

2025年3月23日 星期一

分析师推荐

【东兴宏观】美联储下调经济增长预期，认为关税通胀压力一过性——3月美国 FOMC 点评（20250320）

美联储维持当前政策利率水平，同时减缓 QT 节奏。

主要观点：

鲍威尔认为关税引起的通胀为一过性是基本情景，但不确定性显著提升。

美联储整体偏鸽，不会用加息应对关税引发的价格上涨。

我们猜测，若关税引发通胀上涨尚未回落而经济活动放缓，美联储可能仍会选择先行降息。

鲍威尔认为经济数据非常稳健，劳动力市场处于平衡状态。鲍威尔认为，当前劳动力市场是解雇率和雇佣率双低，希望找到工作的人等待时间更长。劳动力市场处于这种平衡状态已有 6-7 个月。华盛顿公务员解雇目前还是局限性的，没有看见全国范围的解雇率的抬升。如果经济仍保持强劲，通胀回落至 2% 的进程拉长，美联储可以延长停留在当前利率水平的时间。

鲍威尔认为关税引起的通胀为一过性是基本情景，但不确定性显著提升。鲍威尔认为目前很难从通胀数据中区分关税和非关税的影响。美联储注意到，过去 2 个月商品价格的持续上行是非常意外的，不确定是否为偶然，还是因为关税引起消费者提前购买引发价格上涨。关税对价格的影响还在非常非常早期。从历史经验来看，特朗普第一任期内的关税政策是一过性的，并未引起长期通胀上行。本次关税政策为一过性的是基本情景假设，同时鲍威尔承认不确定性非常高，仍需观察。

SEP 的变化与鲍威尔在新闻发布会上的态度相左。考虑了关税的可能，委员会对未来的经济预期变化为变弱的经济和略有抬升的近期通胀（weaker economy higher inflation）。未来 3 年的 GDP 增速预期降至 2% 以下（约 1.7%）。关税可能推迟通胀的回落时间，SEP 对今年的通胀预期明显上升。但基于一过性的观点，明后两年的通胀预期仍下行。而鲍威尔在新闻发布会反复强调当前的经济数据非常稳健，对 SEP 关于 GDP 增速预期的显著下行涉及不多。

鲍威尔认为关税导致短期通胀预期上涨，但长期预期仍非常稳定。虽然个别调查预期有异动（密西根消费者调查），但目前仅仅是个例（outlier），衡量远期通胀的其他市场指标仍非常稳定。他认为消费者的情绪可能受到新政府政策影响，并不是实际的体感。

可以认为短期内，美联储不会用加息应对关税引起的一过性通胀。鲍威尔提到，当关税是脉冲影响时，收紧政策不是正确的选择，因为政策会引起经济活动的下降。关税与大流行引起的通胀不同（记者提及大流行初期，美联储也认为通胀是一过性的）

关税与衰退。美联储自己没有关于当前发生的事件是否会提升衰退概率的预测，其他机构基本都提升了衰退概率。但鲍威尔认为这些概率是从 2 个月前

A 股港股市场

指数名称	收盘价	涨跌%
上证指数	3,364.83	-1.29
深证成指	10,687.55	-1.76
创业板	2,152.28	-2.17
中小板	6,638.96	-1.95
沪深 300	3,914.7	-1.52
香港恒生	23,689.72	-2.19
国企指数	8,742.44	-2.32

A 股新股日历（本周网上发行新股）

名称	价格	行业	发行日
浙江华业	20.87	机械设备	20250317
开发科技	30.38	机械设备	20250318

*价格单位为元/股

A 股新股日历（日内上市新股）

名称	价格	行业	上市日
新亚电缆	7.40	电力设备	20250321

*价格单位为元/股

数据来源：恒生聚源, 东兴证券研究所

极低的水平回升的，绝对水平仍比较温和。

关于进一步减缓 QT。进一步减缓 QT 的节奏虽然是由 TGA 账户的波动模糊了真实的银行准备金水平这一现象引发，但最终的决定并不完全因为这一点。因为当 QT 越来越靠近结束时，慢慢降速是非常合理的选择，并不代表美联储货币政策立场的转变。

