅新品发布会较少。这与当前消费环境与白酒市场状态相符。产业反馈的白酒一季度动销压、淡季需求锐减等情况也与之前市场预期一致。相对于当前白酒市场的平淡反馈,我们更关注行业的边际变化以及中期趋势。在反馈平淡的基调上,本次糖酒会交流呈现出三个边际变化特征:一是名优白酒价格基本企稳,部分酒企节后主动去库存,渠道库存没有再继续积累,渠道秩序有向良性发展趋势;二是部分区域商务消费出现回暖迹象,工程类企业用酒需求略有增加,同时宴席市场也有改善;三是多数酒企目标制定务实,目标制定贴近当前市场状态。从渠道秩序、社会需求、企业供给等方面考虑,叠加对酒企全年业绩逐季向上节奏的判断,我们认为当前行业已处于底部区间,基本面继续恶化的概率较低。未来行业如果能够走出低谷,一方面依赖于渠道出清后酒企的轻装上阵;另一方面需要行业需求提振上行。前者目前正是多数酒企正在进行的工作,率先调整的酒企库存已有明显回落;而后者除了依赖经济与消费的复苏,也与企业自身深度挖掘行业需求有关。我们观察到部分酒企在做终端或消费者触达工作,强化与终端的联系甚至做终端直配,同时加强与消费者的粘性。部分酒企还在挖掘新的白酒消费场景,这些都是企业做的深度挖掘需求工作,有利于行业需求释放。虽短期效果尚不明显,但中长期来看应是符合行业发展路径。我们仍建议遵循底部思维原则,低位布局仍有市占率提升逻辑的白酒企业。

推荐组合:山西汾酒、贵州茅台、甘源食品、西麦食品

(1) 山西汾酒:汾酒短期面临需求压力,但中期成长确定性较高。汾牌产品结构升级同时杏花村、竹叶青同时发力,全国化进程加快。(2) 贵州茅台:公司将深化改革进程,以更加务实的姿态,强调未来可持续发展。公司分红率提升,此轮周期后茅台可看得更为长远。(3) 甘源食品:公司持续保持营收稳定增长,出海战略初见成效,看好公司出海战略下的中长期发展。(4) 西麦食品:燕麦主业稳健增长,线下基本盘稳固,新渠道开拓快速推进。原材料成本迎来改善,预计盈利能力有望提升。

风险提示:经济下行、食品安全、原料价格波动、消费需求复苏低于预期等。

【计算机】周观点:四足机器人加速落地,场景公司率先受益——行业周报-20250323

陈宝健(分析师)证书编号:S0790520080001 | 刘道遥(分析师)证书编号:S0790520090001

市场回顾:本周(2025.3.17-2025.3.21),沪深 300 指数下跌 2.29%,计算机指数下跌 5.32%。

周观点:四足机器人加速落地,场景公司率先受益

(1) 四足机器人有稳定性、灵活性等多重优势,在应急救援、矿山等领域展现应用潜力

四足机器人是一种仿生腿足式机器人,设计思路是模仿动物(如狗、猫、马等)四肢结构和行走方式,通过高度复杂的机械结构和精密的控制算法,同时配备多类型的传感器、驱动器、控制系统等,具备稳定性、灵活性、

承载能力、自动驾驶能力等多重优点，能够在多种复杂地形中稳定行走和执行任务。四足机器人相比轮式和履带式机器人，具有优异的越障能力，可以轻松穿越楼梯、碎石、狭窄空间等复杂地形，因此在应急救援、矿山、电力巡检、物流配送及军事等多个领域展现出广泛的应用潜力。

(2) 消防应急是四足机器人落地重要场景，应用前景广阔

在有毒、缺氧或浓烟等危险灾害事故现场，传统救援方式不仅使救援人员面临安全风险，在信息采集方面也存在诸多局限。四足机器人能够快速响应，穿越复杂地形，进入废墟和狭窄空间，帮助救援人员评估结构稳定性和寻找幸存者。不仅可以完成复杂场景的侦查，对房屋内部进行侦查，将图像通过四足机器人传输回来，同时也可以搭载危险有毒可燃气体浓度探测、灭火等功能。消防机器人市场空间广阔，辰安科技子公司科大立安已推出四足灭火机器人。目前，国内山东青岛、湖南长沙等多个城市的消防队伍已经列装了四足机器人。

(3) 四足机器人可以解决矿山行业痛点，提升效率降低事故率

一方面，矿山行业面临招工难、人力成本攀升、事故率高的难题；另一方面，2024 年国家矿山安全监察局等八部门联合发布《关于深入推进矿山智能化建设促进矿山安全发展的指导意见》，要求到 2026 年，煤矿、非煤矿山危险繁重岗位作业智能装备或机器人替代率分别不低于 30%、20%。四足机器人可以执行矿山的物资运输、设备巡检等任务，大大提高了工作效率和安全性。此外还可以搭载多种传感器，实时采集现场的图像、声音、红外热像及温度数据、烟雾、多种气体浓度等参数，具备智能识别功能，能够准确判断设备当前运行状态，并基于大数据分析预警技术，对煤矿设备运行故障超前预判、预警，减少故障停机时间。

投资建议

四足机器人有望在消防应急及矿山等场景加速落地，大幅提升生产效率、降低作业风险，在场景有卡位优势的公司有望率先受益。(1) 消防应急：受益标的辰安科技、国安达等；(2) 矿山领域：受益标的云鼎科技、梅安森、北路智控、运机集团、华荣股份等。

风险提示：宏观经济环境下行风险；政策落地不及预期等。

【非银金融】险企下调投资收益率假设，关注券商年报催化——行业周报-20250323

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 卢崑（分析师）证书编号：S0790524040002 | 唐关勇（联系人）证书编号：S0790123070030

周观点：险企下调投资收益率假设，关注券商年报催化

周五 A+H 上市保险公司有所调整，中国平安披露 2024 年年报，下修投资收益率假设和贴现率假设，假设调整带来寿险 EV 下降 13%。本周大中型券商和上市险企年报密集披露，关注业绩和业务数据。从 2025 年 1 季度业务展望看，市场交易活跃度保持较高水平，叠加投资收益低基数，预计券商一季度业绩同比高增长，看好券商和金融科技板块；保险板块负债端整体平稳，关注权益 beta 催化。降低“A+H”股上市门槛有望推动优质 A 股龙头企业赴港上市，港股市场活跃度保持较高水位，香港交易所目前估值表现落后于市场交易活跃度，继续推荐。

券商：湘财股份拟换股吸收大智慧，交易量高增有望带动券商一季报高增

(1) 本周日均股基成交额 1.79 万亿，环比-7%，偏股/非货币基金新发份额 142/319 亿份，环比+47%/+85%；本周香港 ADT2873 亿港元，同比+171%，环比基本持平。年初至今 2432 亿港元，同比+136%。(2) 湘财股份 3 月 17 日公告，公司与大智慧正在筹划由湘财股份通过向大智慧全体 A 股换股股东发行 A 股股票的方式换股吸收合并大智慧并发行 A 股股票募集配套资金，公司 A 股股票 3 月 17 日开市起停牌，预计停牌时间不超过 10 个交易日。我们认为，湘财股份旗下湘财证券具有证券全牌照，大智慧作为老牌第三方证券 APP 具有流量资源，关注流量和牌照融合带来的新机会。(3) 交易量和开户量持续改善、IPO 等业务有望放松，券商基本面有望超预期，关注本周年报券商业绩和业务数据，1 季报有望高增，三条选股主线：金融科技、并购主线以及业绩弹性突出的零售优

势券商。

保险：险企调降投资收益率长期假设，关注权益资产弹性带来的 beta 催化

(1) 中国平安 3 月 19 日披露 2024 年报告，2024 年新/旧假设下 NBV 分别 400/285 亿元，银保价值率提升和个险人力企稳驱动可比口径 NBV+28.8%。全年归母净利润实现 1266.1 亿元，同比+47.8%；集团归母营运利润 1218.6 亿元、同比+9.1%。基于宏观环境和长期利率趋势考量，公司下调 EV 长期回报率假设 50bp 至 4.0%，下调传统险/分红与万能险等非传统险风险贴现率假设 100bp/200bp 至 8.5%/7.5%，假设调整带来寿险 EV 下降 13.1%。2024 年保险资金净/总投资收益率 3.8%/3.9%，分别同比-0.4pct/+1.2pct。减值计提增加对总投资收益率带来一定影响。

(2) 寿险年报和 1 季报临近，下调投资收益率假设、负债端增长降速或对股价带来一定压制，权益资产弹性成为寿险标的重要影响因素，看好权益弹性突出、负债端平稳标的投资机会。

推荐及受益标的组合

推荐标的组合：香港交易所，东方证券，指南针；东方财富，财通证券；中国人寿，中国太保；江苏金租。

受益标的组合：九方智投控股，中国银河，招商证券；同花顺，国信证券，新华保险。

风险提示：资本市场波动对投资收益带来波动风险；保险负债端不及预期。

【地产建筑】新房成交面积环比增长，因城施策释放房地产需求潜力——行业周报-20250323

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002 | 胡耀文（分析师）证书编号：S0790524070001 | 杜致远（联系人）
证书编号：S0790124070064

核心观点：新房成交面积环比增长，因城施策释放房地产需求潜力

本周我们跟踪的 68 城新房成交同比下降，环比增加，20 城二手房成交面积同比增长，环比下降。全国 100 大中城市推出土地规划建筑面积 2150 万平方米，成交土地规划建筑面积 1339 万平方米，同比下降 46%，成交溢价率为 16%。本周国家统计局提出我国房地产市场总体平稳，正朝着止跌回稳方向发展。部分地区仍在调整中，下阶段将因城施策，调减限制性措施，重点推进城中村和危旧房改造，以释放住房需求潜力。2025 年前两月销售初步企稳，在更加积极的财政政策、适度宽松的货币政策下，存量收储及城中村改造工作有望加速推进，改善现有住房供求关系，加快止跌回稳进程。预计一线城市的政策调整将对需求侧形成有力支撑，并逐步改善房价预期，进而辐射二三线城市从而逐步实现房价“止跌回稳”，带来房地产基本面改善，维持行业“看好”评级。

房地产市场总体平稳，因城施策释放房地产需求潜力

中央层面：国家统计局：我国房地产市场总体平稳，正朝着止跌回稳方向发展。部分地区仍在调整中，下阶段将因城施策，调减限制性措施，重点推进城中村和危旧房改造，以释放住房需求潜力。

地方层面：郑州：贷款额度提高 20%，在郑州市区内买自住住房，最高贷款额度从 100 万元提至 120 万元，郊县从 80 万元提至 100 万元。上海：首期按不低于 50% 的比例缴纳土地出让价款，剩余价款在出让合同生效之日起一年内全部缴清且不计利息。

市场端：土地成交面积环比增长，杭州土拍市场火热

销售端：2025 年第 12 周，2025 年第 12 周，全国 68 城商品住宅成交面积 287 万平米，同比下降 11%，环比增加 24%；从累计数值看，年初至今 68 城成交面积达 2646 万平米，累计同比下降 0.2%。全国 20 城二手房成交面积为 229 万平米，同比增速+8%，前值+23%；年初至今累计成交面积 2192 万平米，同比增速+22%，前值+24%。