我们在近两次美国 CPI 数据点评时，也提到美国商品价格持续上升，以及关税引发的不是通胀而是经济衰退的问题。关税本身引发的通胀基本属于一过性，后续的通胀趋势取决于后续用于对冲经济活动放缓而采取的财政货币政策的宽松程度。但鲍威尔借鉴 2018 年的经验并不完全合适，一过性通胀的时间可能比上一轮要久。

1) 上一轮关税基本集中于中国生产的部分商品，最后由人民币贬值以及转口贸易应对，实际的关税压力没有税率明显。这次关税覆盖的商品和国家更为全面，包含了与美国经济深度融合的加拿大和墨西哥，也尚不清楚最终关税落地的力度（如是否会加强对转口贸易的监管）。

2) 上一轮关税时，美国仍处于低通胀环境，长期宽松的货币政策尚不能提振通胀，而目前美国处于搞通胀回落时期，经济不具备低通胀体质。

3) 当前特朗普政府希望重塑美国经济结构，希望再工业化重振美国制造业。与关税政策并行的尚未完全落地的对内政策，包括放松监管、降低能源成本、企业减税永久化等，鼓励外国资本对美国本土进行实业投资。从经验来看，宏观政策组合拳很少能在转型初期在时间节奏上无缝对接，所以我们认为短期阵痛难免。（此处暂不考虑转型是否会成功）

基于鲍威尔对关税引发的通胀一过性的基本假设，极端情景下，若关税引发的通胀尚未下行，但经济活动放缓，我们认为美联储最终仍会选择先行降息。市场方面观点不变，与 2 月 CPI 点评一致。

风险提示：海外通胀超预期，贸易摩擦升温。

（分析师：康明怡 执业编码：S1480519090001 电话：021-25102911）

【东兴非金属材料】中国巨石（600176.SH）：玻纤龙头逆势持续提升市占率（20250321）

公司发布 2024 年报：全年实现营业收入 158.56 亿元，同比增长 6.59%；归母净利润 24.45 亿元，同比减少 19.7%；扣非后归母净利润为 17.88 亿元，同比下降 5.78%，实现 EPS 为 0.61 元。

点评：

优化产品结构和管理，出口内需齐发力营业收入增速持续向上和单季净利润下大幅增长。公司营业收入同比增速逐季改善，从一季度同比下滑 7.86% 到 2024 年全年增速回升至 6.59%，这主要得益于量的增长。2024 年公司粗纱及制品销量为 302.50 万吨，同比增长 21.91%；电子布为 8.75 亿米，同比增长 4.76%。公司销量的增长得益于公司优化调整产品结构，重点发展 TP 热塑短纤、小号数直接纱、丝饼纱及制品毡布等增量市场；通过销售区域设置优化，完善销售考核激励方案等举措优化管理。在国内国外的共同发力下，国内营业收入占比 60.65%，同比增长 6.84%；国外营业收入占比 37.37%，

同比增长 6.60%，国内和国外营业收入实现了共同的增长。

由于 2024 年玻纤价格较 2023 年下降，虽然有“复价”，但是也难以改变价格下降的拖累。所以 2024 年在销量增长的情况下盈利水平下降，全年净利润同比下滑。但随着公司运营效率的提升下，销量提升，以及产品结构的优化，2024 年归母净利润同比下滑幅度持续收窄，在第三和第四季度单季度实现同比高增，特别是第四季度增幅高达 146.04%。

营运能力持续改善，市占率持续提升。2024 年公司营业周期为 169.71 天，同比减少 12.97 天，逐季持续改善，这主要是公司存货天数持续下降带动。2024 年公司存货周转天数为 132.28 天，同比减少 13.29 天。净营业周期同比减少 1.16 天，较 2024 年前三季度同比减少的天数有减少，主要是公司应收账款天数同比略增 0.33 天，以及应付账款周转天数同比下降 11.79 天。公司总体运营能力在持续改善。运营效率的提升带来产销量的持续增长，公司粗纱和电子布产销量创历史新高。在 2024 年全球玻纤纱产量同比增速 4.6% 和中国池窑纱同比增速为 5.7% 的情况下，公司产销量增速远远超过全球和全国的增速，带来公司全球和全国市场占有率的持续提升。