投资端：全国 100 大中城市推出土地规划建筑面积 2150 万平方米，成交土地规划建筑面积 1339 万平方米，同比下降 46%，成交溢价率为 16%。杭州：杭州土地市场迎来 2 宗宅地出让，分别位于西湖区和钱塘区，总出让面积 54146m²，总规划建筑面积 117484.8m²，总起始价约 21.40 亿元。最终 2 宗地块均溢价成交，绿城、兴耀房

产各竞得一宗，共收金 23.75 亿元。

融资端：国内信用债发行规模同比下降

2025 年第 12 周，信用债发行 83.7 亿元，同比减少 51%，环比增加 9%，平均加权利率 2.85%，环比持平。信用债累计发行规模 851.6 亿元，同比减少 26%。

风险提示：市场信心恢复不及预期，政策影响不及预期。

【商贸零售】潮宏基订货会火热举办，高端新品受到加盟商欢迎——行业周报-20250323

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 陈思（联系人）证书编号：S0790124070031

潮宏基春季订货会气氛火热，加盟商对高端新品拿货积极

潮宏基春季订货会本周火热进行，加盟商拿货意愿强，新品推出反馈热烈，后续终端动销值得期待。本次订货会，潮宏基推新产品从低客单 IP 联名（三丽鸥）到高端线（梵华/故宫）均有涉及，精准覆盖不同客群偏好。其中加盟商对新品故宫系列的拿货意愿较强，高端线有望再添爆款，基于爆款引流为后续更多新品推广打下基础，完善产品矩阵。潮宏基始终紧抓产品设计和精准营销，故宫系列有成长为第二爆品的潜质，完善高端线产品矩阵。

（1）一方面，产品定位突出皇室元素，并在设计上通过转轴工艺提升产品细节；梵华与故宫设计灵感均来自宫廷，梵华结合乾隆御用宝殿梵华楼和佛教元素，故宫系列以故宫馆藏为底层元素，采取三层转轴工艺，较梵华在工艺和设计理念上有进化。（2）另一方面，精准营销年轻客群。如梵华将佛教文化中追求精神层面的宁静祥和与当代佛系、躺平文化连接并二创，在年轻社群中实现快速出圈。我们认为通过对产品设计的精益求精和对社交属性的精准把握，潮宏基有望在高端产品线进一步突破，实现产品力和品牌力向上成长。

行业关键词：贝泰妮、奥乐齐、丝素蛋白、永辉超市、物美调改等

【贝泰妮】贝泰妮投资身体护理品牌“浴见未来”。

【奥乐齐】开启 2025 年首轮大规模降价，最高降幅达 45%。

【丝素蛋白】丝瑞美生物申报“医用丝素蛋白复合凝胶”成功获批。

【永辉超市】永辉超市成立改革领导小组代行 CEO 职责。

【物美调改】物美首家“学习胖东来”调改店正式开业。

板块行情回顾

本周（3 月 17 日-3 月 21 日），商贸零售指数报收 2115.34 点，下跌 4.03%，跑输上证综指（本周下跌 1.60%）2.43 个百分点，板块表现在 31 个一级行业中位居第 26 位。零售各细分板块中，本周商业物业经营板块跌幅最小，2025 年年初至今钟表珠宝板块领跑。个股方面，本周 ST 易购（+3.2%）、ST 舜天（+2.2%）、小商品城（+1.5%）涨幅靠前。

投资建议：关注消费复苏主线下的高景气赛道优质公司

投资主线一（传统零售）：关注顺应消费趋势积极变革探索，把握流量回归机会的线下零售龙头，重点推荐永辉超市、爱婴室等，受益标的重庆百货等；

投资主线二（黄金珠宝）：关注具备差异化产品力和消费者理解洞察力的黄金珠宝龙头品牌，重点推荐老铺黄金、潮宏基、周大生等；

投资主线三（化妆品）：关注深耕高景气细分赛道、综合能力不断迭代的国货美妆品牌，重点推荐毛戈平、润本股份、上美股份、丸美生物、巨子生物等；

投资主线四（医美）：关注受益医美消费恢复、盈利能力具备更强确定性的上游差异化医美产品厂商，重点推荐爱美客等，受益标的锦波生物等。

风险提示：消费恢复不及预期、行业竞争加剧、政策风险等。_x000c_x000c_

【地产建筑】支持消费、文化旅游等领域项目发行 REITs，能源 REIT 单周表现优异——行业周报-20250323

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002 | 胡耀文（分析师）证书编号：S0790524070001 | 杜致远（联系人）证书编号：S0790124070064

支持消费、文化旅游等领域项目发行 REITs，能源 REIT 单周表现优异

2025 年第 12 周，中证 REITs（收盘）指数为 859.7，同比上涨 8.03%，环比上涨 1.07%；中证 REITs 全收益指数 1057.99，同比上涨 18.32%，环比上涨 1.07%。本周 REITs 市场交易规模成交量达 6.87 亿份，同比增长 102.65%；成交额达 31.08 亿元，同比增长 132.81%；区间换手率 3.8%，同比增长 37.18%。本周保障房、环保、高速公路、产业园区、仓储物流、能源、消费类 REITs 一周涨跌幅分别为+1.15%、+0.89%、+1.04%、+0.71%、+1.63%、+2.11%、-0.27%；一月涨跌幅分别为-0.92%、-1.07%、-1.06%、-1.03%、-0.99%、+1.85%、-3.96%。我们认为，债券市场利率中枢下行压力下，“资产荒”逻辑将继续演绎，REITs 作为高分红、中低风险的资产，在政策力度加强以及社保金和养老金入市预期下，将持续提升配置性价比，板块具备较好的投资机会，维持行业“看好”评级。

支持消费、文化旅游等领域项目发行 REITs，推动文旅公募 REITs 上市

中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》。其中提到：中央预算内投资等加力支持教育医疗、技能培训、养老托育、文旅体育等领域项目建设，补齐公共服务短板。支持符合条件的消费、文化旅游等领域项目发行基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）。渭南市人民政府国有资产监督管理委员会 2025 年部门预算公开说明中提到：“推动华山景区公募 REITs 年内上市和做优做强国企品牌等工作任务。”

一周行情：能源 REITs 单周上涨 2.11%，单月累计上涨 1.85%

2025 年第 12 周，中证 REITs（收盘）指数为 859.7，同比上涨 8.03%，环比上涨 1.07%，2024 年年初至今累计上涨 13.65%，同期沪深 300 指数累计上涨 14.09%，累计超额收益-0.44%；中证 REITs 全收益指数 1057.99，同比上涨 18.32%，环比上涨 1.07%，2024 年年初至今累计上涨 22.77%，同期沪深 300 指数累计上涨 14.09%，累计超额收益 8.68%。本周保障房、环保、高速公路、产业园区、仓储物流、能源、消费类 REITs 一周涨跌幅分别为+1.15%、+0.89%、+1.04%、+0.71%、+1.63%、+2.11%、-0.27%；一月涨跌幅分别为-0.92%、-1.07%、-1.06%、-1.03%、-0.99%、+1.85%、-3.96%。

一级跟踪：18 只 REITs 基金等待上市，发行市场持续活跃

2025 年第 12 周，共有 18 只 REITs 基金等待上市。本周中金中国绿发商业资产封闭式基础设施证券投资基金首发申请已问询。

风险提示：（1）公募 REITs 价格变动及运营风险；（2）调控政策超预期变化，行业波动加剧；（3）各类别资金入市进度不及预期；（4）项目长期分派率不及预期。

【农林牧渔】受豆粕价格大幅下降影响，饲料开启降价潮——行业周报-20250323

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001 | 王高展（联系人）证书编号：S0790123060055 | 朱本伦（联系人）证书编号：S0790124060020

周观察：受豆粕价格大幅下降影响，饲料开启降价潮

北方二育入场积极，全国猪价偏强运行。据涌益咨询，截至 3 月 21 日，全国生猪销售均价 14.68 元/公斤，环比上周+0.11 元/公斤，环比+0.75%，其中北方猪价涨幅较大，主要系多地二育进场积极性较强。3 月 21 日样本企

业日均生猪屠宰量 14.38 万头，环比上周+0.13 万头，本周样本企业宰杀量 156.42 万头，环比上周-3.89 万头，降幅达 2.43%，本周需求端整体偏弱运行。

北方二育入场积极性强于南方，整体节奏仍偏谨慎。3 月 10 日至 3 月 20 日山东/河南/辽宁/河北二育栏位利用率较 10 天前增加 5pct/4pct/4pct/4pct，北方地区二育入场积极性强于南方地区。本周前期二育入场量较大，随猪价上涨及标肥价差收窄，二育转为零星入场或维持观望态度，整体入场节奏仍较为谨慎。截至 3 月 20 日，各地二育栏位利用率仍不足 50%，且基本低于去年同期水平，预计后续补栏入场空间仍较大，持续关注二育对价格的托底作用。

大豆丰产预期致价格下行，饲料企业开启降价潮。3 月 21 日行业自繁自养头均盈利 49.22 元/头，较上周有所上升。本周豆粕全国均价 3442 元/吨，较上周下跌 122 元/吨，环比跌幅 3.42%。近期南美主要产区天气状况良好，巴西大豆收割加速推进，叠加丰产预期明确，市场面临较大的供应压力。尽管国内大豆库存呈下降趋势，但降幅相对缓慢，且后续巴西大豆将大批量到港，供应宽松预期增强，对豆粕价格形成压制，整体走势偏弱。受饲料原料豆粕价格大幅下降影响，双胞胎、新希望六和等饲料企业宣布下调价格，其中浓缩料降价幅度一般在 100 元/吨左右，最高达 200 元/吨，全价料降价幅度在 50 元/吨左右。

周观点：生猪板块低位配置价值显现，宠物板块国货崛起逻辑持续强化

盈利修复向上叠加消费复苏提振，生猪板块低位配置价值显现。推荐：牧原股份、温氏股份、巨星农牧、华统股份、天康生物等。

饲料板块国内市场受益禽畜后周期，海外强劲需求支撑价格。推荐标的：海大集团、新希望等。

消费升级叠加关税壁垒，宠物板块国货崛起逻辑持续强化。据欧睿数据，2025-2028 年中国宠物食品市场规模 CAGR 达 9.64%。国内宠物主消费态度趋于理性化，单宠消费投入持续升级，叠加宠物食品进出口关税壁垒加剧，国货崛起逻辑持续强化。推荐标的：乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份。

本周市场表现（3.17-3.21）：农业跑赢大盘 0.66 个百分点

本周上证指数下跌 1.60%，农业指数下跌 0.94%，跑赢大盘 0.66 个百分点。子板块来看，渔业板块领涨。个股来看，好当家（+21.83%）、*ST 佳沃（+19.53%）、开创国际（+17.42%）领涨。