玻纤龙头全球布局，现金充裕重研发打造行业新格局。公司作为全球玻纤龙头，在当前需求低迷的环境下营业收入能够更快的增长，得益于公司规模成本优势、产品结构的不断优化、以及技术和管理水平的不断提升。公司在利润下滑的情况下，研发费用依然保持增长，2024 年年研发费用 5.28 亿元，同比增长 1.72%。同时，公司现金充裕，在资产负债率下降的情况下，2024 年货币资金 31.23 亿元，资产占比为 5.85%，同比基本上稳定，为公司抗风险和更快更好地发展提供基础。公司全球布局有利于减小国际贸易摩擦对公司的影响。当前行业寡占格局明显，在行业低迷的环境下公司的优化和布局有利于行业新格局的打造，带来公司更好地发展。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2025-2027 年净利润分别为 31.38、38.72 和 46.11 亿元，对应 EPS 分别为 0.78、0.97 和 1.15 元。当前股价对应 2025-2027 年 PE 值分别为 15.79、12.80 和 10.75 倍。公司作为全球玻纤行业龙头，抗风险能力强，低迷环境下公司反而能够不断优化调整，提升市占率，积蓄扎实的发展基础，维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示：国际贸易保护影响超出预期。

（分析师：赵军胜 执业编码：S1480512070003 电话：010-66554088）

重要公司资讯

1、**世茂集团**：预计截至 2024 年 12 月 31 日止年度净亏损约 429 亿-439 亿元人民币，2023 年度净亏损约 236 亿元人民币。预期亏损主要由于房地产行业持续低迷，导致毛利率处于低位及物业项目减值亏损拨备增加；若干资产被法院裁定执行以抵偿债务，导致本年度确认大额债务清偿亏损。（资料来源：同花顺 iFinD）

2、**蔚来**：发布 2024 年第四季度及全年财报，公司四季度交付 72,689 台，

创历史新高。2024 年全年，蔚来公司共交付新车 221,970 台，同比增长 38.7%。四季度营收 197 亿元，同比增长 15%，环比增长 6%。四季度整车毛利率持续提升至 13%，综合毛利率持续提升至 12%，远超市场预期。同时，由于售后服务规模和盈利能力持续提升，其他销售实现季度毛利转正。全年营收 657.3 亿元，同比增长 18.2%，再创新高。全年整车毛利率持续提升至 12%，综合毛利率持续提升至近 10%，保持行业领先。现金储备稳定维持 420 亿元。第四季度研发投入为 36.4 亿元。全年研发总投入为 130.37 亿元。蔚来 2025 年第一季度交付指引为 4.1 万辆到 4.3 万辆，同比增长 30%。(资料来源：同花顺 iFind)

- 3、**美团 (03690)**：发布 2024 年第四季度及全年业绩。受益于国内消费信心提振、消费潜力释放，公司各项业务取得稳健增长，全年营收 3376 亿元（人民币，下同），同比增长 22%。2024 年，美团继续围绕“零售+科技”战略，持续加大对中国消费市场及科技研发的投入，研发投入达 211 亿元。本年度，美团年交易用户数、年活跃商户数、年交易用户的年均消费频次均创下历史新高。(资料来源：智通财经)
- 4、**英伟达**：3 月 18 日宣布，正在波士顿建立一个研究中心，提供前沿技术，以推动量子计算发展。英伟达加速量子研究中心 (NVAQC) 将整合领先的量子硬件与 AI 超级计算机，实现加速量子超级计算。NVAQC 有助于解决量子计算领域最具挑战性的难题，涵盖从量子比特噪声到将实验性量子处理器转化为实用设备。Quantinuum、Quantum Machines 和 QuEra Computing 等量子计算领域领先的创新企业将与 NVAQC 开展合作，通过与哈佛量子计划 (HQI) 和麻省理工学院 (MIT) 工程量子系统组 (EQus) 等顶尖学术机构的研究人员展开深度协作，共同推进量子技术的发展。(资料来源：同花顺 iFind)
- 5、**中国移动**：在 DeepSeek 上市以来迅速同客户一起推动 DeepSeek 适配，“Token 调用量在第一周几乎每天翻一番，第二周开始每周翻一番，总体 GPU 的利用率从 20% 增长到了 68%，整体的资源售卖率达到了 77%，增长了 40 个百分点以上。接入 DeepSeek 的客户中，60% 通过超融合一体化部署，30% 为裸金属的部署方式，10% 属于公有云的调用，整体来看调用量、需求量在急速增长，所以对移动云会带来良好增长。”。(资料来源：同花顺 iFind)