本周价格跟踪（3.17-3.21）：本周白羽鸡、黄羽鸡等农产品价格环比上涨

生猪养殖：3 月 21 日全国外三元生猪均价 14.71 元/kg，较上周上涨 0.06 元/kg；仔猪均价 35.41 元/kg，较上周上涨 1.54 元/kg；白条肉均价 19.25 元/kg，较上周上涨 0.09 元/kg。3 月 21 日猪料比价为 4.37:1。自繁自养头均利润 49.22 元/头，环比+14.07 元/头；外购仔猪头均利润-42.39 元/头，环比-7.95 元/头。

风险提示：宏观经济下行，消费持续低迷，动物疫病不确定性等。

【通信】CPO 迎来催化，腾讯、移动、联通加大算力投入，算力产业链持续高景气度——行业周报-20250323

蒋颖（分析师）证书编号：S0790523120003 | 雷星宇（联系人）证书编号：S0790124040002 | 陈光毅（联系人）证书编号：S0790124020006

腾讯持续加码 AI 投入，中国移动对推理资源投资不设上限

腾讯发布 2024 年 Q4 及全年度财报，公司重视 AI 板块，几个月前重组 AI 团队以聚焦深度模型研发及产品创新，增加 AI 资本开支及原生 AI 产品的研发和销售力度，2024Q4 公司资本开支达 365.78 亿元，同比增长 113.98%，环比增长 386.15%，主要是购买了大量的 GPU，2024 年全年资本开支达到 767.60 亿元，同比增长 221.27%，公司计划于 2025 年持续增加资本开支，坚定 AI 投入。腾讯元宝 2025 年 2 月至 3 月的 DAU(日活)增长超 20 倍。

据中国移动 2024 年度业绩说明会，2025 年，公司计划在算力领域投资 373 亿元，占资本开支的比例提升至

25%，通算规模（FP32）累计达到 8.9EFLOPS，智算规模（FP16）超 34EFLOPS，公司表示超 34EFLOPS 的智算计划主要是以预训练资源为主，对于推理资源将根据市场需求进行投资，不设上限。据中国联通 2024 年度业绩说明会，预计 2025 年固定资产投资达到 550 亿元，其中算力投资同比增长 28%。

Nvidia 推出 CPO 交换机，预计 2025H2 进入商业化应用

2025 年 3 月 19 日，Nvidia 在 GTC2025 大会上推出 Quantum-X 和 Spectrum-XCPO 交换机，预计分别于 2025H2 和 2026H2 发布，各包含多种配置，Quantum-X 包括 144 个 800Gb/s 端口或 576 个 200Gb/s 端口，总带宽可达到 115.2Tb/s；800Spectrum-X 包括 128 个 800Gb/s 端口或 512 个 200Gb/s 端口，总带宽可达到 100Tb/s，以及 512 个 800Gb/s 或 2048 个 200Gb/s 端口，总带宽可达到 100Tb/s。总的来看，CPO 作为实现高集成度、低功耗、低成本、小体积的光通信方案之一，在以 Nvidia 为代表的龙头厂商推动下有望加速落地，但实际商业化发展仍高度依赖于产业协同，需重视其中硅光技术的应用以及各产业链环节的发展。

全面看好国产 AIDC 产业链四大方向

我们继续看好四大产业方向：AIDC 机房建设（AIDC 机房、柴油发电机、风冷&液冷等）、IT 侧（国产算力芯片、服务器及电源）、网络侧（交换机及芯片、光通信、AEC 铜连接、CDN 等）、云计算（公有云、私有云、算力租赁）。一、AIDC 机房建设（AIDC 机房、柴油发电机、风冷&液冷等）。推荐标的：润泽科技、英维克、宝信软件等；受益标的：新意网集团、科泰电源、金盘科技等。二、IT 侧（国产算力芯片、服务器及电源）。推荐标的：紫光股份、中兴通讯；受益标的：寒武纪、海光信息、浪潮信息、华勤技术、欧陆通等。三、网络侧（交换机及芯片、光通信、AEC 铜连接、CDN 等）。推荐标的：紫光股份、中兴通讯、盛科通信、中际旭创、新易盛等；受益标的：锐捷网络等、博创科技、瑞可达、华丰科技、网宿科技等。四、云计算（公有云、私有云、算力租赁）。受益标的：中国移动、中国电信、中国联通、云赛智联、润建股份、宏景科技、海南华铁、大名城等。

风险提示：5G 建设不及预期、AI 发展不及预期、中美贸易摩擦

【医药】原发性头痛用中成药市场待开发，关注 NDA 新品——行业周报-20250323

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 巢舒然（联系人）证书编号：S0790123110015

紧张型头痛为我国最常见的原发性头痛，其次为偏头痛

头痛主要分原发性和继发性两大类，原发性头痛主要有偏头痛、紧张型头痛、三叉自主神经性头痛和其他原发性头痛；而继发性头痛则多由疾病引起。一项 1990-2016 年系统性的回顾性分析结果显示，偏头痛和紧张型头痛患者在原发性头痛患者中占到 90%左右，同时《中国紧张型头痛诊断与治疗指南》（2023）指出紧张型头痛也是我国最常见（占 45.3%）的原发性头痛。据《中国紧张型头痛诊断与治疗指南》（2023）统计，我国紧张型头痛的年患病率为 10.8%；据《中国偏头痛诊断与治疗指南》（2023），偏头痛的年患病率约为 9%。据 GBD 统计，2021 年我国偏头痛和紧张性头痛患者规模分别增长至 1.99 亿人和 2.85 亿人。