经济要闻

- 1、**上交所**：在中国证监会指导下，近日上交所制定完成新一轮《推动提高沪市上市公司质量三年行动计划》。推动提高上市公司质量，是上市公司监管服务的首要目标。近年来，在中国证监会指导下，上交所已先后制定两期《三年行动计划》。在各方共同努力下，各项措施落地见效，

沪市公司质量整体向好态势更趋明显。下一步，上交所将在中国证监会指导下，落实好《三年行动计划》具体工作安排，与市场各方问题共答，力争再经过三年的努力，在沪市进一步扩大主动服务国家改革发展大局、经营业绩长期向好、科技创新能力突出、真金白银回报投资者、积极履行社会责任，体现高质量发展要求的上市公司群体。(资料来源：央视新闻，同花顺 iFinD)

- 2、**WTO:**美国在世贸组织(WTO)已经同意分别同加拿大和中国进行磋商。在最近半个月中，加拿大向 WTO 两次对美提起争端申诉：3月4日加拿大就美国加征额外关税事宜向 WTO 提出正式申诉；3月14日，加拿大要求就美国征收钢铝关税一事进行磋商。此次美方同意的是在额外关税事宜方面进行磋商。在中美贸易方面，据商务部信息显示，2月1日，美方宣布对中国有关产品加征 10%关税，中方为捍卫自身合法权益，已将美征税措施诉至 WTO 争端解决机制。此后3月3日，美方宣布在原 10%加征关税基础上对中国有关产品再次加征 10%关税，中方也已在 WTO 争端解决机制下起诉美方最新加征关税措施。(资料来源：第一财经，同花顺 iFinD)
- 3、**国家金融监督管理总局：**近日下发《关于发展消费金融助力提振消费的通知》，《通知》明确，商业银行可根据客户还款能力和风险情况，实施差异化授信。对于信用良好、有大额消费需求的客户，个人消费贷款自主支付的金额上限可阶段性从 30 万元提高至 50 万元，个人互联网消费贷款金额上限可阶段性从 20 万元提高至 30 万元。在期限方面，针对有长期消费需求的客户，商业银行用于个人消费的贷款期限可阶段性由不超过 5 年延长至不超过 7 年。(资料来源：界面，同花顺 iFinD)
- 4、**国务院办公厅：**日前印发《关于进一步加强贸易政策合规工作的意见》(以下简称《意见》)，旨在贯彻落实党的二十届三中全会关于建立同国际通行规则衔接的合规机制的决策部署。《意见》要求，进一步加强贸易政策合规工作，必须坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，更好统筹国内国际两个大局，更好统筹发展和安全，规范工作程序，健全机制保障，提高运用国际规则维护我国发展权益能力，有效防范化解风险，为建设更高水平开放型经济新体制、加快构建新发展格局作出贡献。(资料来源：新华社，同花顺 iFinD)
- 5、**深交所：**3月21日以“新格局下的行业发展”为主题举办第三期 ETF 生态大会。会上，党委委员、副总经理唐瑞表示，深交所正在制定服务中长期资金入市相关工作方案，围绕完善产品供给、优化环境、对接服务等关键领域，重点解决中长期资金“买什么”“买得好”等问题。深交所将持续推动持续提升上市公司质量，研究优化险资入市的机制，减少交易摩擦，支持保险资金加大权益投资。针对中长期资金需求，丰富低

波产品矩阵。推动行业由推广单一产品向推广投资策略组合转变，推出“大话策略”服务体系，重点推广定投策略，引导形成“长钱长投”的市场氛围。（资料来源：中证金牛座，同花顺 iFinD）

6、人民银行：3月21日人民银行上海总部副主任苏赞在上海市普惠金融支持民营小微企业高质量发展工作推进会上表示，为持续做好2025年普惠金融工作，人民银行上海总部将与辖内金融机构共同重点推进以下工作。一是做好金融“五篇大文章”，助力上海“五个中心”建设。苏赞表示，各金融机构要不断创新产品和服务，探索金融五篇大文章的“上海样本”，为上海“五个中心”建设和高质量发展贡献力量。二是落实适度宽松的货币政策，推动民营小微贷款“量增价降”。中央经济工作会议将今年货币政策定调为适度宽松，人民银行将择机降准降息。苏赞说，各金融机构要用好降准释放的资金，继续加大对民营小微企业的信贷投放。同时，落实好利率自律倡议，把存款利率降低的效果传导至贷款端，助推企业综合融资成本稳中有降。（资料来源：上海证券报，同花顺 iFinD）