国内头痛用中成药在研管线多在临床阶段，关注已 NDA 的养血祛风止痛颗粒

据 PDB 统计，我国含头痛适应症的中成药销售规模在 2018-2023 年由 39 亿元增长至 53 亿元，CAGR 约为 6.3%，呈现稳健增长态势。其中排名前 10 的大单品 2023 年总销售额约为 34.7 亿元，市场占有率约为 65.6%。但整体来看，销售额突破 2 亿元的单品仅有 6 款，且其中仅有 3 款是专门可用于治疗原发性的偏头痛，其余 3 款均有一定的继发性头痛特征，侧面反映近几年仍未有其他专门作用于原发性头痛、且具备优质临床疗效的中药新药上市并实现较好销售，因此原发性头痛用中成药，特别是治疗紧张型头痛的用药亟待开发。

在研管线方面，据 Insight 统计，截至 2024 年 3 月 19 日，适应症明确作用于头痛领域的在研管线多为中药新药，并且大部分集中在临床 III 期和 II 期阶段，目前仅有方盛制药的养血祛风止痛颗粒的 NDA 申请于 2024 年 9 月获 CDE 受理。我们认为养血祛风止痛颗粒上市后有望补充紧张型头痛及偏头痛的中成用药，尤其是在紧张型头痛领域通过医学询证以及大样本临床试验来验证自身疗效，实现较快速放量，未来有望成为十亿元级别大品种。

推荐及受益标的

推荐标的：科研服务：百普赛斯、毕得医药、皓元医药、奥浦迈、昊帆生物、阿拉丁；制药及生物制品：泽璟制药-U、诺诚健华、科伦博泰生物-B、和黄医药、海思科、艾力斯、人福医药、恩华药业、京新药业、健康元、兴齐眼药；原料药：普洛药业、健友股份、华海药业、奥锐特、博瑞医药；医疗器械：奥泰生物、安杰思、英科医疗、万孚生物、可孚医疗、圣湘生物、迈瑞医疗、开立医疗、澳华内镜、康拓医疗；CXO：药明康德、药明合联、药明生物、泰格医药、博腾股份、泓博医药；中药：东阿阿胶、佐力药业、羚锐制药、悦康药业、方盛制药、江中药业、天士力；医疗服务：爱尔眼科、通策医疗、美年健康、海吉亚医疗、锦欣生殖；零售药店：益丰药房。

风险提示：政策波动风险，市场竞争加剧，上市进度不及预期等。

【化工】国内民航 SAF 第二阶段试点启动，UCO-SAF 行业景气有望提升——行业点评报告-20250321

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 宋梓荣（联系人）证书编号：S0790123070025 | 李思佳（联系人）证书编号：S0790123070026

国内民航 SAF 第二阶段试点启动，常态化掺混加注的共识已经达成

据全球航空节能减排公众号，自 2025 年 3 月 19 日起，北京大兴、成都双流、郑州新郑、宁波栎社机场起飞的所有国内航班将常态化加注掺混 1% 的 SAF 燃油，期待 2025 年三季度第三阶段试点全国省会机场大范围试点。据金联创能源公众号，2025 年早些时候获悉民航局曾召开第二阶段 SAF 试点工作的闭门会议，尽管市场反馈在掺混比例等方面仍然存在分歧，但常态化掺混加注的共识已经达成。国际民航组织要求成员国在 2027 年起强制推行 SAF 掺混政策，我国作为国际民航组织的成员，届时或将推出相关 SAF 掺混政策，从而打开国内 SAF 需求空间。换言之，我国分阶段的 SAF 加注试点测试也是为后续 SAF 掺混政策落地提供支撑。

欧盟、英国强制掺混政策逐步推行，SAF 价格有望稳步向上

2025 年，欧盟、英国正式推行 2% 的 SAF 掺混政策，并规划逐步提高 SAF 掺混比例，其中欧盟规划在 2030、2050 分别达到 6%、70%；英国规划在 2030 年达到 10%、2040 年达到 22%。我们预计 2025 年欧盟、英国对 SAF 的需求量在 160 万吨左右。2025 年以来，SAF 价格持续下降主要是由于欧盟对 SAF 掺混比例的考核以年度为单位，短期需求增速较慢。据隆众资讯数据，2025 年 3 月 19 日，生物航煤欧洲 FOB 价格为 1,748 美元/吨，较 2024 年 4 月初 2,476 美元/吨的价格下降 29.41%。而欧盟罚款细则较为严格，对航空燃料供应商罚款=2×[每吨 SAF 或合成航空燃料价格与常规煤油价格差额的年平均均值]×不符合最低配额的航空燃料数量；对飞机运营商罚款=2×每年航空燃料平均价格×年末装罐数量。我们预计欧盟、英国对 SAF 的掺混政策将稳步推行，后续 SAF 需求将稳步增加，进而有望带动 SAF 价格稳步提高。

理论上 SAF 盈利能力较强，国内具有 SAF 及 UCO 生产能力的企业或受益

据 EASA 测算数据，2023 年欧洲采用 HEFA 工艺生产 SAF 的成本估计为 1,770 欧元/吨，而 SAF 的平均价格 2,768 欧元/吨，单吨净利润接近 1,000 欧元/吨。截至 2025 年 2 月 7 日，国内 SAF 单吨净利润约 714 元/吨，其中 UCO 成本占 SAF 完全成本的 78%；2024 年 5 月以来，我国连续化 SAF 生产装置具有盈利空间。但国内 SAF 装置订单不足，实现连续化生产的装置较少，整体盈利能力较低。待欧洲、英国等地对 SAF 需求稳定增加，或将提高我国 SAF 生产企业盈利能力。此外我国 UCO 具有较强碳减排属性，未来随着其下游 SAF、生物柴油需求增加，而其自身新增产能受限，未来景气度也将高增。因此，我们认为国内具有 SAF 及 UCO 生产能力的企业有望受益。受益标的：【SAF】嘉澳环保、海新能科、鹏鹞环保、卓越新能等；【UCO】山高环能、朗坤环境等。

风险提示：政策推进不及预期、原材料价格大幅上涨、技术进步不及预期等。

【计算机：大豪科技(603025.SH)】业绩高增长，AI+量子通讯业务值得期待——公司信息更新报告-20250323

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001

缝制设备电控龙头，维持“买入”评级

考虑到公司业务受行业周期性波动影响较大，我们下调原有 2025-2026 盈利预测并新增 2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 7.17、8.69、10.45（2025-2026 年原值为 8.38、10.27）亿元，EPS 分别为 0.65、0.78、0.94（2025-2026 年原值为 0.76、0.93）元/股，公司对应当前股价 PE 分别为 22.3、18.4、15.3 倍，公司为全国缝制及针织设备电控领域龙头，受益内销需求旺盛和出口拉动的缝制机械景气修复，维持“买入”评级。

事件：公司发布 2024 年报，业绩高增长

2024 年公司业绩高增长，实现营业收入 25.29 亿元，同比增长 24.42%；实现归母净利润 5.84 亿元，同比增长 44.08%。

行业景气向上驱动收入快速增长，盈利能力提升

公司利润高增长，主要系（1）行业回暖以及公司产品迭代升级，缝制及针织等电控产品销量增加，公司智能装备电控系统实现营业收入 20.92 亿元，同比增长 38.60%；（2）高毛利的智能电控系统收入快速增长，带动公司综合毛利率提升 2.53 个百分点；（3）公司加强成本管理，销售、管理、研发费用率分别同比下降 0.78、0.40、0.88 个百分点。未来伴随产业升级和国际市场的拓展，我们看好公司智能电控系统有望保持良好增长态势。

AI、量子技术产品持续迭代，创新业务值得期待

子公司兴汉网际在人工智能、量子通讯等多个新技术领域均有产品突破，2024 年深度参与中国电信全光组网算力一体机的试点部署、中电信量子全线基于量子技术的平台产品选型，2025 年初成功推出纯国产化的 AI 训推一体机并陆续交付，未来成长更值得期待。

风险提示：海外拓展不及预期；国内需求不及预期；公司研发不及预期风险。

【海外：美团-W(03690.HK)】加大海外及 AI 投入，待宏观环境复苏驱动利润上修——港股公司信息更新报告-20250323

吴柳燕（分析师）证书编号：S0790521110001 | 荀月（分析师）证书编号：S0790524110001

短期宏观环境、海外及 AI 投入导致利润增速下修，待宏观环境复苏驱动上修

短期外卖单量受宏观影响增速放缓及 UE 提升幅度有限，到店利润率缓慢修复、海外新业务加大投入、AI 投入折旧影响，我们下调公司 2025-2026non-IFRS 净利润预测至 506/638 亿元（前值：557/707 亿元），新增 2027 年利润预测 779 亿元，对应同比增速 15.6%/26.1%/22.0%，对应摊薄后 EPS8.1/10.3/12.5 元，当前股价 167.6HKD 对应 19.2/15.2/12.5 倍 PE。外卖壁垒稳固、闪购业务具弹性，到店竞争格局改善支撑长期利润弹性、宏观环境复苏有望驱动利润增速上修，维持“买入”评级。

2024Q4 基本符合预期，核心商业利润率好于预期，新业务及 AI 投入增加

2024Q4 公司收入 885 亿元，YOY+20.1%；non-IFRS 净利润 98.5 亿元，YOY+125%，基本符合彭博一致预期，核心商业经营利润好于预期，新业务亏损基本符合预期、海外 Keeta 上修初期加大投入，AI 投入影响未分配项目。

（1）核心商业：收入同比增长 18.9%，配送服务收入 YOY+19.5%，受益冲减收入补贴减少、更多商家采用平台配送及订单结构变化；到店 2024 年年度交易用户及活跃商户数新高。核心商业经营利润率 19.7%，同比提升 4.3pct，配送 UE 及到店利润率持续改善；（2）新业务：收入同比增长 23.5%，经营亏损 21.8 亿，环比扩大 11.5 亿。

短期外卖 UE 提升幅度有限，到店利润率缓慢修复，加大海外业务及 AI 投入

短期看，（1）核心商业：外卖单量增速放缓、UE 提升幅度受竞争及宏观影响或有限、补贴政策优化及广告货币化率提升有望抵消社保投入，到家与到店流量协同、品类结构变化及低线城市占比提升预计变现率及利润率缓

慢修复。(2) 新业务: Keeta 于 2025 年于沙特新开城市亏损规模或有扩大。(3) AI 布局: 加大 GPU 投入, 自研“龙猫”大模型, 结合 AI 升级现有产品并探索 AI 原生产品强化本地生活用户体验, 推动无人机、自动驾驶配送应用。配送壁垒稳固, 到店格局企稳后利润率有望改善、宏观环境复苏有望驱动利润增速上修。

风险提示: 消费复苏不及预期、竞争加剧、监管变动、新业务拓展不及预期。

【海外: 金山软件(03888.HK)】游戏回归平稳增速, AI 驱动 WPS 及金山云增长提速——港股公司信息更新报告-20250323

吴柳燕(分析师)证书编号: S0790521110001 | 杨哲(分析师)证书编号: S0790524100001

游戏业务回归平稳增速, AI 及信创红利有望驱动 WPS 增长提速

游戏业务回归平稳增速、AI 及信创红利有望驱动 WPS 业务增长提速、金山云受益 AI 产业趋势及小米生态有望继续改善盈利, 短期考虑到游戏业务降速、WPSC 端收入放量仍未加快, 我们将 2025-2026 年的归母净利润由 20.5/24.5 亿元下调至 18.6/23.9 亿元, 新增 2027 年归母净利润预测 27.1 亿元, 同比增长 20%/28%/14%, 当前股价对应 PE 估值 25.8/20.1/17.7 倍, 维持“买入”评级。