7、国新办：3月21日上午10时举行国务院政策例行吹风会，工业和信息化部消费品工业司司长何亚琼表示，随着信息技术的发展，随着人工智能加快迭代升级，为下一步中医药的快速发展提供了良好的基础。工信部即将发布《医药工业数智化转型实施方案》，这个文件中明确，中药工业与新一代信息技术融合发展的目标、路径。第一，在数字化转型技术支撑方面，专门针对中药生产的特点，通过组织医药数智化系统解决方案，包括一些重点技术产品的攻关，打造了符合中药质量管理规范体系的系统解决方案。第二，在数智化转型的典型选树方面，我们主要聚焦医药工业企业的提质、降本、增效、绿色、安全、合规等具体的需求，找到“小切口”，有什么问题解决什么问题。我们将支持建成20个以上数智中药生产线或者智能工厂，培育一批中药工业数智化转型企业，发布20个以上中药工业数智化技术应用典型场景。（资料来源：人民财讯，同花顺 iFinD）

8、中共中央：国务院总理李强3月18日至20日在福建调研。调研中，李强主持召开外贸企业座谈会。听取8家企业负责人发言后，李强说，当前外贸形势复杂严峻，要坚定不移扩大开放，放眼全球、抢抓机遇，团结起来、共迎挑战，不断提高搏击风浪的能力。要大力开拓多元化市场，积极创新贸易渠道方式，着力提升产品竞争力，加快内外贸一体化发展。李强指出，各级政府要深入贯彻落实民营企业座谈会精神，努力为民营企业提供更好的政策支持和环境。希望广大民营企业发扬“爱拼才会赢”的那样一种精气神，实现自身更大发展，为强国建设、民族复兴伟业作出更大贡献。（资料来源：同花顺 iFinD）

9、中共中央：总书记、国家主席、中央军委主席习近平近日在云南考察时

强调，云南要认真落实党中央关于西部大开发和长江经济带发展的战略部署，完整准确全面贯彻新发展理念，坚持稳中求进工作总基调，着力推动高质量发展，解放思想、改革创新，奋发进取、真抓实干，在中国式现代化进程中开创云南发展新局面。（资料来源：同花顺 iFinD）

- 10、国务院办公厅：日前印发《关于提升中药质量促进中医药产业高质量发展的意见》（以下简称《意见》）。《意见》坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻党的二十大和二十届二中、三中全会精神，以提升中药质量为基础，以科技创新为支撑，以体制机制改革为保障，形成传承创新并重、布局结构合理、装备制造先进、质量安全可靠、竞争能力强的中医药产业高质量发展格局，更好增进人民健康福祉和服务中国式现代化，从 8 个方面提出 21 项重点内容。（资料来源：同花顺 iFinD）

每日研报**【东兴机械】机械行业：高端装备步入深海（20250321）**

事件：《政府工作报告》提出“开展新技术新产品新场景大规模应用示范行动，推动商业航天、低空经济、深海科技等新兴产业安全健康发展。”首次将“深海科技”列为新兴产业重点发展领域。

深海科技为新质生产力重要内容。根据《2024 年中国海洋经济统计公报》，2024 年全国海洋生产总值 105438 亿元，其中海洋工程装备制造业、海洋电力业海洋旅游业等均实现了 9% 以上的快速发展，海洋工程装备制造业占比 2.4%，约为 2530 亿元。未来随着在深海极端环境技术应用的突破，海洋工程装备制造业有望得到较快发展。

单位投资随水深大幅增长，深海装备制造业有望受益。以中石油油田投资为例，浅水油田的单位产能投资不到 1000 美元/年；而在水深 100-150 米的深水油田，单位产能投资一般在 3-4 千美元/年；300-500 米的深水项目，单位产能投资一般在 1-1.5 万美元/年左右；超深水油田的技术难度和安全风险较高，对应的单位产能投资一般较大，以巴西石油公司（Petrobras）为例，其超深水油田单位产能投资约为数万美元/年。未来随着深海科技应用场景不断延展，深海装备制造企业有望打开盈利空间。

深海能源开采资本支出有望保持强劲。海洋蕴含地球上超过 34% 的石油和天然气其中有 44% 深埋于水深超过 300 米的深海之下。我国南海平均水深超过 1000 米，55% 的油气资源存在于海底。能源安全大战略下，我国不断出台加大能源勘探力度的相关政策，能源开采相关资本支出有望保持强劲。有望受益标的：海油工程（600583，强烈推荐）、迪威尔（688377）、德石股份（301158）。

数据中心有望迁入深海。1000m 以下海水水温变化很小，经常保持着低温状态，相比于陆上数据中心，海底数据中心以海洋作为自然冷源，省电、省水、省地、高安全、高可靠、低时延。2025 年 2 月 18 日，数智高速智算中心（陵水）有限公司的海底智算舱在海南陵水黎族自治县清水湾海域完成下水，该项目运行 PUE 低至 1.1，处于数据中心行业领先水平，较传统数据中心节能 30% 以上；无需蒸发散热，不消耗淡水；数据舱安放于海底，土地占用极小，较陆上数据中心省地 90%。AI 技术的突破和推广大幅提升数据中心需求，深海海底为数据中心的大批量建设提供了得天独厚的自然禀赋优势，未来数据中心有望迁入海底，进而提升海底线缆、光纤需求。有望受益标的：海兰信（300065）、中广核技（000881，强烈推荐）、联科科技（002107）。

深海装备国产替代空间广阔。超深水环境需承受高压，同时面临低温、高温交替、海底沉积物侵蚀等多重环境压力，深水装备制造壁垒较高，高端设备长期被海外企业垄断。以深水采油树为例，国外设备已广泛应用于 300 米以上深水环境，国际市场 90% 以上份额被欧美企业垄断，我国深水采油树国产化率不足 30%，关键部件如深水密封件、深海压力传感器仍依赖进口。随着深海科技战略持续推进，国内技术领先企业进口替代空间广阔。有望受益标的：康斯特（300445，强烈推荐）、中密控股（300470）。

风险提示：行业政策出现重大变化、市场发展不及预期、技术进步不及预期等。

（分析师：任天辉 执业编码：S1480523020001 电话：010-66554037）

【东兴交通运输】快递 1-2 月数据点评：件量维持高增长，但价格竞争较往年更加激烈（20250321）

事件：快递行业 1-2 月件量累计同比增长 22.4%，行业增速维持较高水平；但与之相应的，价格竞争有加剧趋势。

点评：

1-2 月快递件量增速维持高位：2 月全国快递服务企业业务完成量 135.9 亿件，同比增长 58.8%，增速较 1 月的 1.3% 明显提升，主要还是受到春节错期的影响。将前 2 月的数据合计，则 1-2 月共计完成业务量 284.8 亿件，同比增长 22.4%，行业增速维持了较高的水平。分类型看，2 月同城件业务量同比增长 26.8%，异地件业务量增长 63.6%，考虑 1-2 月合计，则同城件业务量增长 2.4%，异地件业务量增长 24.5%。

通达系方面，2 月申通和韵达业务量增速高于行业均值，圆通增速有所下降。1-2 月加总后，申通、韵达、圆通和顺丰业务量分别增长 30.6%、26.5%、21.3% 和 16.7%，申通韵达增速高于行业水平，圆通和顺丰则略低于行业均值（同比增长 22.4%）。

市场份额方面，2 月申通和韵达市场份额分别同比提升 0.4pct、0.9pct；顺丰和圆通份下降 2.3pct% 和 0.9pct。1-2 月合计，则申通和韵达市场份额分别同比提升 0.8pct、0.4pct；顺丰和圆通份下降 0.4pct% 和 0.1pct。

单票收入降幅扩大，价格竞争激烈：价格方面，2 月行业单票价格环比 1 月有较明显下降，这在以往年份并不多见；同比降幅提升至 17.8%，下滑较为明显。

环比看，申通单票收入环比 1 月下降 0.02 元，圆通单票收入环比下降 0.03 元，韵达环比下降较为明显，下降 0.07 元至 1.95 元，已经低于去年 7-8 月时的水平（去年 7-8 月价格战烈度较高），说明目前价格战的烈度提升至较高水平。顺丰方面，公司 2 月单票收入同比下降 8.1%，我们认为主要系电商件占比上升，导致件均收入有所下降。

去年下半年通达系公司的单票收入有筑底回升趋势，但开年 1-2 月价格竞争烈度超出我们预期，1-2 月行业 CR8 较去年同期提升 2.1，至 87.1，但 A 股上市的 4 家公司 1-2 月市场份额合计 48.1%，较去年同期的 48.8% 是下降的，也就是说行业前八中的其他四家市场份额出现了较明显的提升，我们认为这与今年行业龙头中通重新重视市场份额有一定关联，龙头对份额的争夺也使得今年开年的价格战烈度提升较为明显。。

投资建议：随着行业竞争的加剧，电商件内部的分化已经较为明显。低端电商件领域，单纯的成本优势能够为企业带来利润贡献会越来越有限，而中高端的电商件对服务质量提出更高的要求。行业的变化在倒逼企业重视服务质量，走向转型升级的道路，“生存靠份额，赚钱靠服务”会是行业趋势。因此我们建议重点关注服务品质领先的行业龙头中通和圆通。

风险提示：行业价格战加剧；人力成本攀升；政策面变化等

(分析师：曹奕丰 执业编码：S1480519050005 电话：021-25102904)

【东兴农林牧渔】牧原股份（002714.SZ）：24 年量利齐升，25 年持续高质量发展（20250321）

事件：公司公布 2024 年年报，公司 2024 年全年实现营业收入 1379.47 亿元，同比增长 24.43%，实现归母净利润 178.81 亿元，相比去年同期扭亏为盈。公司同时公告分红预案，向全体股东每 10 股派发现金红利 5.72 元。

生猪养殖量利齐升，完全成本持续下行。公司 24 年合计销售生猪 7160.2 万头（其中商品猪 6547.7 万头，仔猪 565.9 万头，种猪 46.5 万头），同比增长 12.2%。2024 年末公司能繁母猪存栏为 351.2 万头，公司预计 25 年出栏商品猪 7200-7800 万头，仔猪 800-1200 万头，出栏增量超预期。公司养殖完全成本持续下行，24 年全年完全成本 14 元/kg 左右，25 年 2 月进一步下降至 12.9 元/kg，25 年全年完全成本目标 12 元/kg。猪价上涨与成本优化下，公司生猪养殖业务量利齐升，全年业绩实现扭亏。我们预计 25 年生猪均价相比 24 年下行，但公司凭借持续强化的成本优势和出栏量提升，全年实现稳健盈利可期。

屠宰已实现单月盈利，盈利能力有望持续改善。24 年公司合计屠宰生猪 1252.44 万头，产能利用率 43%，头均亏损由 23 年的 70 元收窄至 24 年的 50 元，并在 24 年 12 月实现了单月盈利。屠宰业务的持续改善来自于团队建设的优化和客户开拓维护的进展，未来公司会持续改善产品和渠道结构，加强产业链联动，25 年争取将屠宰的产能利用率保持在 60%以上，持续增强盈利能力。

海外业务和智能化贡献新看点。2024 年公司与越南本土养殖公司 BAF 达成合作协议，为其提供养猪技术服务方案、硬件支持、人员培训等，致力于提升越南当地生猪养殖企业的养殖水平和管理能力。目前公司海外业务团队正在熟悉当地市场，未来公司会根据不同市场特点制定不同区域的业务发展方式。在智能化应用方面，公司的智能化软硬件主要应用在智能环控，智能饲喂，智能育种与内部人员赋能等几个方面。公司会持续加大技术创新投入，探索养殖产业的智能化应用场景，助力传统产业转型升级，助力公司效率提升和成本改善。

公司盈利预测及投资评级：我们看好公司作为生猪龙头企业的核心成本优势，公司业绩有望随猪周期回暖持续改善。我们预计，公司 25-27 年归母净利分别为 206.29、220.67 和 353.65 亿元，EPS 为 3.88、4.03 和 6.46 元，PE 为 10、10 和 6 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：公司生猪销售不及预期，生猪价格波动风险，生猪疫病风险等。

(分析师：程诗月 执业编码：S1480519050006 电话：010-66555458)

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

以上内容来源于东兴证券研究报告的观点。

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。