2024Q4 游戏业务环比降速, 2025 预期增速回归平稳

2024Q4 实现收入 12.9 亿元, yoy26.0%、QoQ-24%, 系 Q3《剑网 3》15 周年庆基数较高, 同时部分游戏商业化内容发布减少。2024 年新增用户数创新高,《剑网 3·无界》上线后月活突破 1000 万, IP 生命力仍旧稳健。老游戏有望稳住基本盘, 同时《解限机》、《剑侠情缘·零》等重要游戏将在 2025 上线,《解限机》2 月测试效果超预期、位列 Steam 多个榜单第一, 预计 2025 年游戏业务在高基数下增速回归平稳。

2024Q4 WPSC 端增速放缓、而 B 端业务提速明显

2024Q4 实现收入 15.0 亿元, 同比增长 16.8%。(1) 个人订阅: 收入同比增长 7.6% (较 Q3 的 17.2%降速), 但 2024 年累计付费用户数同比增长 17.5% (vs2024H1 的 14.8%)、测算得付费转化率为 6.6% (较 2024H1 的 6.3%提升)。月活及付费转化率在 AI 增值服务驱动下提速, 公司 AI 月活接近 2000 万, 预计 2025 年将进一步提升。(2) 企业订阅: 收入同比增长 27.9% (较 Q3 的 0%提速), 受益信创周期性回暖及 B 端 SaaS 化进程, 全年看 WPS365 同比增速高达 149%。2024 年底金山办公合同负债 21.36 亿元, 同比增长 13%, 为 B 端业务增长提供支撑。

AI 驱动金山云收入增长提速, 带动利润减亏

小米 AI 生态、ADAS 及大模型训练需求驱动金山云收入提速, 2024Q4 金山云实现收入 22.3 亿元, 同比增长 29.6%, 其中 AI 相关收入同比增长约 500%, 小米及金山软件收入同比增长 76%。归母净利润亏损 2.0 亿元, 较前几季度收窄明显, 经测算为金山软件 (持股金山云 37.4%) 带来亏损 0.75 亿元, 后续有望持续减亏。

风险提示: 新游戏表现不及预期、客户拓展不及预期、竞争加剧、经济增长放缓。

【海外: 瑞声科技(02018.HK)】WLG 光学、机器人、车载声学构筑成长曲线——港股公司信息更新报告-20250323

吴柳燕(分析师)证书编号: S0790521110001 | 张可(分析师)证书编号: S0790523070001

WLG 光学、机器人、车载声学构筑成长曲线

考虑到 2025 年受益于光学业务结构优化, 散热和车载声学放量, 我们将 2025-2026 年归母净利润预测由 22/26 亿上调至 24/30 亿, 新增 2027 年预测 35 亿, 对应同比增长 34%/24%/18%。当前股价 52.25 港币对应 2025-2027 年 23.5/18.9/16.0 倍 PE。公司战略卡位机器人及 XR 领域有望支撑更高估值溢价, 维持“买入”评级。

2024 年公司收入略超预期、归母净利润处在此前盈利预告区间上限

2024 年公司收入 273 亿，同比增长 34% 高于我们预期，主要为金属中框、车载声学、光学模组收入超预期；毛利率 22%，归母净利润 18 亿，同比增长 143%，接近此前公司盈利预告区间 17-18.15 亿上限。(1) 声学业务收入同比增长 10%，分析主要受益于苹果份额提升以及安卓声学升级。(2) 电磁传动/精密结构业务收入同比增长 18%，得益于金属中框业务超预期增长。(3) 光学业务收入同比增长 38% 超出我们预期，主要由于模组量价齐升驱动收入同比增长 55% 超预期。(4) MEMS 业务收入同比下滑 25% 低于我们预期，分析或由于某客户高端项目推迟。(5) PSS 业务收入 35 亿，超出我们此前预期的 30 亿；毛利率 25% 相对稳定。

公司指引 2025 年收入双位数增长、毛利率同比继续提升

公司指引 2025 年收入双位数增长，毛利率相比 2024 年 22% 继续提升，我们预期公司 2025 年有望实现 24 亿净利润。公司指引：(1) 声学收入同比增长中低个位数，毛利率稳健在 30% 以上。(2) 电磁传动收入同比增长中高双位数，毛利率 30% 以上；结构件收入同比增长 18%-20%，毛利率高双位数。(3) 光学收入同比增长中高双位数，塑料镜头毛利率有望达到 30% 以上，模组稳健在 5% 以上。(4) MEMS 预期收入同比增长 30%-50%，分析主要由于高端麦克风项目落地。(5) PSS 业务同比双位数增长，并预期 2-3 年内车载声学软硬件收入和消费电子领域有同样量级。

风险提示：下游需求不及预期、公司生产研发进度不及预期、竞争加剧。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

¹ 根据新凤鸣 2024 年三季报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团有限责任公司控股孙公司共青城胜帮投资管理有限公司持有新凤鸣 5.43% 的股份。尽管开源证券与共青城胜帮投资管理有限公司分别属于陕西煤业化工集团有限责任公司的控股子公司和孙公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对共青城胜帮投资管理有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与新凤鸣不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn