

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-03-18

宏观策略

2025 年 03 月 18 日

宏观点评 20250317：开年经济的 6 条线索——1-2 月经济数据点评

1-2 月经济供给强于需求，内需不足仍然是主要矛盾，二季度经济压力可能加大。供给端，工业（+5.9%）强于服务业（+5.6%），1-2 月经济增速预计在 5%-5.5%；需求端，制造业投资和基建投资偏强，消费和房地产仍然偏弱，供给强于需求的结果是工业产销率降至 20 年来的历史低点。往后看，出口和房地产增速可能边际回落，二季度经济压力可能会加大，过去几年“Q1 高 Q2 低，Q3Q4 回升”的 U 型增长节奏可能在今年重现，要实现 5% 的全年增长目标，需要在基建和制造业投资之外找到新的增长点，补贴服务消费可能是重要的备选项目。风险提示：房地产市场走弱；出口下行；以旧换新政策后续不及预期的风险。

海外周报 20250316：通胀与关税担忧持续，黄金破 3000 创新高

核心观点：本周公布的美国通胀数据全面不及预期，但仍未缓解市场对于关税不确定性下通胀前景的担忧，降息预期略有降温。政策方面，本周美国的钢、铝关税生效，欧盟和加拿大对美国发起反制关税，加之特朗普发言对美股大跌、“制造衰退论”的回应平淡，政策不确定性对风险资产的打击延续，黄金则突破 3000 美元/盎司创下历史新高。下周关注 3 月美联储 FOMC 会议，重点关注点阵图及其分布对年内降息预期的指引及分歧程度，以及美联储对失业率、通胀率的风险评估变化。

宏观量化经济指数周报 20250316：外需回暖基数走低，3 月出口或明显回升

以消费政策为催化改善消费金融需求，实体经济融资需求或延续 1-2 月份的平稳态势

固收金工

固收深度报告 20250317：一文读懂中资美元城投债现状

核心观点：当前高收益级中资美元城投债和投资级别中资美元城投债的利差水平分别为 313BP 和 86BP，均处于历史极低位置，但高收益级的利差压缩空间较投资级别更为充裕，因此在化债逻辑护航叠加低利率时代期间高收益资产日渐稀缺的背景下，高收益级中资美元城投债短期内因收益水平兼具较强的吸引力和尚可的安全性而值得加以关注，同时投资级别中资美元城投债的配置价值在未来短期内的震荡行情中同样浮现，故可静待债市经过调整后估值偏低的时点再行入场。风险提示：数据统计偏差；城投政策超预期收紧；海外政策对经济的扰动超预期。

固收周报 20250316：金融数据及降准预期

风险提示：（1）财政政策力度不及预期：若财政政策的实际实施力度未能达到市场预期，可能无法充分刺激经济增长。（2）海外政策对经济的扰动超预期：海外政策的不确定性因素较多，需考虑由此带来的潜在

固收周报 20250316：中低价转债估值或仍具韧性

综合来看，我们认为伴随中低价标的平价阶段性抬升，估值的被动压缩与主动修复会顺次发生，存在转债版“戴维斯”双击的可能，同时辅以博弈

晨会编辑 孟祥文

执业证书：S0600523120001

mengxw@dwzq.com.cn

新旧顺周期标的下修、交易性标的负溢价率修复的择时策略，以平衡配置与交易两方的资金需求。

固收点评 20250316: 绿色债券周度数据跟踪 (20250310-20250314)

本周 (20250310-20250314) 银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 8 只, 合计发行规模约 81.10 亿元, 较上周增加 36.20 亿元。绿色债券周成交额合计 474 亿元, 较上周减少 88 亿元。

固收点评 20250315: 二级资本债周度数据跟踪 (20250310-20250314)

本周 (20250310-20250314) 银行间市场及交易所市场无新发行二级资本债。二级资本债周成交量合计约 2390 亿元, 较上周增加 463 亿元。

行业

房地产行业跟踪周报: 成交持续改善, 进一步推进专项债土地收储

周观点: 3 月第 2 周新房成交环比上升、同比上升, 二手房成交环比上升、同比上升。3 月 11 日, 自然资源部、财政部发布关于做好运用地方政府专项债券支持土地储备有关工作的通知。此次通知是为贯彻落实《国务院办公厅关于优化完善地方政府专项债券管理机制的意见》相关要求, 发挥地方政府专项债券稳经济、促发展的积极作用, 更好支持运用专项债券开展土地储备工作, 有效推动房地产市场止跌回稳。通知明确了发债要求及资金使用主体。3 月 13 日, 金融监管总局党委召开扩大会议。会议强调, 有效防范化解重点领域风险。一体推进地方中小金融机构风险处置和转型发展, 综合采取补充资本金、兼并重组、市场退出等方式分类化解风险。持续推进城市房地产融资协调机制扩围增效, 坚决做好保交房工作。加快制定出台与房地产发展新模式相适应的融资制度。配合做好地方政府隐性债务置换工作。投资建议: 1) 房地产开发: 推荐华润置地、保利发展、滨江集团, 建议关注绿城中国等; 2) 物业管理: 推荐华润万象生活、绿城服务、保利物业、越秀服务; 3) 房地产经纪: 推荐贝壳, 建议关注我爱我家。风险提示: 房地产调控政策放宽不及预期; 行业下行持续, 销售不及预期; 行业信用风险持续蔓延, 流动性恶化超预期。

公用事业行业跟踪周报: 甘肃能源投资绿电聚合试点项目促“算力+能源”融合发展, 山东印发源网荷储实施细则

行业核心数据跟踪: 电价: 2025 年 3 月电网代购电价同比下降环比持平。煤价: 截至 2025/3/14, 动力煤秦皇岛 5500 卡平仓价 681 元/吨, 周环比下跌 1.02%。水情: 截至 2025/3/14, 三峡水库站水位 164.01 米, 2021、2022、2023、2024 年同期水位分别为 166 米、166 米、157 米、163 米。2025/3/14, 三峡水库站入库流量 8500 立方米/秒, 同比+54.55%, 三峡水库站出库流量 7770 立方米/秒, 同比+12.94%。用电量: 2024 年全社会用电量 9.85 亿千瓦时 (同比+6.8%), 其中, 第一产业、第二产业、第三产业、居民城乡用电分别同比+6.3%、+5.1%、+9.9%、+10.6%。发电量: 2024 年累计发电量 9.42 亿千瓦时 (+4.6%), 其中, 火电、水电、核电、风电、光伏分别+1.5%、+10.7%、+2.7%、+11.1%、+28.2%。装机容量: 2024 年新增装机容量, 火电新增 4744 万千瓦 (同比+1.9%), 水电新增 998 万千瓦 (同比+6.3%), 核电新增 119 万千瓦 (同比持平), 风电新增 5175 万千瓦 (同比+25.0%), 光伏新增 20630 万千瓦 (同比+25.9%)。投资建议: 国债收益率下降红利配置正当时。1) 水电: 量价齐升、低成本受益市场化。度电成本所有电源中最低, 省内水电市场电价持续提升, 外输可享当地电价。现金流优异分红能力强, 折旧期满盈利持续释放。重点推荐

【长江电力】。2) 火电：优质区域火电电量电价有支撑，业绩稳定性提升红利属性彰显。建议关注【皖能电力】【申能股份】，建议关注【华电国际】【浙能电力】【华能国际】【国电电力】。3) 核电：成长确定、远期盈利&分红提升。2022、2023 连续两年核准 10 台，2024 年再获 11 台核准，成长再提速。在建机组投运+资本开支逐步见顶。公司 ROE 看齐成熟项目有望翻倍，分红能力同步提升。重点推荐【中国核电】【中国广核】，建议关注【中广核电力 H】。4) 绿电：化债推进财政发力，绿电国补欠款历史问题有望得到解决。资产质量见底回升，绿电成长性再次彰显。重点推荐【龙净环保】，建议关注【龙源电力 H】【中闽能源】【三峡能源】。5) 消纳：关注特高压和电网智能化产业链。趋势一配电网智能化：关注【威胜信息】【东软载波】【安科瑞】；趋势二电网数字化：推荐虚拟电厂；趋势三国际化：推荐特高压和电网设备

建筑材料行业跟踪周报：低估值的消费细分龙头具有较高胜率

周观点：(1) 上周呼和浩特率先落实了两会的生育补贴措施，参考天门、攀枝花等地生育补贴金额和效果，呼市的补贴金额显著提高，或引发各地争相效仿，将有力改变新生人口下降的局面。今年地产市场企稳和企业较低的增长预期，给予传统板块较高的胜率，尤其是低估值的消费细分龙头。首选科技属性强的龙头公司和扩张型公司，例如上海港湾、鸿路钢构、萤石网络、石头科技、公牛集团、北新建材、三棵树，其次是消费端公司，例如伟星新材、欧派家居、箭牌家居、兔宝宝、奥普科技等。再次是利空出尽的工程材料公司，例如坚朗五金、东方雨虹等，最后是财政加杠杆的方向也值得关注，西南水利建设相关的民爆和水泥公司，供给侧比较集中，例如易普力、华新水泥等。(2) 全球范围内中国将逐渐增加话语权和提供公共产品，中国企业也将获得加快参与全球建设的机会。而且美元降息趋势下，新兴地区经济建设有望进入快车道，工业投资、基础设施建设将升温。综合新兴国家收入占比以及本土化的能力和技术实力，推荐上海港湾、中材国际、中国交建、米奥会展（与中小盘、社服共同覆盖）。另外，在脱钩断链和可能的高关税政策下，关注以欧美为主要消费地且海外产能占比高的公司，例如爱丽家居、中国巨石、匠心家居等。风险提示：地产信用风险失控、政策定力超预期。

机械设备行业点评报告：Figure 推出机器人自动化产线 BotQ，25 年化产能达 12000 台

投资建议：建议关注 Figure 链条投资机会，推荐【兆威机电（灵巧手）】、【绿的谐波（谐波减速机）】、【领益智造（零部件）】（电子组覆盖）、【银轮股份（关节总成）】（汽车组覆盖）、【旭升集团（铝合金壳体）】（汽车组覆盖），建议关注【长盈精密（零部件）】。风险提示：人形机器人量产进展不及预期，人形机器人技术更迭不及预期，宏观经济波动风险。

建筑装饰行业跟踪周报：政府债券发行加快，关注资金到位对基建实物量影响

(1) 2 月政府债券融资新增 1.7 万亿，同比多增 1.1 万亿，得益于置换债等加快发行，2025 年开年专项债发行有所加快，融资端的改善叠加此前增量财政政策逐渐释放，我们认为后续对投资端和实物量的效果将逐渐显现。政府工作报告指出 2025 年国内经济增长目标 5% 左右、赤字率拟按 4% 安排，报告提出重点任务包括，大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求等。宏观政策积极导向延续，随着财政发力、地产“止跌企稳”政策组合拳落地，基建地产链景气有望回升。我们认为国资

考核的优化将促进央企进一步提升经营质量，叠加地方化债落地，建筑央企报表质量有望改善。保险及社保等中长期增量资金入市有望利好低估值、稳定分红的行业龙头、白马以及破净央国企估值修复。我们建议关注估值仍处历史低位、业绩稳健的基建龙头央企和地方国企估值持续修复机会，推荐中国交建、中国电建、中国中铁，建议关注中国核建、中国化学等。（2）出海方向：2024 年我国对外承包工程业务完成营业额同比增长 3.1%，新签合同金额同比增长 1.1%，创历史新高，对外投资平稳发展；特朗普任职后近期开启关税贸易摩擦，后续外交博弈、贸易摩擦或加剧，一带一路战略推进或加码。近期俄乌局势有缓和预期，区域恢复建设值得关注。未来一带一路战略推进，基建合作仍会是重要形式，海外工程需求景气度有望保持，海外工程业务有望受益，后续预计逐渐兑现到订单和业绩层面。建议关注国际工程板块，个股推荐中材国际、上海港湾，建议关注中工国际、北方国际、中钢国际等。（3）需求结构有亮点，新业务增量开拓下的投资机会：部分专业制造工程细分领域、装配式建筑、节能降碳以及新能源相关的基建细分领域景气度较高，有相关转型布局的企业有望受益，建议关注装配式建筑方向的鸿路钢构、华阳国际等；低空经济各地方政策催化不断，建议关注建筑和基建设计院板块，相关标的建议关注中交设计、设计总院、华设集团等；半导体洁净室景气度有望延续，关注亚翔集成、柏诚股份等。风险提示：地产信用风险失控、政策定力超预期、国企改革进展低于预期等。

燃气 II 行业跟踪周报：天气转暖美国&国内气价回落，市场对于俄乌冲突结束可能性心存谨慎，欧洲气价上升

投资建议：供给宽松，燃气公司成本优化；价格机制继续理顺、需求放量。需关注对美 LNG 加征 15% 关税后，新奥股份等具有美国气源的公司是否能通过转售等方式消除关税影响。1）城燃降本促量、顺价持续推进。建议关注：【新奥能源】（25 股息率 6.4%）2024 年不可测利润充分消化，估值合理回归；【深圳燃气】【佛燃能源】（25 股息率 5.2%）【港华智慧能源】。重点推荐：【华润燃气】（25 股息率 5.2%）【昆仑能源】（25 股息率 4.8%）【中国燃气】（25 股息率 7.0%）【蓝天燃气】（25 股息率 7.8%）；2）海外气源释放，关注具备优质长协资源、灵活调度、成本优势长期凸显的企业。重点推荐：【九丰能源】（25 股息率 5.1%）【新奥股份】（25 股息率 5.9%）；建议关注：【深圳燃气】【佛燃能源】。（估值日期 2025/3/14）

电力设备行业跟踪周报：人形机器人量产加速、AIDC 需求旺盛

重点推荐标的：宁德时代（动力&储能电池全球龙头、盈利能力和排产均超预期）、三花智控（热管理全球龙头、特斯拉机器人总成空间巨大）、比亚迪（电动车销量持续向好且结构升级、全民智驾超预期）、阳光电源（逆变器全球龙头、海外大储优势显著）、科达利（结构件全球龙头优势突出稳健增长、大力布局机器人）、雷赛智能（伺服控制器龙头企业、机器人关节批量优势明显）、汇川技术（通用自动化弱复苏龙头 Alpha 明显、联合动力持续超预期）、亿纬锂能（动力&储能锂电上量盈利向好并走出特色之路、消费类电池稳健）、富临精工（高压实铁锂领先、机器人布局深厚）、浙江荣泰（云母龙头增长确定、微型丝杠优势明显）、伟创电气（变频伺服传统行业为主持续增长、大力布局人形机器人）、鸣志电器（步进电机全球龙头、机器人空心杯电机潜力大）、湖南裕能（铁锂正极龙头强阿尔法、新品放量和价格见底盈利反转）、宏发股份（继电器恢复稳增长、高压直流持续稳增长）、天奈科技（碳纳米管龙头、快充&硅碳&固态持续

受益)、尚太科技(负极龙头份额提升超预期、成本优势大盈利能力强)、天赐材料(电解液&六氟龙头、新型锂盐领先)、金盘科技(干变全球龙头、海外订单超预期)、麦格米特(多产品稳健增长、AI 电源未来潜力大)、科华数据(全面受益国内 AI 资本开支新周期、数据和数能双星驱动)、德业股份(新兴市场开拓先锋、户储爆发工商储蓄势)、上能电气(逆变器地面地位稳固、大储 PCS 放量在即)、璞泰来(负极龙头业绩拐点临近、隔膜涂覆持续高增长)、容百科技(高镍正极龙头、海外进展超预期)、阿特斯(一体化组件头部企业、深耕海外大储进入收获期)、三星医疗(海外配网和电表需求强劲、国内增长稳健)、东方电缆(海缆壁垒高格局好、海风项目开始启动)、日月股份(大铸件紧缺提价可期, 盈利弹性大)、科士达(受益国内 AI 资本开支新周期、UPS 龙头)、盛弘股份(受益海外和国内 AI 资本开支、海外储能新客户拓展)、思源电气(电力设备国内出海双龙头、订单和盈利超预期)、平高电气(特高压交直流龙头、估值低业绩持续超预期)、许继电气(一二次电力设备龙头、柔直弹性可期)、通威股份(硅料龙头受益供给侧改革、电池和组件有望改善)、福莱特(光伏玻璃龙头成本优势显著、价格底部有望企稳反弹)、晶澳科技(一体化组件龙头、盈利率先恢复)、禾望电气(大传动优势明显、内部变革激发活力)

食品饮料行业跟踪周报：周专题：政策春风至，加快乳业复苏

板块核心观点推荐：白酒：在 2024Q3-Q4 基本面加速探底情况下，优质白酒企业在 2025 年 Q1 已经率先见底，2025 年受益流动性改善叠加顺周期政策落地，板块表现可期。白酒个股推荐：春节动销居前，见底更为明确，增长预计靠前的白酒企业，如今世缘、山西汾酒、贵州茅台、古井贡酒、迎驾贡酒等，这些企业的全年看产品组合发力均衡、业绩增长能见度高；从开瓶角度看，泸州老窖、古井贡酒数字化运营领先，春节开瓶数据优秀，收入规模及估值修复空间较大，继续推荐。另外，重点推荐珍酒李渡、五粮液，关注舍得酒业。大众品：头部品种重点持续推荐东鹏饮料，安井食品，伊利股份。在提振内需大背景下，推荐餐供及调味品顺周期板块重点个股宝立食品、立高食品、天味食品、颐海国际、千味央厨。零食仍是 2025 成长领先的板块，弹性重点推荐万辰集团，盐津铺子(更为稳健，且成长被低估)，三只松鼠、西麦食品、甘源食品。饮料推荐东鹏饮料，威士忌第二曲重点打造并顺利铺货的百润股份，重视高股息回购预期强的承德露露；乳业推荐蒙牛乳业、伊利股份、天润乳业、妙可蓝多，关注中国飞鹤、新乳业、优然牧业、现代牧业。

有色金属行业跟踪周报：全球孤立主义+海外经济走向“滞胀”，黄金于周内突破 3000 美元重要关口

铜：冶炼端减产开始显现，关税背景下利差交易延续。截至 3 月 14 日，伦铜报收 9,793 美元/吨，周环比上涨 1.99%；沪铜报收 80,500 元/吨，周环比上涨 2.78%。供给端，截至 3 月 14 日，本周进口铜矿 TC 均价进一步下探至-16 美元/吨；继嘉能可宣布铜冶炼减产，本周铜陵有色集团旗下冶炼厂宣布检修及额外减产计划；需求方面，下游需求仍复苏缓慢，维持弱现实强预期的态势。本周基本面维持供需双弱格局，国内电解铜持续去库；宏观方面，本周美国 CPI 及 PPI 双双低于预期，通胀现阶段的降温给予联储更多的降息理由，此外关税背景下的利差交易仍在延续，实物铜仍在大量流入美国市场，贸易流向的改变加大了价格的波动，本周海内外铜价维持涨势，预计短期铜价仍将维持震荡向上走势。 铝：铝锭社库

迎来拐点，看好二季度内需增长前景。截至3月14日，本周LME铝报收2,689元/吨，较上周下跌0.02%；沪铝报收20,990元/吨，较上周上涨0.74%。供应端，本周我国四川、青海电解铝企业持续复产，电解铝行业理论运行产能4372.50万吨，较上周增加12.5万吨；需求端，本周铝板带箔企业开工率环比提升0.11%，铝棒企业有所复产，开工率环比提升0.17%，电解铝的理论需求有所上升。当下电解铝维持供需双增态势，随着下游开工旺季的带来，我国铝锭社库迎来拐点，本周录得88.70万吨，周环比下降1.38万吨；此外由于“430”与“531”政策窗口期或带来2025H1光伏抢装潮，我们预计3-5月光伏用铝将迎来显著环增，叠加家电、电动汽车等国补政策的持续推行，看好二季度原铝需求的进一步增长，预计铝价走出震荡向上走势。黄金：美国CPI通胀环比下行，但远期通胀预期上行，黄金周内突破3000美元/盎司关口。截至3月14日，COMEX黄金收盘价为2993.60美元/盎司，周环比上涨2.60%；SHFE黄金收盘价为694.96元/克，周环比上涨2.28%。本周美国2月CPI录得同比增长2.8%，低于预期的2.9%；美国2月PPI录得同比增长3.2%，低于预期的3.3%；数据公布后，市场对美联储年内降息预期并未有明显改变，迫于经济的潜在下行压力，美联储或于年中重启降息宽松，维持年内50-75bp的降息幅度预期。此外，密西根大学3月消费者信心指数降至57.9，低于预期的63.1；同时美国一年期及五年期通胀预期却录得环比上行

基础化工周报：MDI市场弱势下跌

【聚氨酯板块】本周纯MDI/聚合MDI/TDI行业均价为18320/17240/12080元/吨，环比分别-420/-610/-100元/吨，纯MDI/聚合MDI/TDI行业毛利分别为5731/5731/483元/吨，环比分别-205/-355/+270元/吨。【油煤气烯烃板块】①本周乙烷/丙烷/动力煤/石脑油均价分别为1575/4335/540/4530元/吨，环比分别+15/-15/-10/+12元/吨。②本周聚乙烯均价为8113元/吨，环比-25元/吨，乙烷裂解/CTO/石脑油裂解制聚乙烯理论利润分别为1082/2017/-162元/吨，环比分别-15/-4/-13元/吨。③本周聚丙烯均价为7200元/吨，环比+0元/吨，PDH/CTO/石脑油裂解制聚丙烯理论利润分别为-157/1610/-381元/吨，环比分别+25/+13/+2元/吨。【煤化工板块】本周合成氨/尿素/DMF/醋酸行业均价为2515/1835/3905/2729元/吨，环比分别+52/-1/+15/-46元/吨，合成氨/尿素/DMF/醋酸行业毛利分别为515/135/-625/146元/吨，环比分别+47/-8/+2/+76元/吨。【相关上市公司】化工白马：万华化学、宝丰能源、卫星化学、华鲁恒升。【风险提示】1)项目实施进度不及预期；2)宏观经济增速下滑，导致需求复苏弱于预期；3)地缘风险演化导致原材料价格波动；4)行业产能发生重大变化；5)统计口径及计算误差。

大炼化周报：国际油价转涨为跌，长丝市场重心走势僵持

【国内外重点炼化项目价差跟踪】国内重点大炼化项目本周价差为2699.91元/吨，环比+13.64元/吨（环比+0.51%）；国外重点大炼化项目本周价差为1032.24元/吨，环比-34.87元/吨（环比-3.27%）。【聚酯板块】本周POY/FDY/DTY行业均价分别为7086/7414/8382元/吨，环比分别-114/-79/-43元/吨，POY/FDY/DTY行业周均利润为193/146/191元/吨，环比分别+23/+47/+70元/吨，POY/FDY/DTY行业库存为22.6/28.0/28.9天，环比分别+0.0/+0.0/+0.0天，长丝开工率为92.77%，环比+0.77pct。下游方面，本周织机开工率为59.99%，环比+0.00pct，织造企业原料库存为9.29天，环比+1.32天，织造企业成品库存为23.31天，环比-0.82天。

【**炼油板块**】国内成品油:本周汽油/柴油/航煤价格下跌。国外成品油:本周美国汽油/柴油/航煤价格下跌。【**化工板块**】本周PX均价为829.14美元/吨,环比-19.00美元/吨,较原油价差为319.38美元/吨,环比-12.52美元/吨,PX开工率为91.57%,环比+0.04pct。【**相关上市公司**】民营大炼化&涤纶长丝:恒力石化、荣盛石化、东方盛虹、恒逸石化、桐昆股份、新凤鸣。【**风险提示**】1)项目实施进度不及预期;2)宏观经济增速下滑,导致需求复苏弱于预期;3)地缘风险演化导致原材料价格波动;4)行业产能发生重大变化;5)统计口径及计算误差。

非银金融行业跟踪周报:成交仍活跃;保险顺周期特征显现

行业排序及重点公司推荐:非银金融目前平均估值仍然较低,具有安全边际,攻守兼备。1)保险行业受益于经济复苏、利率上行。储蓄类产品销售占比大幅提升,负债端预计显著改善,长期仍看好健康险和养老险发展空间。2)证券行业转型有望带来新的业务增长点。受益于市场回暖、政策环境友好,券商经纪业务、投行业务、资本中介业务等均受益。行业推荐排序为保险>证券>其他多元金融,重点推荐新华保险、中国人寿、中信证券、华泰证券、同花顺等。风险提示:1)宏观经济不及预期;2)政策趋紧抑制行业创新;3)市场竞争加剧风险。

商贸零售行业跟踪周报:老铺/蜜雪/毛戈平:何为“新消费”?为何新消费引领春季消费行情?

投资建议:我们认为新消费是消费行业的重要拉动力,核心在于某个消费圈层广泛接受某品牌的溢价,其主要的突破点来自“新消费习惯的形成”或“品牌影响力的破圈”,最终体现在持续且广泛的品牌溢价上,核心在于“品牌”。未来预计会在新消费习惯或品牌力破圈上持续有新消费的品牌诞生,这也将会是消费行业增长重要的拉动力,持续推荐新消费品牌公司【蜜雪集团】【老铺黄金】【毛戈平】等,其它关注宠物食品,集换&收藏相关产品等领域。风险提示:消费恢复不及预期,宏观经济波动等。

汽车周观点:3月第1周乘用车同比+15.9%,继续看好汽车板块

特斯拉FSD入华影响:对汽车智能化行业贝塔是重大利好!加速消费者教育+加速国内车企智驾竞赛速度+加速L4 Robotaxi商业化落地等。进一步强化我们对2025年All in智能化的决心和信心。投资建议:全面看多整车板块!智能化是内核,新车周期/月度销量是落地跟踪,机器人布局是锦上添花!小鹏汽车/上汽集团/赛力斯/理想/比亚迪/吉利/长安/长城/广汽/零跑等!全面看多零部件板块!1)智能化增量零部件主线:AI芯片(地平线机器人+黑芝麻智能),域控制器(德赛西威+华阳集团+均胜电子+知行科技等)。线控底盘(伯特利+耐世特),汽车电子(保隆科技+经纬恒润等);2)电动化/机器人硬件主线:拓普集团+新泉股份+爱柯迪+旭升+福耀+岱美+星宇+华域等。3月汽车核心推荐:汽车智能化与红利两条主线或并存。1)车企智能化竞赛依然火热且进入爆款车型兑现阶段或有望超市场预期。智能化主线首推【小鹏汽车/地平线机器人/上汽集团】。2)红利风格依然稳健,首选高分红+高成长【宇通客车/中国重汽】。风险提示:全球经济复苏力度低于预期;L3-L4智能化技术创新低于预期;全球新能源渗透率低于预期;地缘政治不确定性风险增大。

医药生物行业跟踪周报:H股仿制药被显著低估,关注三生制药、康哲药业、远大医药等

当前港股资金面相对充裕,为投资者提供了良好的入场时机。同时我们认为当下港股仿制药被显著低估,在此背景下,我们重点关注港股市场中的

低估值投资机会，旨在挖掘具备较高安全边际和增长潜力的优质标的，建议关注：1) 三生制药：存量业务稳健，SSGJ707 II 期数据积极，海外 BD 预期及数据读出贡献较大市值弹性。2) 康哲药业：3 款创新产品甲氨蝶呤注射液、地西洋鼻喷雾剂、蔗糖羧基氧化铁咀嚼片有望快速放量。3) 远大医药：首个核药肝癌治疗产品钇[90Y]微球注射液于 2022 年初获批，已经进入快速放量期。尼古丁烟袋放量，看好尼古丁产业链投资机会。尼古丁袋在全球主流国家基本均未获批，仅由美国 FDA 于 2025 年首次批准，预计 2028 年全球销售量将达 834.17 亿袋，对应市场规模 467.13 亿美元，市场空间广阔。在获得 FDA 背书后，其安全性和戒烟辅助效果有望获得其他主流国家认可，获批后渗透率将进一步提升。随着尼古丁袋放量，上游原料生产商有望获益，建议关注金城医药、润都股份等。国内首款！信达生物 IGF-1R 单抗「替妥尤单抗」获批上市；抗 OX40 单抗两项 III 期研究达到主要终点：3 月 14 日，NMPA 官网显示，信达生物 IGF-1R 单抗替妥尤单抗 N01 注射液（IBI311）获批上市，用于治疗甲状腺眼病（TED）。据信达新闻稿，这是中国甲状腺眼病治疗领域 70 年来第一款新药；具体配置建议：看好的子行业排序分别为：创新药>CXO>中药>医疗器械>药店>医药商业等。具体标的选择思路：1) 从 H 股低估值仿创药选股：关注三生制药、远大医药、石药集团等。2) 从成长性角度选股，主要集中在创新药领域、AI 医疗，关注百利天恒、百济神州、迪哲医药、海思科、科伦博泰生物-B、信达生物、三生制药、歌礼制药等；华大智造、润达医疗、晶泰控股、金域医学等。3) 从低估值角度选股，主要集中在中药领域，重点推荐佐力药业、东阿阿胶、昆药集团、华润三九、方盛制药等。4) 从高股息角度选股：主要集中在中药领域，关注江中药业、羚锐制药、云南白药、济川药业、葵花药业等。5) 从左侧角度选股，主要集中在原料药、部分 CXO、医疗器械，关注诺泰生物、普洛药业、奥锐特、华海药业、药明康德、联影医疗等。风险提示：药品或耗材降价幅度继续超预期、医保政策进一步严厉、产品销售及研发进度不及预期等。

工程机械行业点评报告：1-2 月叉车行业累计销量同比+9%，内、外销均温和增长

1-2 月叉车内/外销合计同比+6%/14%，销量温和增长，可期待（1）国内政策推进、海外渠道库存消化后需求复苏，（2）智能物流业务为叉车企业打造第二成长曲线。风险提示：行业竞争格局恶化，地缘政治冲突，原材料价格波动

原油周报：美国原油库存增加，国际油价承压

【相关上市公司】推荐：中国海油/中国海洋石油（600938.SH/0883.HK）、中国石油/中国石油股份（601857.SH/0857.HK）、中国石化/中国石油化工股份（600028.SH/0386.HK）、中海油服（601808.SH）、海油工程（600583.SH）、海油发展（600968.SH）；建议关注：石化油服/中石化油服（600871.SH/1033.HK）、中油工程（600339.SH）、石化机械（000852.SZ）。

【风险提示】1) 地缘政治因素对油价出现大幅度的干扰。2) 宏观经济增速严重下滑，导致需求端严重不振。3) 新能源加大替代传统石油需求的风险。4) OPEC+联盟修改石油供应计划的风险。5) 美国解除对伊朗制裁，伊朗原油快速回归市场的风险。6) 美国对页岩油生产环保、融资等政策调整的风险。7) 全球 2050 净零排放政策调整的风险。

机械设备行业跟踪周报：顺周期看好工程机械&叉车内需复苏；硬科技看

好半导体设备平台化整合加速&人型机器人持续催化

风险提示：下游固定资产投资不及市场预期；行业周期性波动风险；地缘政治及汇率风险。

煤炭开采行业跟踪周报：库存边际去化，需求疲弱导致煤价下行

估值与建议： 仍旧关注保险资金增量；保费收入维持正增长，且向头部保险集中。固收类资产荒依旧，叠加红利资产已经高位，所以关注权益配置变化，预期更青睐于资源股。 核心推荐动力煤弹性标的。弹性依次产地自西向东标的，且低估值标的：广汇能源、昊华能源。 风险提示：下游需求不及预期；保供力度强于预期，煤价大幅下跌。

金融产品跟踪周报：权益 ETF 系列：结构化宽幅震荡

A 股市场行情展望：(2025.3.17-2025.3.21) 观点：结构化宽幅震荡。 A 股中上证指数继续维持震荡上涨的走势，但内部结构较为分化，不同板块对应的走势差异较大。 首先是高位板块，科技板块维持短期谨慎的判断。以科创 50 为代表，本周科创 50 的涨跌幅为-1.76%，周四跌幅为-2.11%，周五涨幅为 1.72%（周五反弹幅度小于周四下跌幅度）。此外，科创 50 周五的涨幅也小于沪深 300 和上证 50 的涨幅。这些均表明了科技板块处于震荡偏弱走势中。 其次是低位板块，顺周期板块则逐步从低位复苏，并且由于顺周期板块包含很多权重标的，所以整体大盘指数一同震荡上涨。需要注意的是，周五消费板块情绪较为高涨，那么下周一国新办会议的内容则可能成为消费板块短期情绪能否持续的重点。 所以我们的结论是：短期小盘成长类偏谨慎，顺周期类则相对乐观。小盘成长板块，我们认为可以等待后续财报逐渐公布后，再考虑重新布局。顺周期板块，我们保持相对乐观的看法，下周如果出现回踩，则回踩可能是较好的配置时机。 港股方向，我们维持短期谨慎、长期看好的观点。港股整体走势仍然较强，但短期出现双头结构，可能短期会继续宽幅震荡的走势。 基金配置建议： 根据我们上述行情研判，我们认为后续市场可能会呈现宽幅震荡的结构化行情，其中小盘成长类可能会短期调整，顺周期等相对低位板块则可能会上涨。 因此从基金配置的角度，相对高位的板块，我们建议适量减配小盘成长类 ETF；相对低位的板块，我们主要推荐顺周期类 ETF。 风险提示：1）模型基于历史数据测算，未来存在失效风险；2）宏观经济不及预期；3）发生重大预期外的宏观事件。

国防军工行业点评报告：政府工作报告首次提及深海科技，新兴领域正式上升为国家战略

在投资机会的筛选上，深海材料（钛合金）、装备（潜航器/钻井平台）、探测（水声通信）等细分领域国产化替代空间大。建议优先关注技术成熟度高、政策支持明确的领先企业。建议关注：宝钛股份、中科海讯、海兰信、中国海防、长盈通、东方电缆、深水海纳。 风险提示：1）政策落地不及预期；2）技术可靠性风险；3）资源开发不确定性风险。

推荐个股及其他点评

BOSS 直聘 (BZ)：2024Q4 业绩点评：业绩略超预期，看好 2025 年招聘需求回暖

我们将公司 2025-2026 年 Non-GAAP 净利润预测从 32/41 亿元调整至 33/41 亿元，新增 2027 年预测 48 亿元，对应 2025-2027 年 PE 为 19/16/13x，我们看好公司长期发展，维持“买入”评级。

零跑汽车 (09863.HK)：2024 年业绩公告点评：Q4 单季度盈利转正，新

丰表现超预期

盈利预测与投资评级：由于公司新车周期强势，我们上调公司 2025 年-2026 年归母净利润预期至 2.0/21.9 亿元（原为 1.0/18.9 亿元），我们预期公司 2027 年归母净利润为 36.2 亿元。考虑公司卡位主流新能源车市场，在研发/渠道/供应链管理多方面优势明显，协同 Stellantis 集团出海战略明确；此外与一汽在新能源汽车领域开展战略合作，协同发展可期。我们维持“买入”评级。 风险提示：乘用车价格战超预期，终端需求恢复低于预期等

湘财股份（600095）：拟合并大智慧，看好财富管理及金融科技竞争力提升

盈利预测与投资评级：考虑到收购事项的不确定性，我们维持此前盈利预测，预计湘财股份 2024-2026 年归母净利润分别为 2.13/2.93/3.70 亿元，对应同比增速分别为 78%/38%/26%。公司当前市值对应 2024-2026 年 PE 分别为 92/67/53 倍。我们看好公司在财富管理、金融科技方向的展业潜力，维持“增持”评级。 风险提示：1）收购事项推进不及预期；2）权益市场大幅震荡。

禾望电气（603063）：2024 年度报告点评：Q4 盈利逆势提升，25 年大功率产品有望突破

盈利预测与投资评级：考虑到公司下游 AI 相关大功率电源设备市场广阔，海外市场不断突破，我们上调公司 25-26 年归母净利润至 5.9/7.1 亿元（原值 5.6/6.7 亿元），新增 27 年归母净利润 8.2 亿元，同比 +34%/+20%/+15%，对应现价 PE 为 26x、22x、19x，我们给予 25 年 32xPE，对应目标价 41.9 元，维持“买入”评级。

华润三九（000999）：2024 年年报点评：核心业务保持稳健，持续深入中药产业链条的融合布局

事件：2024 年，公司实现营收 276.17 亿元（+11.63%，较去年同期增长 11.63%，下同），归母净利润 33.68 亿元（+18.05%），扣非归母净利润 31.18 亿元（+15.01%）；单 Q4 季度，公司实现营收 78.76 亿元（+28.47%），归母净利润 4.08 亿元（-9.39%），扣非归母净利润 3.66 亿元（-10.27%）。整体符合预期。 CHC 业务稳健增长，处方药业务态势良好。2024 年，公司 CHC 业务实现营收 124.82 亿元（+14.13%），持续强化感冒、皮肤、胃肠品类组合，尝试新品孵化，强化渠道协同。处方药业务实现营收 60.06 亿元（+15.04%），其中，配方颗粒实现恢复性增长，饮片业务品种中选全国集采。传统国药业务实现营收 52.13 亿元（+7.33%），昆中药 1381 表现较好；昆药集团完成对华润圣火 51%股权的收购，公司有望做大做强三七口服制剂品类，提升市场份额。 毛利率有所下滑，但净利率逐步回升。毛利率方面，CHC 业务毛利率为 60.86%（+0.67pct，较去年增长 0.67 个百分点，下同），处方药业务毛利率为 47.51%（-4.64pct），传统国药业务毛利率为 64.02%（-7.38pct）。综合上游药材成本端、集采政策及产品结构变动等多方面原因，公司毛利率下滑至 51.86%（-1.38pct）。但公司盈利能力有所提升，2024 年销售净利率提升至 13.68%（+0.85pct），主要系销售费用率下滑至 26.14%（-2.02pct）。 战略并购，看好华润三九在中药产业链条的融合布局。公司拟收购天士力 28%股份，目前已获国资委批复同意，待公司股东大会审议批准后正式实施。交易完成后，天士力将成为华润三九的控股子公司。天士力在创新研发、智能制造上优势突出，有望和公司形成较好的互补。 盈利预测与投资评级：不考虑天士力

并表，考虑到集采等政策的影响，我们将 2025、2026 年的归母净利润预测由 39.80、44.82 亿元下调至 38.34、44.09 亿元，2027 年预计为 50.30 亿元，当前市值对应 PE 为 14/12/11 倍，公司核心业务稳定，中药产业链的融合布局带来中长期增长势能，维持“买入”评级。风险提示：产品放量不及预期风险，政策风险，市场竞争加剧风险，并购标的整合进度不及预期风险等。

老凤祥 (600612): 2024 年业绩快报点评: 金价急涨致公司业绩承压，期待 25 年迎业绩拐点

盈利预测与投资评级: 24 年金价急涨带来的需求抑制在 24H2 反应较为直接，我们预计 25H2 低基数下拐点值得期待。老凤祥品牌作为强现金流、高壁垒品牌，当前估值处于有吸引力的阶段。盈利预测方面，根据公司业绩快报，我们预测 2024 年归母净利 19.5 亿元(原预测值 20.4 亿元)，考虑到短期金价上涨对需求的抑制，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润从 22.5/24.6 亿元下调至 21.3/22.8 亿元，最新收盘价对于 2025-2026 年 PE 为 13.4/12.5 倍，因 24 年急涨而被抑制的需求有望在消费者习惯金价后回补，维持“买入”评级。风险提示：金价波动风险，开店不及预期，终端需求不及预期等。

尚太科技 (001301): 2024 年年报点评: Q4 业绩略超市场预期，盈利持续优于同行

盈利预测与投资评级: 考虑公司原材料传导顺利，及快充产品释放市占率快速提升，上调 25-27 年归母净利润为 10.3/14.3/17.5 亿元(原预期 25-26 年 10.2/12.8 亿,新增 27 年业绩预期)，同比+22%/+39%/+23%，对应 14/10/8 倍 PE，给予 25 年 20 倍 pe，目标价 78.8 元，维持“买入”评级。风险提示：下游需求不及预期，原材料价格波动，市场竞争加剧。

宁德时代 (300750): 2024 年年报点评: 业绩亮眼，25 年高景气度可期

盈利预测与投资评级: 我们基本维持公司 25-26 年归母净利润 661/802 亿元的预期，给予 27 年归母净利润 966 亿元的预期，25-27 年同增 30%/21%/20%，对应 PE 为 17/14/12x，考虑到公司为全球动力电池龙头，我们给予 25 年 28x PE，对应目标价 421 元，维持“买入”评级。风险提示：电动车销量不及预期，原材料价格波动，竞争加剧超预期。

理想汽车-W (02015.HK): 2024Q4 季报点评: Q4 业绩符合预期，持续扩容产品矩阵，进阶高阶智驾能力

盈利预测与投资评级: 由于公司车型结构性调整及 AI 战略转型投入，我们下调公司 2025~2026 年营业收入预期分别为 1729/2366 亿元(原值为 1918/2507 亿元)，同比分别+20%/+37%，新增 2027 年营业收入预期 2751 亿元，同比+16%；下调 2025~2026 年归母净利润预期为 94/145 亿元(原值为 103/153 亿元)，分别同比+17%/+54%，新增 2027 年归母净利润预期 175 亿元，同比+21%；对应 2025~2027 年 EPS 为 4.4/6.8/8.2 元，对应 PE 为 24/15/13 倍，维持公司“买入”评级。

湖南裕能 (301358): 2024 年年报点评: Q4 业绩符合预期，25Q1 起涨价落地拐点将至

盈利预测与投资评级: 考虑公司下游客户涨价落地节奏，下修 25-27 年归母净利 23/32/40 亿元(原预期 25-26 年预期 25.3/35.4 亿元，新增 27 年盈利预测)，对应 PE 为 13/9/8 倍，给予 25 年 20x，对应目标价 60.4 元，维持“买入”评级。风险提示：下游需求不及预期，原材料价格波动，市场竞争加剧。

东方财富 (300059): 2024 年年报点评: 经纪及两融市占率上行显著, 基金代销仍受降费影响

盈利预测与投资评级: 据公司 2024 年经营情况, 我们小幅上调此前盈利预测, 预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 115/135/159 亿元 (25-26 年预测前值为 102/122 亿元), 对应 PE 分别为 31/27/23 倍。我们看好公司不断巩固零售券商龙头地位, 并借助金融 AI 优势重构传统证券业务存量份额, 维持“买入”评级。风险提示: 公募降费幅度超预期; 权益市场大幅波动; 行业竞争加剧。

友邦保险 (01299.HK): 2024 年年报点评: NBV 表现出色同比+18%, 加推 16 亿美元股份回购计划

首次覆盖, 给予“买入”评级。随着 2024 年中国内地新获批筹建四家新分公司以及中国香港地区强劲的增长, 我们看好友邦保险表现的进一步提升。当前股价对应 1.12x 2025E PEV, 我们认为当前估值偏低, 安全边际高。公司较同业享有估值溢价, 参考可比公司估值区间及公司历史估值区间, 我们给予公司 1.50 x 2025E PEV, 则对应 2025E 合理价值 9.68 美元, 即 75.53 港元。综合绝对估值法 (评估价值法) 及参考可比公司估值 (内含价值倍数), 我们认为公司合理价值区间为 75.53-82.65 港元, 给予“买入”评级。风险提示: 长端利率趋势性下行, 权益市场波动, 新单保费承压。

中航高科 (600862): 2024 年报点评: 新装备新布局双受益, 复材龙头营收利润稳健增长

盈利预测与投资评级: 公司业绩符合市场预期, 基于十四五期间军工行业高景气, 并考虑公司在碳纤维产业链的核心地位, 我们看好公司长期发展, 因此基本维持先前对公司 2025-2026 年归母净利润预测, 分别为 13.71/16.25 亿元, 前值 13.79/16.30 亿元, 新增 2027 年预测 17.61 亿元, 对应 PE 分别为 26/22/20 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 1) 战略风险; 2) 宏观经济波动风险; 3) 行业竞争风险; 4) 采购与供应链管理风险。

宏观策略

宏观点评 20250317：开年经济的 6 条线索——1-2 月经济数据点评

核心观点：1-2 月经济供给强于需求，内需不足仍然是主要矛盾，二季度经济压力可能加大。供给端，工业（+5.9%）强于服务业（+5.6%），1-2 月经济增速预计在 5%-5.5%；需求端，制造业投资和基建投资偏强，消费和房地产仍然偏弱，供给强于需求的结果是工业产销率降至 20 年来的历史低点。往后看，出口和房地产增速可能边际回落，二季度经济压力可能会加大，过去几年“Q1 高 Q2 低，Q3Q4 回升”的 U 型增长节奏可能在今年重现，要实现 5% 的全年增长目标，需要在基建和制造业投资之外找到新的增长点，补贴服务消费可能是重要的备选项目。（1）工业生产主要由装备制造业带动。工业增加值同比+5.9%，采矿业同比+4.3%，制造业+6.9%，电力、热力、燃气及水生产和供应业+1.1%。装备制造业增加值同比增长 10.6%，是工业生产的主要拉动。分产品看，新能源汽车、3D 打印设备、工业机器人产品产量同比分别增长 47.7%、30.2%、27.0%。（2）4.0% 的社零增速相比去年并不弱，但要关注持续性。第一，消费相比去年而言并不弱，去年 Q4 社零增速 3.8%、全年 3.5%，今年 1-2 月 4.0%。第二，从预期来看，低于 Wind 一致预期 4.5%。第三，增速偏低有补贴节奏的影响，2025 年“以旧换新”补贴从 1.20 才开始，过去两个月近三分之一的时间里没有消费补贴。第四，服务零售同比+4.9%>餐饮收入+4.3%>商品零售+3.9%，春节旅游出行和电影票房对服务消费带动较大。第五，1-2 月出口压力尚未完全显现，尽管出口增速下降，但贸易顺差比去年同期增加约 460 亿美元，二季度后如果出口压力加大、房地产边际走弱，消费增速可能需要提高到 5% 及以上。分品类来看，以旧换新的部分产品出现走弱迹象，家电销售增速自去年 9 月以来首次下降到 20% 以内，1-2 月同比+10.9%，汽车销售增速也从去年 9 月来首次转负，1-2 月同比-4.4%。但新纳入以旧换新的产品增速仍然较高，通讯器材类销售增速同比 26.2%。（3）制造业投资同比+9%，设备更新仍然是主要动能，设备购置同比+18%，贡献了 62.3% 的固定资产投资增速。分行业来看，装备制造业投资是重要贡献，铁路船舶航天等其他运输设备制造业投资+37.3%，计算机及办公设备制造业投资增长 31.6%，汽车制造业投资同比+27%，通用设备制造业投资+21.6%。（4）广义基建投资+10%（去年全年+9.2%），狭义基建投资+5.6%（去年全年+4.4%），均好于预期，主要是水利、电热燃水、市政等行业拉动。分行业来看，水利投资维持高位，同比+39.1%（去年全年+41.7%），电热燃水行业投资同比+25.4%。交通投资同比仅 2.7%，远低于去年全年的 5.9%，主要是铁路投资从去年的 13.5% 降至 0.2%，公路投资从-1.1% 降至-3.2%。从资金逻辑来看，大规模化债带动地方政府资金面改善，今年地方基建项目有明显回暖。市政投资虽然仅增长 2.6%，但此前两年都是负增长，相比去年全年的-3.1%，今年增速有明显回升。（5）房地产继续边际走弱，住宅销售自 11 月来首次转负。Q4 以来，上轮政策的效果在边际递减，但房地产市场仍然远好于去年上半年。商品住宅销售面积在去年 11 月首次转正，为+4.3%，12 月为+3.7%，1-2 月进一步降至-3.4%，销售边际走弱，但仍然远高于去年 1-2 月的-24.8%。房价呈现同样趋势，一线城市二手房价环比增速在去年 10 月首次转正，经历了 4 个月的增长后，今年 2 月再次转负，为-0.1%。销售的好转从去年 Q4 以来已经传导至房企资金面，但尚未传导至房地产投资。1-2 月自筹资金支撑房企资金面，销售回款和贷款跟随市

场销售边际走弱。房企到位资金增速-3.6%，降幅明显收窄（去年全年为-17%，最高是11月当月的-5%）。资金中，主要是房企自筹资金改善，贷款、定金及预收款、按揭贷款这三项相比于Q4同比增速都在下降，国内贷款同比-6.1%，去年11月为-3.9%；定金及预收款同比为-0.9%，去年11月为6.3%；按揭贷款为-11.7%，去年最高是12月的4.4%。房地产投资同比-9.8%，其中施工面积同比-9.1%，新开工-29.6%，竣工-15.6%。（6）整体来看，内需不足仍然是主要矛盾，二季度经济压力可能加大。供给强需求弱的格局仍在延续，工业产销率创二十多年历史同期最低，1-2月工业产销率仅为95.5%，此前20年历史同期最低点是2023年1-2月的95.8%。房地产边际走弱+国内消费不及预期，是需求端的主要压力所在，但未来出口形势并不明朗，二季度经济压力可能会加大，过去几年“Q1高Q2低，Q3Q4回升”的U型增长节奏可能在今年重现，要实现5%的全年增长目标，需要在基建和制造业投资之外找到新的增长点，补贴服务消费可能是重要的备选项目。风险提示：房地产市场走弱；出口下行；以旧换新政策后续不及预期的风险。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：占烁）

海外周报 20250316：通胀与关税担忧持续，黄金破3000创新高

核心观点：本周公布的美国通胀数据全面不及预期，但仍未缓解市场对于关税不确定性下通胀前景的担忧，降息预期略有降温。政策方面，本周美国的钢、铝关税生效，欧盟和加拿大对美国发起反制关税，加之特朗普发言对美股大跌、“制造衰退论”的回应平淡，政策不确定性对风险资产的打击延续，黄金则突破3000美元/盎司创下历史新高。下周关注3月美联储FOMC会议，重点关注点阵图及其分布对年内降息预期的指引及分歧程度，以及美联储对失业率、通胀率的风险评估变化。大类资产：美股持续大跌，黄金突破3000美元/盎司创下历史新高。本周公布的美国通胀数据不及预期回落，但仍未缓解市场对于关税和通胀前景的担忧；本周特朗普在采访中淡化对美股大跌和“制造衰退论”的关注，美股经历“黑色星期一”，本周延续大跌。全周（3月10日至14日）来看，美债利率震荡上行，10年美债利率升1.2bps至4.312%，2年美债利率升1.7bps至4.017%；标普500、纳斯达克指数分别下跌2.27%、2.43%。受关税不确定性、美国衰退预期的影响，本周黄金强势上涨，周五上破3000美元/盎司创新高，一度触及3005美元/盎司。向前看，警惕美元信用长期叙事下的黄金上涨行情受到来自美国紧财政强化财政纪律、中美关系阶段性缓和重启美债外储带来的短期冲击。海外经济：2月美国通胀降温，但市场反应偏谨慎。本周公布的美国经济数据进一步暂缓衰退担忧，通胀数据全面低于预期但市场反应偏谨慎，通胀预期的再度反弹令市场降息预期有所降温，最新联邦基金期货预期6月降息概率93%，全年降息2.6次/65bps。通胀方面，2月通胀数据全面不及预期，但市场并不“买账”。周三公布的美国2月CPI环比/核心环比+0.2%/+0.2%，预期+0.3%/+0.3%，前值+0.5%/+0.4%；CPI同比/核心同比+2.8%/+3.1%，预期+2.9%/+3.2%，前值+3%/+3.3%，主要分项均不及预期0.1%。数据发布后，美债利率大跌后迅速反弹，降息预期波动不大，原因在于：①核心商品环比稳定在疫情前水平附近，且市场担忧后续关税冲击使之进一步下行空间有限；②从结构上看，由于核心服务通胀的回落来自机票、车险等高波动分项，且因CPI和PCE统计口径的差异，不及预期的CPI并不一定对应美联储更关注的PCE通胀大幅回落。相应地，周四2月PPI数据同样全面不及预期，但上述分项表现强劲，因此市场预期2月PCE通胀环比或仍在+0.3%的较高中枢。通胀预期方

面，周五公布的3月密歇根大学消费者1年通胀预期升至4.9%，预期和前值4.3%，5-10年通胀预期3.9%，预期3.4%，前值3.5%，但其中，共和党和民主党消费者通胀预期的分歧也达到新高。增长方面，职位空缺好于预期，消费者信心大跌。1月美国职位空缺录得774万，预期760万，前值由760万下修至750.8万；自主离职率上升，企业裁员率下降，劳务市场状况边际改善，企业招聘率则持平前值。3月密歇根大学消费者信心指数初值57.9，创2022年11月以来的最低，预期63，前值64.7，不同党派消费者信心的分歧同样显著。主要受核心CPI结构、职位空缺数据影响，纽约联储Nowcast模型将预测值由上周的+2.67%小幅上调至+2.69%。 货币政策：关注下周美日英“超级央行周”。周四2:00，美联储将公布3月FOMC利率决议。根据彭博3月14日对45名分析师的调查，分析师一致预期3月不降息，并将分别于9、12月各降息25bps，显示市场对美联储降息预期仍十分谨慎。3月会议重点关注：①点阵图的分布指引年内降息几次预期，以及分歧有多大；②对未来失业率、通胀率的风险评估是否有所变化。综合近期美联储官员对于美国经济和降息预期的发言，预期3月会议声明和经济预测对于通胀和降息前景的表态仍偏谨慎，关注发布会上鲍威尔对特朗普关税政策对通胀上行风险的评估、近期金融市场震荡的回应。此外，考虑到2月美联储半年度货币政策对于缩减资产购买进度的表述，以及近期美联储负债端流动性“缓冲垫”隔夜逆回购再次降至1262亿美元的低位，美联储或在3月会议上宣布暂缓或暂停缩减资产购买的步伐。我们认为，当前美联储对通胀上行风险的重视大于对增长前景的关注，后续或存在纠偏。一方面，上半年通胀仍有望在基数和居住通胀的带动下趋势下行，且特朗普的紧财政政策思路已经给居民消费信心、消费预期和油价带来较为显著的拖累，这也有利于带动通胀降温；另一方面，下半年特朗普政策或转向推进减税新政，而关税对通胀滞后的上行影响也将逐步显现，下半年通胀黏性或进一步凸显，使得降息更为困难。因此，我们仍倾向于上半年通胀和增长预期的走弱、美股大跌对金融稳定性的负面冲击将使得美联储有机会前置降息。日央行方面，本周Rengo“春斗”结果出炉，平均工资涨幅为5.46%，超过去年的5.28%；基本工资涨幅3.84%，去年为3.56%，大致符合预期。市场普遍认为此次春斗薪资增长偏强，但不足以促使日本央行提前加息。而本周日央行行长植田和男表示，未来进口推动的通胀可能趋缓，而薪资将继续稳步上涨，预期实际工资和消费在未来将逐步改善。综合来看，市场预期3月日央行暂停加息，但需关注会议对未来通胀前景和加息路径的评估。 海外政治：美国政府停摆危机解除，关注25Q2紧财政力度。3月14日，美国参议院以54票对46票通过了一项由共和党起草的持续决议，为政府提供资金至9月30日，避免了因2025财年拨款法案尚未通过而引发的政府停摆风波。9月30日也是2025财年的最后一天。最新的持续决议延长了2024财年的资金水平，增加了约60亿美元国防开支和移民执法，减少约130亿美元的非国防自主开支，包括撤销了2022财年在税收、气候和健康法案中的202亿美元资金。其中，在营养补充计划、失业保险、医疗补助、小企业救灾管理局贷款等民生领域的拨款资金有所延长。此前，民主党因不满非国防支出削减的幅度、以及法案没有包括约束政府效率部门支出而反对这一方案，但最终参议院少数党领袖舒默宣布赞同这一方案，为法案在参议院通过起到了决定性作用。舒默认为，若因持续决议无法通过而导致政府停摆，则可能使得特朗普与马斯克进一步推进削减联邦政府开支与裁员，给经济带来更大的负面影响。 风险提示：特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发

通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：张佳炜 研

究助理：韦祎 研究助理：王茁）

宏观量化经济指数周报 20250316：外需回暖基数走低，3月出口或明显回升

观点 周度 ECI 指数：从周度数据来看，截至 2025 年 3 月 16 日，本周 ECI 供给指数为 50.39%，较上周环比持平；ECI 需求指数为 49.95%，较上周环比持平。从分项来看，ECI 投资指数为 49.98%，较上周回落 0.04 个百分点；ECI 消费指数为 49.71%，较上周回升 0.02 个百分点；ECI 出口指数为 50.31%，较上周环比持平。 月度 ECI 指数：从 3 月前两周的高频数据来看，ECI 供给指数为 50.39%，较 2 月回升 0.11 个百分点；ECI 需求指数为 49.95%，较 2 月回升 0.06 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 50.00%，较 2 月回升 0.06 个百分点；ECI 消费指数为 49.70%，较 2 月回升 0.09 百分点；ECI 出口指数为 50.31%，较 2 月回升 0.03 个百分点。从 ECI 指数来看，3 月份经济修复的动能仍在延续，需求端的结构性分化仍旧明显，商品消费、地产销售和出口维持较高景气度，而基建和服务消费则偏弱，整体来看一季度经济增速有望达到 5%以上。地产方面，春节假期以来主要大中城市商品房销售面积同比增速有所收窄，且在本周再度转负，需重点关注 4 月份地产小阳春的成色；消费方面，随着各地以旧换新政策的逐步推进，3 月份乘用车零售增速明显回暖。在政策层面，深圳市率先发布了超长期特别国债资金加力扩围支持消费品以旧换新的实施方案，商品消费的活力有望进一步释放；出口方面，2 月全球制造业 PMI 指数延续回升，录得 2024 年 7 月以来的新高 50.6%，而韩国 3 月前 10 日出口增速也由 2 月的 0.5%回升至 2.9%，均指向外需有所回暖，叠加去年 3 月的低基数，我国 3 月出口增速或出现明显修复。 ELI 指数：截至 2025 年 3 月 16 日，本周 ELI 指数为 -1.36%，较上周回落 0.20 个百分点。三方面因素或持续改善融资需求。2025 年 1-2 月金融统计数据显示，从“量”上看，虽然 1-2 月金融机构口径新增贷款 6.14 万亿，同比少增 2300 亿，但是剔除非银金融之后的实体经济新增人民币贷款则累计新增 5.87 万亿元，同比多增 548 亿元，实体经济融资与去年同期相比基本持平；从“价”上看，2 月份企业新发放贷款加权平均利率约 3.3%，同比下降约 40 个基点；个人住房新发放贷款加权平均利率约 3.1%，同比下滑约 70 个基点，贷款利率保持在历史低位水平，尽管去年 11 月至今年 2 月“降准”和“降息”缺席，但前期“一揽子”增量政策仍在推动利率下行。从结构上看，预计有三方面因素或继续推动实体经济融资需求改善：（1）积极财政政策持续发力，1-2 月份政府债券融资同比多增 1.49 万亿，而财政存款则同比多增 1.11 万亿，显示 1-2 月财政“融资大于支出”，3 月是季节性的财政支出大月，财政支出将补充非金融企业流动性，支持融资需求向好；（2）非金融企业中长期贷款或延续回升，“两会”后超长期特别国债支持的“两重”等政府投资规模或将加码，带动非金融企业中长期贷款需求回暖；（3）“消费贷”等支持性政策或推动居民部门短期融资回暖，在去年“调降存量房贷利率”等政策支持下，居民部门提前还贷意愿下降，中长期贷款需求趋于稳定，但是短期融资波动较大，“两会”以来，金融监管部门鼓励金融机构在风险可控前提下，加大个人消费贷款投放力度，在额度、期限、利率等方面增加消费金融供给，预计“消费贷”或“量增价降”，以刺激居民部门短期融资需求回暖。综合以上三方面因素的作用，以财政支出为支点撬动非金融企业部门中长期融资、同

时补充实体经济流动性，以消费政策为催化改善消费金融需求，实体经济融资需求或延续 1-2 月份的平稳态势。风险提示：短期出现“抢出口”现象；政策出台力度低于市场预期；房地产改善的持续性待观察。

(证券分析师：芦哲 证券分析师：李昌萌 证券分析师：王洋)

固收金工

固收深度报告 20250317：一文读懂中资美元城投债现状

观点 存量规模和结构分析：1) 当前中资美元城投债存量规模为 693 亿美元，覆盖全国 24 个省、直辖市及自治区。从区域分布来看，东部沿海经济发达省份占据中资美元城投债存量债券的主导地位，其中浙江省、山东省和江苏省位居前三，凸显了城投美元债发行的区域集中性，表明中资美元城投债的发行与地方经济实力、财政稳健性及国际投资者偏好相关度较高，即东部地区信用资质较高、政府支持预期明确，更容易打通境外融资渠道。2) 全国中资美元城投债的存量加权平均票面利率约为 5.28%，其中地方财政经济实力较强的地区因信用资质较优，发行主体无需抬升融资成本来吸引资金，故票面利率以 5-6% 为主，而弱资质地区往往需要提供更高的风险补偿，同时更高的市场风险溢价亦限制该类地区通过发行境外债这一渠道来募集资金，故票面利率以 6.5% 以上居多。3) 期限结构：存量中资美元城投债呈现明显的久期偏短特征，剩余期限基本均在 3 年以内，一方面表明近年来发行的中资美元城投债的期限总体偏短，或受到境外市场融资成本的限制，另一方面表明存量中资美元城投债中将有较大比例的债券在短期内面临集中到期，故对地方偿债能力及再融资能力提出严峻考验，尤其在中央大力强调化债、境内融资监管趋严的背景下，“借新还旧”渠道收窄的压力或在未来 3 年期间激增。票面利率结构：存量中资美元城投债的票面利率主要集中于 5%-7% 的区间内，相对较高的票面利率不仅意味着发行城投美元债较多的地区需承担更为高昂的利息负担，信用风险相应抬升，但同时亦表明票息收益空间较境内债明显可观，故围绕债券的安全性进行博弈或可为债券投资者打开获利空间。债项评级结构：中资美元城投债市场以投资级和无评级债券为主，高收益级债券占比较小。行业分布结构：城投平台中从事基础设施建设相关行业的企业在中资美元债的发行中占据主导地位，表明中资美元城投债的发行或主要服务于基建领域的融资需求。

一级市场发行情况：1) 近年来城投平台发行美元债融资持续收紧，2024 年发行主要用于存量滚续，新增融资体量有限，主要原因或系美联储进入加息周期，美债利率快速上行，境外融资成本显著上升，其中包括中资美元债的发行成本亦大幅增加，导致城投企业发行美元债的意愿下降；同时城投平台的境内融资条件趋紧、地方债务监管进一步加强，导致城投企业境外发债的审批难度增加、发行规模受限，尤其是弱资质地区的城投主体发债难度明显攀升，叠加国内化债政策的推进打开了高息债务置换窗口，致使部分城投企业将滚续融资需求转向境内市场，降低了对境外美元债这一融资渠道的依赖。2) 2024 年全国共有 17 个地区的主体发行中资美元城投债，发行加权平均票面利率为 6.00%，融资成本已较 2023 年 6.82% 下降约 82BP，侧面提示融资成本的高低将较大程度上影响城投平台是否选择进行境外融资，资金成本在融资渠道的选择上的重要程度或进一步提升。3) 分区域来看，2024 年期间不同地区的中资美元城投债发行额和加权平均票面利率存在显著差

异，基本可分为三大梯队：第一梯队为浙江省（38 亿美元，5.6%），第二梯队包括四川、湖北、江西、山东、江苏地区（10 亿至 20 亿美元，5-7%）；第三梯队包括安徽、河南、重庆、广东、广西、福建、河北、新疆、贵州、云南和陕西地区（不足 10 亿美元，6%以上）。4）票面利率仍然以 5%-7% 区间为主，发行期限以 3 年期为主，债项评级仅包括无评级和投资级，主体行业主要为工业行业。兑付情况：1）2025 年或将成为中资美元城投债偿付压力的关键节点，其后城投平台将于 2027 年再度面临中资美元债兑付承压的挑战，对地方财政韧性及平台再融资能力提出考验。2）未来 3 年期间，浙江、山东和江苏三省的中资美元城投债的偿付压力相较其余地区而言较为显著，表明东部经济发达地区因历史举债规模较大故偿债负担较重，债务集中到期风险上升，建议加以关注该类地区的兑付资金安排；而中西部地区因债券发行量适中故近期偿付压力尚可，违约风险相对减少，但仍需关注该类地区因境内债务负担较重而可能引起的偿付资金分配不均问题，即化债工作的推进或促使平台优先偿付境内公开债，一定程度上反推境外债信用风险增加。二级市场收益表现：1）中资美元债指数走势：中资美元城投债的二级市场表现较境内城投债更为强劲，其中高收益级债券指数在观察期内涨幅较高，反映了中资美元城投债板块的风险补偿较厚，适宜追求绝对收益回报或尝试少量配置以增厚组合收益的投资者予以关注。2）到期收益率走势：中资美元城投债收益率走势呈持续下行趋势且波动较小，但高收益级和投资级别的利差压缩幅度有所不同。当债券市场处于趋势性多头市场阶段时，投资者相对更为青睐配置高收益级中资美元城投债以期攫取丰厚的票息收益和资本利得收益，而当债券市场处于多空因素交织的震荡行情或调整行情时，投资者则改为“退守”投资级别中资美元城投债以保障安全性与流动性为优先。3）当前高收益级中资美元城投债和投资级别中资美元城投债的利差水平分别为 313BP 和 86BP，均处于历史极低位置，但高收益级的利差压缩空间较投资级别更为充裕，因此在化债逻辑护航叠加低利率时代期间高收益资产日渐稀缺的背景下，高收益级中资美元城投债短期内因收益水平兼具较强的吸引力和尚可的安全性而值得加以关注，同时投资级别中资美元城投债的配置价值在未来短期内的震荡行情中同样浮现，故可静待债市经过调整后估值偏低的时点再行入场。4）因中资美元城投债除个券的信用风险溢价和流动性风险溢价以外，同时会受到汇率波动、美债收益率波动以及海外宏观环境变化等多重因素的影响，因此投资者或更适宜从配置角度右侧布局经济发达地区、特殊再融资债发行量较大地区的强资质主体的个券，谨慎采取波段策略。风险提示：数据统计偏差；城投政策超预期收紧；海外政策对经济的扰动超预期。

（证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶）

固收周报 20250316：金融数据及降准预期

观点 债券收益率明显波动，3 月 14 日公布 2 月金融数据，有何启示？ A1：本周（3 月 10 日-3 月 14 日），债券收益率一波三折，3 月 11 日 10 年期国债收益率触及 2025 年以来 1.8853% 的高位，随后震荡略有回落。周五降准预期随着金融数据的即将公布一度发酵，我们从总量和结构对这份数据进行分析。贷款方面，本周（3 月 10 日-3 月 14 日）新增人民币贷款 10100 亿元，同比少增 4400 亿元，其中新增中长期贷款 4250 亿元，同比少增 7612 亿元，新增短期贷款和票据融资 2252 亿元，同比多增 4587 亿元。1 月实现信贷“开门红”后，2 月新增总量和结构均走弱。结构上，新增居民贷款-3891 亿元，其中中长期贷款-1150 亿元，短期贷款-2741 亿元。新增企业贷款 10400 亿元，

同比少增 5300 亿元，其中中长期贷款 5400 亿元，同比少增 7500 亿元，短期贷款 3300 亿元，同比少增 2000 亿元。拆分开来，居民和企业端没有表现尤为亮眼的分项，财政方面 1-2 月以化债为主，更多的配套中长期贷款仍有待发力。社融方面，2 月社会融资规模 22333 亿元，其中新增政府债券便达到 16967 亿元，为主要贡献。总体来看，2 月金融数据在 1 月信贷冲量后季节性走弱，这也是降准预期发酵的原因。我们认为上半年降准有必要，给银行释放长期资金。同业存单利率高位显示银行仍然存在负债压力，但这有 1 月信贷开门红以及去年 12 月非银存款自律协议规范后的效应，而这些影响因素在边际消减，下一次降准窗口或将在 4 月打开。当前债券收益率震荡上行，我们认为 10 年期国债收益率 1.9% 左右的点位已经具备配置价值，维持长期看多观点不变。美国 2025 年 2 月 CPI、2 月 PPI、3 月密歇根大学消费者指数、失业救济金等一系列数据公布，后市美债收益率如何变化？A2: 上周 (0310-0314) 海外受特朗普政府关税、地缘政策情绪面的影响以及随之而来的美股盈利预期下调，避险情绪有所抬头，美债博弈属性增加，美股、美元回落，黄金一度站上 3000 点/盎司刷新历史高位。我们继续维持前期观点，即建议关注美债、非美元货币的左侧机会，以及黄金的右侧机会，同时建议保持对美国是否会滑向“滞胀”的警惕感。我们在延续上周观点的基础上，结合增量数据，思考如下：(1) 美国 2 月 CPI、PPI 均不及市场预期。3 月 12 日公布的 CPI 数据显示，美国 2025 年 2 月 CPI 同比涨幅从 1 月的 3.0% 下降至 2.8%，低于预期值 2.9%；CPI 环比下降 0.3%，低于前值 0.7%，低于预期值 0.3%。核心 CPI 同比下降 0.2%，预期值 3.2%，前值 3.3%，为 2024 年 3 月以来最低水平；核心 CPI 环比下降 0.2%，预期值 0.3%，前值 0.4%。美国 2 月 PPI 同比增速从上月的 3.7% 降至 3.2%，低于预期值 3.3%；环比下降 0.6%，高于预期值 0.3% 及前值 0.5%。2 月核心 PPI 同比下降 0.4%，预期值 3.5%，前值 3.8%；核心 PPI 环比下降 0.6%，预期值 0.3%，前值 0.5%。分结构来看，运输服务价格暴跌：机票价格环比下跌 4%，交通运输服务整体环比下降 0.8%，成为核心服务通胀放缓的关键，能源价格环比涨幅从 1.1% 降至 0.2%，汽油价格由涨转跌；食品价格增速放缓，水果、蔬菜等非必需品价格下跌，国际原油价格下跌传导至工业品价格，叠加房地产开工偏慢拖累建材需求，使 PPI 走弱。2 月数据虽缓解短期通胀焦虑，但结构性矛盾及政策不确定性仍主导市场预期，美联储或维持“数据依赖”策略，重点关注 3 月 PCE 及关税动态。(2) 美国 3 月密歇根大学消费者指数持续回落，信心指数创十年来新低；3 月 8 日首次领取失业金人数及 3 月 1 日当周续请失业救济人数均有所回落，低于市场预期。3 月密歇根大学消费者信心指数、预期指数、现状指数均持续下降，其中信心指数跌至十年以来最低点 57.9，低于预期 63，前值为 64.7，这一数据可能暴露出政策不确定性与通胀预期的恶性循环，若未有效干预，美国经济或面临衰退与高通胀并存的滞胀困局。从领取失业金数据来看，3 月 8 日当周美国首次申请失业救济人数为 22 万人（前值 22.1 万人），低于预测值 22.5 万人；3 月 1 日当周持续申请失业救济人数为 187 万人（前值 189.7 万人），低于预测值 188.8 万人。领取失业金人数在年初保持相对低水平，表明劳动力市场短期韧性超预期，但持续性存疑，美联储可能维持“数据依赖”立场，警惕经济韧性推高通胀预期的风险。(3) 美联储在 2025 年 1 月的议息会议上决定维持利率不变，3 月降息概率较上周下降明显。截至 2025 年 3 月 14 日，美联储在 2025 年 1 月议息会议后维持联邦基金利率目标区间于 4.25%-4.5% 不变，市场普遍预期 3 月 18-19 日的 FOMC 会

议将继续按兵不动，降息概率仅为 1%。尽管全年降息路径仍存分歧——交易员完全定价三次降息，部分经济学家则预计从 9 月开始仅两次，但特朗普政府的关税政策，如钢铝加征 25% 关税，和能源增产计划可能推升通胀 0.5-1 个百分点，叠加 2 月核心 CPI 黏性（2.9%）与失业率升至 4.1% 的复杂数据，美联储官员强调需权衡“高利率抑制通胀”与“财政紧缩拖累经济”的双重风险，年内首次降息时点或推迟至 6 月（概率 52.6%）或 9 月。美联储主席鲍威尔重申政策独立性，称“未与总统联系”，并强调无需等待通胀完全降至 2% 再行动，但需确认趋势稳固。市场短期反应积极，纳指上涨 1.22%，然而关税落地及供应链重构压力或加剧资产波动，若通胀受控且就业持续疲软，6 月或成降息起点；反之，若关税推高通胀，观望期可能延至 2026 年。当前政策转向的核心矛盾仍在于“数据依赖”，未来两月需重点关注 3 月 PCE 指标及关税政策对通胀的传导效应。截至 3 月 14 日，Fedwatch 预期 2025 年 3 月降息 25bp 的概率仅为 2.0%，上周为 12.0%；5 月份降息的可能性为 28.2%，上周为 52.1%；6 月份在 5 月份降息的基础上再次降息的可能性为 19.4%，上周为 38.6%。风险提示：

（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭 证券分析师：徐沐阳
证券分析师：徐津晶）

固收周报 20250316：中低价转债估值或仍具韧性

本周（0310—0314）海外受特朗普政府关税、地缘政策情绪面的影响以及随之而来的美股盈利预期下调，避险情绪有所抬头，美债博弈属性增加，美股、美元回落，黄金一度站上 3000 点/盎司刷新历史高位。我们继续维持前期观点，即建议关注美债、非美元货币的左侧机会，以及黄金的右侧机会，同时建议保持对美国是否会滑向“滞胀”的警惕感。国内方面周五伴随权重金融、消费股拉升，上证指数开年以来首次成功站上 3400 点，转债市场继续表现出跟随上的困境，风格方面除低价指数小幅收红以外，中价、高价指数周 k 收绿。我们认为 1) 权益方面向顺周期行业的阶段性轮动映射到转债上，会在抬升中低价标的价格中枢的同时，对高价标的价格中枢形成压制，会在抬升债性标的的交易拥挤度的同时，压缩前期相对较高的估值；2) 纯债方面的调整会对债性标的形成一定资金面的压力，同样有利于中低价标的估值的压缩；3) 因此从大类配置角度思考，前期转债低波动特质所带来的高估值，阶段性或会由于股、债不确定性边际减弱而有所回落，从而形成结构性配置的入场良机。综合来看，我们认为伴随中低价标的平价阶段性抬升，估值的被动压缩与主动修复会顺次发生，存在转债版“戴维斯”双击的可能，同时辅以博弈新旧顺周期标的的下修、交易性标的的负溢价率修复的择时策略，以平衡配置与交易两方的资金需求。下周预测转债下修概率最大的前十名分别为：东时转债、科华转债、天创转债、宝莱转债、蓝帆转债、正川转债、洽洽转债、华海转债、健友转债、瑞达转债。下周转债平价溢价率修复潜力最大的高评级、中低价前十名分别为：长信转债、海环转债、大丰转债、核建转债、伊力转债、美锦转债、海亮转债、利群转债、希望转债、鹰 19 转债。风险提示：（1）正股退市和信用违约风险；（2）流动性环境收紧风险；（3）权益市场超跌风险；（4）地缘政治危机影响；（5）行业政策调控超预期。

（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭）

固收点评 20250316：绿色债券周度数据跟踪（20250310-20250314）

观点 一级市场发行情况：本周（20250310-20250314）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 8 只，合计发行规模约 81.10 亿元，较上周增加 36.20 亿元。发行年限多为 3 年；发行人性质为地方国有

企业、央企子公司；主体评级多为 AAA、AA 级；发行人地域为北京市、江苏省、重庆市、福建省、上海市、云南省；发行债券种类为中期票据、一般公司债、私募公司债。 二级市场成交情况： 本周（20250310-20250314）绿色债券周成交额合计 474 亿元，较上周减少 88 亿元。分债券种类来看，成交量前三为非金公司信用债、金融机构债和利率债，分别为 265 亿元、151 亿元和 40 亿元；分发行期限来看，3Y 以下绿色债券成交量最高，占比约 79.75%，市场热度持续；分发行主体行业来看，成交量前三的行业为金融、公用事业、交运设备，分别为 164 亿元、113 亿元和 21 亿元；分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、广东省和湖北省，分别为 161 亿元、53 亿元和 47 亿元。 估值偏离度前三十位个券情况： 本周（20250310-20250314）绿色债券周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交幅度大于溢价成交，折价成交的比例大于溢价成交。 折价个券方面，折价率前二的个券为 22 万科 GN003（-2.2327%）、徐租 34A3（-0.8695%），其余折价率均在 -0.70% 以内。主体行业以金融、房地产和公用事业为主，中债隐含评级以 AAA、AA+ 评级为主，地域分布以北京市、广东省居多。 溢价个券方面，溢价率前三的个券为 18 广东债 22（0.6495%）、20 广东债 17（0.4645%）和 24 福州地铁 GN002（碳中和债）（0.4515%），其余溢价率均在 0.45% 以内。主体行业以公用事业、房地产、钢铁为主，中债隐含评级以 AA+、AAA、AA 评级为主，地域分布以广东省、山东省、江苏省、四川省居多。 风险提示： Choice 信息更新延迟；数据披露不全。

（证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶）

固收点评 20250315：二级资本债周度数据跟踪（20250310-20250314）

观点 一级市场发行与存量情况： 本周（20250310-20250314）银行间市场及交易所市场无新发行二级资本债。 截至 2025 年 3 月 14 日，二级资本债存量余额达 44,117.05 亿元，较上周末（20250307）减少 0.7 亿。 二级市场成交情况： 本周（20250310-20250314）二级资本债周成交量合计约 2390 亿元，较上周增加 463 亿元，成交量前三个券分别为 25 工行二级资本债 01BC（125.51 亿元）、22 建设银行二级 01（110.19 亿元）和 24 工行二级资本债 01A(BC)（100.88 亿元）。分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、上海市和福建省，分别约为 1734.40 亿元、260.27 亿元和 104.76 亿元。 从到期收益率角度来看，截至 3 月 14 日，5Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：-0.19BP、2.81BP、3.81BP；7Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：0.80BP、5.31BP、6.31BP；10Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：1.16BP、3.92BP、4.92BP。 估值偏离%前三十位个券情况： 本周（20250310-20250314）二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交的比例大于溢价成交，折价成交的幅度大于溢价成交。 折价个券方面，折价率前三的个券为 24 乐山商业银行二级资本债 01（-1.1025%）、20 广发银行二级 02（-0.7270%）、22 通商银行二级 01（-0.6069%），其余折价率均在 -0.60% 以内。中债隐含评级以 AAA-、AA+、AA 评级为主，地域分布以北京市、浙江省、上海市居多。 溢价个券方面，溢价率前三的个券为 24 进出口行二级资本债 01B（0.6841%）、22 长城华西二级资本债 01（0.6260%）、21 松阳农商二级（0.5215%），其余溢价率均在 0.45% 以内。中债隐含评级以 AA-、A+、AA 评级为主，地域分布以浙江省、北京市、四川省居多。 风险提示： Choice、Wind 信息更新延迟；数据披露不全。

(证券分析师: 李勇 证券分析师: 徐津晶)

行业

房地产行业跟踪周报: 成交持续改善, 进一步推进专项债土地收储

投资要点 上周(2025.3.8-2025.3.14): 上周房地产板块(中信)涨跌幅0.5%,同期沪深300、万得全A指数涨跌幅分别为1.6%、1.5%,超额收益分别为-1.1%、-1.0%。29个中信行业板块中房地产位列第25。

(1) 新房市场: 上周37城新房成交面积195.8万方, 环比+10.0%, 同比+3.1%。2025年3月1日至3月14日累计成交373.8万方, 同比+8.0%。今年截至3月14日累计成交1806.5万方, 同比+2.5%。

(2) 二手房市场: 上周16城二手房成交面积203.4万方, 环比+10.1%, 同比+37.2%。2025年3月1日至3月14日累计成交388.3万方, 同比+45.1%。今年截至3月14日累计成交1581.6万方, 同比+34.2%。

(3) 库存及去化: 13城新房累计库存7752.5万方, 环比-0.5%, 同比-12.5%; 13城新房去化周期为16.5个月, 环比变动+0.0个月, 同比变动-6.1个月。一线、新一线、二线、三四线城市去化周期为11.3个月、9.1个月、12.8个月、54.3个月, 环比分别变动+0.0个月、+0.2个月、-1.1个月、+1.8个月。

(4) 土地市场: 2025年3月8日-2025年3月16日百城土地成交建筑面积819.4万方, 环比78.6%, 同比-66.9%; 成交楼面价1146元/平, 环比-41.5%、同比36.6%; 土地溢价率22.6%, 环比13.8%, 同比20.6%。截至3月16日, 2025年累计成交土地建筑面积为20657万方, 同比-14.4%。

周观点: 3月第2周新房成交环比上升、同比上升, 二手房成交环比上升、同比上升。3月11日, 自然资源部、财政部发布关于做好运用地方政府专项债券支持土地储备有关工作的通知。此次通知是为贯彻落实《国务院办公厅关于优化完善地方政府专项债券管理机制的意见》相关要求, 发挥地方政府专项债券稳经济、促发展的积极作用, 更好支持运用专项债券开展土地储备工作, 有效推动房地产市场止跌回稳。通知明确了发债要求及资金使用主体。3月13日, 金融监管总局党委召开扩大会议。会议强调, 有效防范化解重点领域风险。一体推进地方中小金融机构风险处置和转型发展, 综合采取补充资本金、兼并重组、市场退出等方式分类化解风险。持续推进城市房地产融资协调机制扩围增效, 坚决做好保交房工作。加快制定出台与房地产发展新模式相适应的融资制度。配合做好地方政府隐性债务置换工作。**投资建议:** 1) 房地产开发: 推荐华润置地、保利发展、滨江集团, 建议关注绿城中国等; 2) 物业管理: 推荐华润万象生活、绿城服务、保利物业、越秀服务; 3) 房地产经纪: 推荐贝壳, 建议关注我爱我家。风险提示: 房地产调控政策放宽不及预期; 行业下行持续, 销售不及预期; 行业信用风险持续蔓延, 流动性恶化超预期。

(证券分析师: 房诚琦)

公用事业行业跟踪周报: 甘肃能源投资绿电聚合试点项目促“算力+能源”融合发展, 山东印发源网荷储实施细则

投资要点 本周核心观点: 1) 甘肃能源投资绿电聚合试点项目促“算力+能源”融合发展。甘肃能源拟投资建设甘肃庆阳东数西算产业园区绿电聚合试点项目一期工程100万千瓦新能源项目, 项目装机规模100万千瓦(其中风电75万千瓦, 光伏25万千瓦), 积极探索新能源就近供电、聚合交易、就地消纳的“绿电聚合供应”模式, 通过为庆阳数据中心集群配套建设一定规模的新能源就近接入公网, 对实现新能源最大化消纳、加快建设新型电力系统具有示范意义。项目就近接入公

网，园区用电量约 55%通过调度和交易实现发用优先匹配，新能源多发电力可以上网参与市场交易，预计上网部分经营期年均电量为 69,011.13 万 kWh、发用匹配部分经营期年均电量为 92,642.96 万 kWh，按上网部分经营期年均电价 0.2475 元/kWh、发用匹配部分经营期年均电价 0.2048 元/kWh 测算投资回收期（所得税后）为 16.31 年，资本金财务内部收益率 2.52%。2）山东印发源网荷储一体化试点实施细则。山东省能源局发布《关于印发源网荷储一体化试点实施细则的通知》。源网荷储一体化试点工作按照 4 类模式组织实施，分别为就地就近消纳、绿电交易、虚拟电厂、分布式自发自用，严禁借一体化项目名义为违规电厂转正、将公用电厂转为自备电厂、拉专线、逃避政府性基金及附加等。行业核心数据跟踪：电价：2025 年 3 月电网代购电价同比下降环比持平。煤价：截至 2025/3/14，动力煤秦皇岛 5500 卡平仓价 681 元/吨，周环比下跌 1.02%。水情：截至 2025/3/14，三峡水库站水位 164.01 米，2021、2022、2023、2024 年同期水位分别为 166 米、166 米、157 米、163 米。2025/3/14，三峡水库站入库流量 8500 立方米/秒，同比+54.55%，三峡水库站出库流量 7770 立方米/秒，同比+12.94%。用电量：2024 年全社会用电量 9.85 亿千瓦时（同比+6.8%），其中，第一产业、第二产业、第三产业、居民城乡用电分别同比+6.3%、+5.1%、+9.9%、+10.6%。发电量：2024 年累计发电量 9.42 亿千瓦时（+4.6%），其中，火电、水电、核电、风电、光伏分别+1.5%、+10.7%、+2.7%、+11.1%、+28.2%。装机容量：2024 年新增装机容量，火电新增 4744 万千瓦（同比+1.9%），水电新增 998 万千瓦（同比+6.3%），核电新增 119 万千瓦（同比持平），风电新增 5175 万千瓦（同比+25.0%），光伏新增 20630 万千瓦（同比+25.9%）。投资建议：国债收益率下降红利配置正当时。1）水电：量价齐升、低成本受益市场化。度电成本所有电源中最低，省内水电市场电价持续提升，外输可享当地电价。现金流优异分红能力强，折旧期满盈利持续释放。重点推荐【长江电力】。2）火电：优质区域火电电量电价有支撑，业绩稳定性提升红利属性彰显。建议关注【皖能电力】【中能股份】，建议关注【华电国际】【浙能电力】【华能国际】【国电电力】。3）核电：成长确定、远期盈利&分红提升。2022、2023 连续两年核准 10 台，2024 年再获 11 台核准，成长再提速。在建机组投运+资本开支逐步见顶。公司 ROE 看齐成熟项目有望翻倍，分红能力同步提升。重点推荐【中国核电】【中国广核】，建议关注【中广核电力 H】。4）绿电：化债推进财政发力，绿电国补欠款历史问题有望得到解决。资产质量见底回升，绿电成长性再次彰显。重点推荐【龙净环保】，建议关注【龙源电力 H】【中闽能源】【三峡能源】。5）消纳：关注特高压和电网智能化产业链。趋势一配电网智能化：关注【威胜信息】【东软载波】【安科瑞】；趋势二电网数字化：推荐虚拟电厂；趋势三国际化：推荐特高压和电网设备。风险提示：需求不及预期、电价煤价波动风险、流域来水不及预期等

（证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩）

建筑材料行业跟踪周报：低估值的消费细分龙头具有较高胜率

投资要点 本周（2025.3.10-2025.3.14，下同）：本周建筑材料板块（SW）涨跌幅 1.18%，同期沪深 300、万得全 A 指数涨跌幅分别为 1.59%、1.49%，超额收益分别为-0.40%、-0.31%。大宗建材基本面对高频数据：（1）水泥：本周全国高标水泥市场价格为 399.4 元/吨，较上周+5.2 元/吨，较 2024 年同期+40.2 元/吨。较上周价格持平的地区：泛京津冀地区、华北地区、东北地区、西北地区；较上周价格上涨的地区：长三角地区（+30.0 元/吨）、长江流域地区（+17.1 元/吨）、

两广地区(+15.0元/吨)、华东地区(+20.0元/吨)、中南地区(+20.0元/吨)、西南地区(+20.0元/吨);无较上周价格下跌的地区。本周全国样本企业平均水泥库位为54.4%,较上周-0.8pct,较2024年同期-8.8pct。全国样本企业平均水泥出货率(日发货率/在产产能)为43.0%,较上周+4.9pct,较2024年农历同期-3.7pct。(2)玻璃:卓创资讯统计的全国浮法白玻原片平均价格为1330.5元/吨,较上周-27.5元/吨,较2024年同期-611.9元/吨。卓创资讯统计的全国13省样本企业原片库存为6260万重箱,较上周+92万重箱,较2024年同期+603万重箱。

(3)玻纤:本周国内无碱粗纱市场企业报价整体走稳,个别厂价格陆续小涨,市场成交价格亦有小幅走高。截至3月13日,国内2400tex无碱缠绕直接纱市场主流成交涨至3600-3800元/吨不等,全国企业报价均价3824.00元/吨,主流含税送到,较上周均价(3813.33)小涨0.28%,同比上涨24.38%,较上周同比涨幅扩大0.47个百分点;本周电子纱市场多数厂报价暂稳,前期价格提涨后,近日各厂新价成交陆续执行,整体推进顺畅。现阶段下游CCL市场订单表现尚可,加之利润水平较好下,新价接受能力良好。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。周观点:(1)上周呼和浩特率先落实了两会的生育补贴措施,参考天门、攀枝花等地生育补贴金额和效果,呼市的补贴金额显著提高,或引发各地争相效仿,将有力改变新生人口下降的局面。今年地产市场企稳和企业较低的增长预期,给予传统板块较高的胜率,尤其是低估值的消费细分龙头。首选科技属性强的龙头公司和扩张型公司,例如上海港湾、鸿路钢构、萤石网络、石头科技、公牛集团、北新建材、三棵树,其次是消费端公司,例如伟星新材、欧派家居、箭牌家居、兔宝宝、奥普科技等。再次是利空出尽的工程材料公司,例如坚朗五金、东方雨虹等,最后是财政加杠杆的方向也值得关注,西南水利建设相关的民爆和水泥公司,供给侧比较集中,例如易普力、华新水泥等。(2)全球范围内中国将逐渐增加话语权和提供公共产品,中国企业也将获得加快参与全球建设的机会。而且美元降息趋势下,新兴地区经济建设有望进入快车道,工业投资、基础设施建设将升温。综合新兴国家收入占比以及本土化的能力和技术实力,推荐上海港湾、中材国际、中国交建、米奥会展(与中小盘、社服共同覆盖)。另外,在脱钩断链和可能的高关税政策下,关注以欧美为主要消费地且海外产能占比高的公司,例如爱丽家居、中国巨石、匠心家居等。大宗建材方面:1、玻纤:(1)中期粗纱盈利底部向上。行业盈利仍处底部区域,二三线企业普遍处于盈亏平衡或亏损状态,行业低盈利将持续制约产能投放节奏,需求侧国内风电、热塑等领域继续增长,行业供需平衡修复有持续性,行业景气有望呈现震荡上行态势,若国内基建及海外需求超预期,中低端产品也有望迎来上涨。细纱电子布成本曲线陡峭,景气底部持续时间长,随着新增供给投放持续受低盈利约束,供需平衡也得到明显修复,近期提价落地反映供需平衡背景下行业改善盈利的较强意愿。(2)一季度以来风电、热塑需求景气度高,龙头企业供给结构性趋紧,虽然行业整体库存有待消化,但风电、热塑等产品价格有进一步上行的空间,龙头企业凭借产品结构优势有望获得超额利润。(3)中长期落后产能出清、玻纤成本的下降也为新应用的拓展和渗透率的提升提供催化剂,随着风电、新能源车等领域用量持续增长,光伏组件边框等新兴应用领域持续拓展,行业容量有望持续增长,产品结构的调整有利于龙头提升壁垒,盈利稳定性也将增强。AI等应用带动低介电电子布产品持续放量,国产替代正在加速,利好国内电子布领域龙头:宏

和科技、中材科技等。(4)当前龙头估值处于历史低位,供需平衡修复、结构性盈利提升有望推动估值修复。推荐中国巨石,建议关注中材科技、山东玻纤、长海股份、国际复材、宏和科技等。 2、水泥:

(1)本周全国水泥市场价格环比上涨 1.6%。价格上涨主要出现在华东、中南和西南地区,涨幅为 20-40 元/吨;重庆地区价格出现回落,降幅为 20 元/吨。进入三月上旬,国内水泥市场需求持续缓慢回升,全国重点地区水泥企业的出货率 43%,环比增长不足 5 个百分点。从区域来看,剔除雨水天气影响,南方地区企业出货率恢复至 5-7 成;北方地区需求刚刚启动,出货率相对较低,维持在 1-4 成之间。价格方面,为响应国家“反内卷”政策,各地水泥企业积极推进行业自律,加强错峰生产,并通过提价改善企业亏损状况,全国水泥价格得以延续上涨态势。(2)长三角水泥第二轮提价时点超预期,反映区域企业竞合秩序在龙头主导下得到较快修复,Q1 沿江盈利有望明显好于去年同期,受益标的:海螺水泥、上峰水泥、华新水泥、天山股份、万年青等。在去年历史底部盈利下,今年行业大多数企业维护利润的意愿显著增强,尽管需求同比下降,我们认为行业通过供给收缩达到供需再平衡时间将明显缩短,且持续性更好,今年盈利中枢有望高于去年。(3)水泥企业市净率估值处于历史底部。中期财政政策发力也有望支撑实物需求止跌企稳,行业景气低位为进一步的整合带来机遇。结合产能置换办法修订以及产能产量管控等产业政策的进一步出台,有望加速过剩产能出清和行业整合。(4)龙头企业综合竞争优势凸显,中长期有望受益于行业格局优化,估值有望迎来修复,推荐全国和区域性龙头企业:海螺水泥、华新水泥、上峰水泥、冀东水泥,建议关注天山股份、塔牌集团等。 3、玻璃:春节前后部分生产线开始冷修,行业供需矛盾有所缓和,但尚不能充分扭转整体供需平衡,但随着近期价格回落,以及石油焦价格上升对部分生产线成本的抬升,供给出清有望加快。我们认为应进一步观察产线冷修释放情况,供给收缩幅度决定后续价格反弹持续性和空间。中期供需平衡仍面临需求下行压力,但浮法玻璃龙头享有硅砂等资源等中长期成本优势,享受超额利润,有望受益于行业产能的出清,叠加光伏玻璃等多元业务的成长性,推荐旗滨集团,建议关注南玻 A 等。 装修建材方面:近期板块表现有所反复,仍处在磨底阶段,市场对地产链的需求担忧仍未有改变,对地产数据改善预期也较弱,但“促进房地产市场止跌回稳”政策导向延续,政策拐点之下我们认为后续房地产政策有望继续加码;此前化债、保交楼等政策,对地产链上信用和资产负债表的修复影响积极。从基本面来看,市场需求仍较弱,特别是竣工需求,预计四季度收入端仍承压,部分品类市场价格竞争有所缓解,低基数下部分公司收入端有望企稳,而成本端原材料价格平稳,关注毛利率拐点。参考消费建材板块历史经验和当前的竞争态势来看,在地产行业资金缓和+信心从底部逐渐恢复的阶段,部分公司或将率先借助渠道领先布局、经营效率优势或融资加杠杆等进一步提升份额、进入新的扩张周期,发货或订单增速的拐点可作为右侧信号。推荐北新建材、兔宝宝、伟星新材、箭牌家居、东方雨虹等,建议关注垒知集团、中国联塑、三棵树等。 风险提示:地产信用风险失控、政策定力超预期。

(证券分析师:黄诗涛 证券分析师:房大磊
证券分析师:石峰源)

机械设备行业点评报告: Figure 推出机器人自动化产线 BotQ, 25 年化产能达 12000 台

投资要点 BotQ 产线问世,年产能达 1.2 万台 北京时间 3 月 15 日, Figure 推出第一代自动化生产线 BotQ,单条产线的年化产能为 12000

个机器人。在 BotQ 中机器人被应用去制造新的机器人，且产线上机器人数量会持续增加以提高产线自动化水平。引入模具工艺并和严格检测体系，不断提高机器人量产效率

1) 模具工艺提升效率：公司改用模具工艺，如注塑成型、压铸、金属注射成型和冲压，能够节省数千小时的制造时间。

2) 检测体系确保质量：通过运行高度加速的生命周期测试，了解机器人的使用寿命。将测试数据通知设计人员，改进并确保满足可靠性指标。

3) Helix 助力机器人融入产线：Helix 能够实现机器人在产线上协同合作，进行零件装配、搬运货物等行动，提高产线自动化率。

自动化产线与外部供应商协同，助力机器人生产体量不断提高

Figure 将未来生产重点放在内部核心技术(执行器、手、电池、总装)的组装上，并与外部供应商密切合作，确保 4 年内产能扩张到 10 万个机器人/300 万个执行器。伴随量产规模的不断提升，Figure 机器人产业链上的合格供应商有望同步受益。

投资建议：建议关注 Figure 链条投资机会，推荐【兆威机电(灵巧手)】、【绿的谐波(谐波减速机)】、【领益智造(零部件)】(电子组覆盖)、【银轮股份(关节总成)】(汽车组覆盖)、【旭升集团(铝合金壳体)】(汽车组覆盖)，建议关注【长盈精密(零部件)】。

风险提示：人形机器人量产进展不及预期，人形机器人技术更迭不及预期，宏观经济波动风险。

(证券分析师：周尔双 研究助理：钱尧天)

建筑装饰行业跟踪周报：政府债券发行加快，关注资金到位对基建实物量影响

投资要点 本周(2025.3.10-2025.3.14, 下同)：本周建筑装饰板块(SW)涨跌幅 1.6%，同期沪深 300、万得全 A 指数涨跌幅分别为 1.59%、1.49%，超额收益分别为 0.01%、0.11%。

行业重要政策、事件变化、数据跟踪点评：(1)国务院第八次全体会议对落实国务院 2025 年重点工作进行部署：会议部署提振消费专项行动、全国统一大市场建设、“人工智能+”行动、推动制造业转型升级、新型城镇化等重点工作，实施好更加积极有为的宏观政策。政策靠前发力导向下有望加速超长期特别国债等政策工具实施生效，有望拉动消费、投资实物工作量落地。(2)2 月金融数据发布：2 月新增信贷 1.01 万亿，同比少增 0.44 万亿。2 月新增社融 2.23 万亿，同比多增 0.74 万亿，社融存量同比增速 8.2%，较上月加快 0.2pct。信贷较弱主要是企业端、居民端信贷表现疲软所致，但政府债券融资新增 1.7 万亿，同比多增 1.1 万亿，得益于置换债等加快发行。随着财政靠前发力，基建链条资金支持有望明显加强，利好基建投资实物需求改善。

周观点：(1)2 月政府债券融资新增 1.7 万亿，同比多增 1.1 万亿，得益于置换债等加快发行，2025 年开年专项债发行有所加快，融资端的改善叠加此前增量财政政策逐渐释放，我们认为后续对投资端和实物量的效果将逐渐显现。政府工作报告指出 2025 年国内经济增长目标 5%左右、赤字率拟按 4%安排，报告提出重点任务包括，大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求等。宏观政策积极导向延续，随着财政发力、地产“止跌企稳”政策组合拳落地，基建地产链景气有望回升。我们认为国资考核的优化将促进央企进一步提升经营质量，叠加地方化债落地，建筑央企报表质量有望改善。保险及社保等中长期增量资金入市有望利好低估值、稳定分红的行业龙头、白马以及破净央企国企估值修复。我们建议关注估值仍处历史低位、业绩稳健的基建龙头央企和地方国企估值持续修复机会，推荐中国交建、中国电建、中国中铁，建议关注中国核建、中国化学等。

(2)出海方向：2024 年我国对外承包工程业务完成营业额同比增长 3.1%，新签合同金额同比增长 1.1%，创历史新高，对外投资平稳发展；特朗普任职后近期开启关税

贸易摩擦，后续外交博弈、贸易摩擦或加剧，一带一路战略推进或加码。近期俄乌局势有缓和预期，区域恢复建设值得关注。未来一带一路战略推进，基建合作仍会是重要形式，海外工程需求景气度有望保持，海外工程业务有望受益，后续预计逐渐兑现到订单和业绩层面。建议关注国际工程板块，个股推荐中材国际、上海港湾，建议关注中工国际、北方国际、中钢国际等。（3）需求结构有亮点，新业务增量开拓下的投资机会：部分专业制造工程细分领域、装配式建筑、节能降碳以及新能源相关的基建细分领域景气度较高，有相关转型布局的企业有望受益，建议关注装配式建筑方向的鸿路钢构、华阳国际等；低空经济各地方政策催化不断，建议关注建筑和基建设计院板块，相关标的建议关注中交设计、设计总院、华设集团等；半导体洁净室景气度有望延续，关注亚翔集成、柏诚股份等。风险提示：地产信用风险失控、政策定力超预期、国企改革进展低于预期等。

（证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊

证券分析师：石峰源）

燃气II行业跟踪周报：天气转暖美国&国内气价回落，市场对于俄乌冲突结束可能性心存谨慎，欧洲气价上升

投资要点 价格跟踪：天气转暖美国&国内气价回落，市场对于俄乌冲突结束可能性仍然心存谨慎，欧洲气价上升，国内外价格倒挂加剧。截至 2025/03/14, 美国 HH/欧洲 TTF/东亚 JKM/中国 LNG 出厂/中国 LNG 到岸价周环比变动 -7.1%/+6.5%/-0.8%/-1.4%/+7.7% 至 1/3.4/3.5/3.1/3.4 元/方；国内外价格倒挂增加至 0.3 元/方。供需分析：1）因 3 月份天气预报较预期偏暖，美国天然气市场价格周环比-7.1%。截至 2025/03/12, 天然气的平均总供应量周环比-0.7%至 1107 亿立方英尺/日，同比+4.7%；总需求周环比-4.2%至 1100 亿立方英尺/日，同比+3.2%；随着天气变暖，发电部门消费量周环比-1.5%，住宅和商业部门的消费量-10.3%，工业部门的消费量-1.7%。截至 2025/03/07，储气量周环比-620 至 16980 亿立方英尺，同比-27%。2）市场对于美国斡旋下结束俄乌冲突的前景以及部分俄罗斯供应回归的可能性仍然心存谨慎，欧洲气价周环比+6.5%。2024M1-12，欧洲天然气消费量为 4387 亿方，同比+0.9%，俄乌冲突后欧洲通过寻找替代能源等方式持续削减消费量。2025/3/6~2025/3/12，欧洲天然气供给周环比-20.5%至 73579GWh；其中，来自库存消耗 13421GWh，周环比-54%；来自 LNG 接收站 27607GWh，周环比-3.1%；来自挪威北海管道气 19020GWh，周环比-1.9%。2025/03/08~2025/03/14，欧洲光伏、风电出力下降，燃气出力上升，欧洲日平均燃气发电量周环比+5.1%、同比+59.1%至 1745.4 吉瓦时。截至 2025/03/13，欧洲天然气库存 407TWh（394 亿方），同比-275.9TWh；库容率 35.54%，同比-24.3pct。3）气温逐步回升、季节性调峰需求有所减弱，下游工业领域采买热情不佳，国内气价周环比-1.4%。2024M1-12，我国天然气表观消费量同比+8.6%至 4235 亿方；2024M12 天然气消费量 373 亿方，同比增长 1.2%，增速较前 11 个月放缓，原因或为 2024 年冬季偏暖。2024M1-12，产量+7.3%至 2464 亿方，进口量+9.8%至 1844 亿方。2024 年 12 月，国内液态天然气进口均价 4246 元/吨，环比+2.5%，同比-14.2%；国内气态天然气进口均价 2755 元/吨，环比+2%，同比+2.5%；天然气整体进口均价 3673 元/吨，环比+4.3%，同比-12.3%。截至 2025/03/14，国内进口接收站库存 333.94 万吨，同比+11.51%，周环比-5.29%；国内 LNG 厂内库存 56.33 万吨，同比+36.39%，周环比+1.99%。顺价进展：2022~2025M2，全国 60%(174 个)地级及以上城市进行了居民顺价，提价幅度 0.21 元/方。2024 年龙头城燃公司价差 0.53~0.54 元/方，配气费合理值在 0.6

元/方以上，价差仍存 10%修复空间，顺价仍将继续落地。重要事件：1) 自 2025 年 2 月 10 日起，我国对原产于美国的液化天然气加征 15% 关税，叠加关税后，进口美国 LNG 在沿海地区仍具 0.27~0.74 元/方的价格优势。2) 俄乌停战、对俄制裁松绑的可能性上升。投资建议：供给宽松，燃气公司成本优化；价格机制继续理顺、需求放量。需关注对美 LNG 加征 15% 关税后，新奥股份等具有美国气源的公司是否能通过转售等方式消除关税影响。1) 城燃降本促量、顺价持续推进。建议关注：【新奥能源】(25 股息率 6.4%) 2024 年不可测利润充分消化，估值合理回归；【深圳燃气】【佛燃能源】(25 股息率 5.2%) 【港华智慧能源】。重点推荐：【华润燃气】(25 股息率 5.2%) 【昆仑能源】(25 股息率 4.8%) 【中国燃气】(25 股息率 7.0%) 【蓝天燃气】(25 股息率 7.8%)；2) 海外气源释放，关注具备优质长协资源、灵活调度、成本优势长期凸显的企业。重点推荐：【九丰能源】(25 股息率 5.1%) 【新奥股份】(25 股息率 5.9%)；建议关注：【深圳燃气】【佛燃能源】。(估值日期 2025/3/14) 风险提示：经济增速不及预期、极端天气、国际局势变化、安全经营风险。

(证券分析师：袁理 证券分析师：谷玥)

电力设备行业跟踪周报：人形机器人量产加速、AIDC 需求旺盛

投资要点 电气设备 7456 上涨 1.61%，表现强于大盘。核电涨 2.3%，风电涨 2.02%，发电设备涨 1.66%，电气设备涨 1.61%，新能源汽车涨 1.43%，光伏涨 1.32%，锂电池涨 1%。涨幅前五为方正电机、ST 聆达、麦格米特、科泰电源、禾望电气；跌幅前五为亿华通、信质集团、新时达、华西能源、迈为股份。行业层面：人形机器人：智元接连发布了首个「机器人通用基座大模型」GO-1，以及第二代的灵犀机器人 X2；优必选携手北京人形机器人创新中心发布科研人形机器人天工行者；FigureAI 将发布重大更新；Musk 计划明年底前用星舰搭载人形机器人上火星；松延动力推出人形机器人 N2 可连续后空翻，售价 3.99 万起。储能：首航新能将在创业板上市；全球电池巨头 LG 子公司斩获波兰最大储能项目 262MW、981MWh，预计 27 年 Q2 完工；四川省发改委：工商储免收 2 年容需量电费，初期投资省 30%-50%；国家能源局：将开展 2025 年度电力安全质量专项监管。电动车：中汽协：2 月电动车 89 万辆，同环比+87%/-6%，出口 13 万辆，同环比+60%/-13%；3 月 17 号比亚迪超级 e 平台技术发布会，快充平权；理想 25Q1 预计交付 8.8 - 9.3 万辆，同增 10%~16%；零跑 24Q4 首次实现季度盈利，25 年推 B 系列 3 款车型；腾势 N9 将于 3 月 21 日上市，定位全新大型 SUV，预售价 45 万元起；25 款小鹏 g6/g9 上市，售价 17.68/24.88 万起；LG 确认 2026 年美国工厂量产 46 大圆柱，主要客户特斯拉 Rivian；市场价格及周环比：钴：SMM 电解钴 24.75 万/吨，+17.9%；百川金属钴 26.15 万/吨，+17.5%；镍：上海金属网 13.51 万/吨，+3.3%；碳酸锂：SMM 工业级 7.29 万/吨，-0.3%；SMM 电池级 7.49 万/吨，-0.3%；氢氧化锂：SMM 国产 7.0 万/吨，-0.2%；电解液：SMM 磷酸铁锂 2.05 万/吨，-3.2%；SMM 三元动力 2.45 万/吨，-3.3%；前驱体：SMM 四氧化三钴 20.25 万/吨，+26.6%；三元 523 型 7.90 万/吨，+8.2%；正极：SMM 磷酸铁锂-动力 3.38 万/吨，-0.01%；三元 811 型 14.95 万/吨，+2.0%；三元 622 型 13.30 万/吨，+3.9%；负极：百川石油焦 0.31 万/吨，-4.5%；DMC 碳酸二甲酯：电池级 DMC0.59 万/吨，-4.5%；EC 碳酸乙烯酯 0.47 万/吨，-1.1%；六氟磷酸锂：SMM6.09 万/吨，-3.3%；百川 5.80 万/吨，-0.9%；电池：SMM 方形-铁锂 523 0.338 元/wh，-1.5%，圆柱 18650-2500mAh 4.06 元/支，+0.2%。新能源：光伏企业再度召开会议，对硅料到组件上半年配额进行重新调整，上

半年每个季度出现 1-3% 的上调；近期组件价格连续上涨，进入抢装潮，硅片价格再度报涨；爱旭 N 型 ABC 中标大唐组件集采 1GW；Wood Mackenzie：未来十年，美国光伏年均新增 45GW 装机；国内节点抢装，光伏供应链价格横盘上行；权威三方实证出炉，隆基 BC 二代在三大场景实现全维度领先。根据 Solarzoom，本周硅料 43.00 元/kg，环比持平；N 型 210 硅片 1.55 元/片，环比持平；N 型 210R 硅片 1.40 元/片，环比涨 3.70%；双面 Topcon182 电池片 0.29 元/W，环比持平；PERC182/双面 TOPCon182 组件 0.70/0.72 元/W，环比持平/涨 2.86%；玻璃 3.2mm/2.0mm 22.5/13.75 元/平，环比持平/持平。风电：三一重能中标揭阳市碑山海风项目机组订单。本周招标 3.00GW：陆上 2.00 GW/海上 1.00GW；本周开/中标 1.07 GW：陆上 1.07 GW/海上暂无；本月招标 3.75GW：陆上 2.75 GW/海上 1.00GW；25 年招标 15.11 GW：陆上 13.26 GW/海上 1.85 GW；本月开/中标 0.17 GW：陆上 0.17 GW/海上暂无；25 年开/中标 9.02 GW：陆上 8.52 GW/海上 0.5 GW；本月开标均价：陆风 1710 元/kW，陆风（含塔筒）2081 元/kW。公司层面：宁德时代：24 年营收 3620 亿，同比-9.7%，归母净利 507.4 亿，同增 15.01%，24Q4 收入 1030 亿，同环比-3%/+12%，归母净利 147 亿，同环比+14%/+12%，24 年度及特别分红合计 200 亿，叠加前三季度 54 亿分红，合计分红率 50%、股息率 2.2%。当升科技：与 LG EnergySolution,Ltd. 签订长期供货协议，LGES 预计在 2025 年至 2027 年向当升科技采购 110,000 吨高镍及中镍等多型号锂电正极材料。比亚迪：公司向 H 股承配人配售公司 1.3 亿股新 H 股导致公司总股本增加，公司持股 5% 以上的股东吕向阳及其一致行动人融捷投资合计持股比例由 13.56% 被动稀释至 12.98%，触及 1% 整数倍。三花智控：3 月 11 日首次通过股票回购专用证券账户以集中竞价交易方式回购约 19 万股，占总股本 0.0051%，最高成交价 31 元/股，最低成交价 30.13 元/股，成交总金额约为 581 万元。横店东磁：24 年营收 185.59 亿，同比-5.95%；归母净利 18.27 亿，同增 0.46%，派发现金红利总额为 7.2 亿元，每 10 股派发现金红利 4.52 元（含税）。禾望电气：24 年营收 37.33 亿，同比-0.5%；归母净利 4.41 亿，同比-12.3%，24Q4 营收 14.22 亿元，同环比+25.0%/+52.9%；归母净利 1.87 亿元，同环比+85.9%/+90.0%。雷赛智能：将 2023 年员工持股计划存续期延长 24 个月，即延长至 2027 年 3 月 13 日。华明装备：24 年营收 23.24 亿元，同增 18.51%。归母净利 6.14 亿，同增 13.17%；拟以不超过 24.60 元/股回购不低于 1.5 亿元且不超过 2 亿元 A 股股票。德业股份：公司与宁波曦晨私募基金共同出资设立宁波德润泰和创业投资合伙企业，总出资额 1 亿元，公司占比 88%，主要用于投资机器人产业链、人工智能、半导体、新材料、新能源等智能技术产业领域的项目。三一重能：发布 2025 年员工持股计划管理办法，拟授予份额 9144 万元，合计不超过 306 万股，回购价格 29.91 元/股。尚太科技：24 年营收 52.3 亿元，同增 19%，归母净利 8.4 亿元，同增 16%，24Q4 营收 16.1 亿元，同环比+32%/+5%，归母净利 2.6 亿元，同环比+68%/+18%。湖南裕能：24 年营收 226 亿元，同比-45%，归母净利 5.9 亿元，同比-62%，24Q4 营收 67.2 亿元，同环比-4%/-32%，归母净利润 1 亿元，同环比+165%/+2%。投资策略：机器人：科技公司纷纷入局人形，初创公司密集发布产品更新，25 年国内外量产元年共振，近期催化剂众多，包括 3 月英伟达 GTC 大会、各大厂商新品发布会，行情从 T 链放大至 1+N，当前位置核心公司仅为 100 万台机器人销量情况下机器人业务 15-20x 的估值，我们继续全面看好 T 链确定性供应商和壁垒较高的丝杠、减速器、传感器、运控等环节，也全面看好国内人形配套企

业。储能：美国大储需求持续旺盛，欧洲、中东、拉美等新兴市场大储需求大爆发，大储龙头订单充足，有望连续翻倍以上增长，国内 6 月后新能源入市将极大提高储能质量；亚非拉、南亚及乌克兰等新兴市场光储平价拉动户储和工商储增长；欧美降息，有望带动户储和光商储好转；我们预计全球储能装机 23-25 年的 CAGR 为 40-50%，看好储能逆变器/PCS 龙头、美国大储集成和储能电池龙头。电动车：2 月电动车 89 万辆，同环比+87%/-6%，预计 3 月销量恢复，全年维持 25%增长预期。欧洲 2 月 9 国合计销量 17 万辆，同环比 18%/2%，符合预期，虽碳排考核周期放宽至 3 年，但市场此前已下修预期，预计欧洲 28 年销量提速；短期看，3 月排产环比增长 10-15%，已明显恢复，预计 25 年 Q2 基本可达 24Q4 平均水平。且供需关系持续好转，B 价格谈判已落地，C 价格谈判近期落地，盈利看铁锂和 6f 盈利将改善。当前锂电核心标的已跌至 15x 的低估位置，强烈看好，首推宁德、比亚迪、科达利、裕能、亿纬、富临、尚太、天赐、天奈、璞泰来等锂电龙头公司。工控：工控 25 年需求弱复苏，3C 需求向好，新能源影响减少，传统行业需求好，同时布局机器人第二增长曲线，全面看好工控龙头。光伏：①协会制定 0.69 元/W 成本线，出口退税下降至 9%，组件招投标价格持续回升；②行业自律已基本落地，限产有望使得企业走出内卷困境，后续能耗双控等供给侧改革政策可期！需求端，25 年全球装机预计 10-15%增长，国内 531 抢装开始，硅料、硅片、电池价格持续上涨，组件价格亦开始修复，Q2 是较好的时间窗口，依次看好逆变器、受益供给侧改革的硅料、玻璃、一体化组件龙头、格局好的辅材和电池新技术。风电：24 年 10 月下旬江苏 2.6GW 外部获批是确立海风的大拐点，预计 25 年海风 13GW+，同比翻倍，陆风 24 年招标 120GW，同比翻倍，预计 25 年陆风 100GW+，同增 25%，国电投修改招标规则风机价格上涨，铸件价格谈涨 5-15%落地，叶片等仍在谈判中，继续看好风电，推荐海缆、铸件、海塔、叶片和整机龙头等。电网：25 年电网投资确定增长，海外 AI 数据中心旺盛需求持续，国内 AI 数据中心新一轮基建开始，继续推荐 AI 电气、特高压、出海、柔直等方向龙头公司。重点推荐标的：宁德时代（动力&储能电池全球龙头、盈利能力和排产均超预期）、三花智控（热管理全球龙头、特斯拉机器人总成空间巨大）、比亚迪（电动车销量持续向好且结构升级、全民智驾超预期）、阳光电源（逆变器全球龙头、海外大储优势显著）、科达利（结构件全球龙头优势突出稳健增长、大力布局机器人）、雷赛智能（伺服控制器龙头企业、机器人关节批量优势明显）、汇川技术（通用自动化弱复苏龙头 Alpha 明显、联合动力持续超预期）、亿纬锂能（动力&储能锂电上量盈利向好并走出特色之路、消费类电池稳健）、富临精工（高压实铁锂领先、机器人布局深厚）、浙江荣泰（云母龙头增长确定、微型丝杠优势明显）、伟创电气（变频伺服传统行业为主持续增长、大力布局人形机器人）、鸣志电器（步进电机全球龙头、机器人空心杯电机潜力大）、湖南裕能（铁锂正极龙头强阿尔法、新品放量和价格见底盈利反转）、宏发股份（继电器恢复稳增长、高压直流持续稳增长）、天奈科技（碳纳米管龙头、快充&硅碳&固态持续受益）、尚太科技（负极龙头份额提升超预期、成本优势大盈利能力强）、天赐材料（电解液&六氟龙头、新型锂盐领先）、金盘科技（干变全球龙头、海外订单超预期）、麦格米特（多产品稳健增长、AI 电源未来潜力大）、科华数据（全面受益国内 AI 资本开支新周期、数据和数能双星驱动）、德业股份（新兴市场开拓先锋、户储爆发工商储蓄势）、上能电气（逆变器地面地位稳固、大储 PCS 放量在即）、璞泰来（负极龙头业绩拐点临近、隔膜涂覆持续高增长）、容百科技（高镍正

极龙头、海外进展超预期)、阿特斯(一体化组件头部企业、深耕海外大储进入收获期)、三星医疗(海外配网和电表需求强劲、国内增长稳健)、东方电缆(海缆壁垒高格局好,海风项目开始启动)、日月股份(大铸件紧缺提价可期,盈利弹性大)、科士达(受益国内 AI 资本开支新周期、UPS 龙头)、盛弘股份(受益海外和国内 AI 资本开支、海外储能新客户拓展)、思源电气(电力设备国内出海双龙头、订单和盈利超预期)、平高电气(特高压交直流龙头、估值低业绩持续超预期)、许继电气(一二次电力设备龙头、柔直弹性可期)、通威股份(硅料龙头受益供给侧改革、电池和组件有望改善)、福莱特(光伏玻璃龙头成本优势显著、价格底部有望企稳反弹)、晶澳科技(一体化组件龙头、盈利率先恢复)、禾望电气(大传动优势明显、内部变革激发活力)、中伟股份(三元前驱体龙头、镍锂金属布局可观)、华友钴业(镍钴龙头、前驱体龙头)、明阳智能(海上风机龙头、风机毛利率修复弹性大)、中国西电(一次设备综合龙头、受益特高压和管理改善)、晶科能源(一体化组件龙头、Topcon 明显领先)、隆基绿能(单晶硅片和组件全球龙头、BC 技术值得期待)、天合光能(210 一体化组件龙头、户用分布式和渠道占比高)、聚和材料(银浆龙头、铜浆率先布局)、钧达股份(Topcon 电池龙头、扩产上量)、爱旭股份(ABC 电池组件龙头、25 年大幅放量)、三一重能(成本优势明显、双海战略见成效)、禾迈股份(微逆去库尾声重回高增长、储能产品开始导入)、锦浪科技(组串式逆变器龙头、储能逆变器开始放量)、福斯特(EVA 和 POE 胶膜龙头、感光干膜上量)、曼恩斯特(磨头龙头持续高增、多品类扩张布局固态)、金风科技(风机毛利率恢复、风电运营稳健)、新宙邦(电解液&氟化工齐头并进)、艾罗能源(深耕欧洲户储、新兴市场和新产品起量明显)、国电南瑞(二次设备龙头、稳健增长可期)、海兴电力(海外渠道深厚、电表及 AMI 模式高增)、固德威(组串逆变器持续增长、储能电池和集成逐步恢复)、星源材质(干法和湿法隔膜龙头、LG 等海外客户进展顺利)、当升科技(三元正极龙头、布局固态电池技术)、恩捷股份(湿法隔膜龙头)、天顺风能(海工装备开始放量、风电运营稳步释放)、泰胜风能、德方纳米、昱能科技、永兴材料、中矿资源、赣锋锂业、威迈斯、儒竞科技、派能科技、元力股份、大金重工、科士达、安科瑞、中熔电气、天齐锂业、日月股份、TCL 中环、振华新材、三一重能、弘元绿能、欣旺达、金风科技。建议关注:良信股份、北特科技、峰岬科技、斯菱股份、厦钨新能、英维克、明阳电气、多氟多、天际股份、东方电气、中信博、东威科技、宇邦新材、海力风电、新强联、通灵股份、快可电子、中科电气、美畅股份、铨升科技、信捷电气、大全能源、通合科技、帕瓦股份、金雷股份、禾川科技、嘉元科技、东方日升等。风险提示:投资增速下滑,政策不及市场预期,价格竞争超市场预期

(证券分析师:曾朵红 证券分析师:阮巧燕
研究助理:许钧赫)

食品饮料行业跟踪周报:周专题:政策春风至,加快乳业复苏

投资要点:2025 年 3 月 16 日中办、国办印发《提振消费专项行动方案》,方案提出加大生育养育保障力度,研究建立育儿补贴制度。呼和浩特育儿补贴力度超预期,有望为全国其他城市提供借鉴。3 月 13 日呼和浩特市卫健委发布育儿补贴项目,内容包括:2025 年 3 月 1 日之后合法生育并落户呼和浩特市的家庭,生育一孩一次性发放育儿补贴 1 万元;生育二孩发放育儿补贴 5 万元,每年发放 1 万元直至孩子 5 周岁;生育三孩及以上发放育儿补贴 10 万元,每年发放 1 万元直至孩子 10 周岁;同时还提供牛奶消费券,惠及伊利股份和蒙牛乳

业。我们认为本次呼和浩特市育儿补贴政策覆盖 1-3 胎家庭，补贴力度较其他省市加大，有望提升本地生育意愿，拉动当地乳制品消费，同时为全国其他城市提供借鉴意义。生育补贴政策有望全面落地。自 2016 年二胎政策放开推动我国出生率小幅反弹后，2017-2023 年我国出生人口数量和出生率持续下行，2024 年我国出生人口小幅回升，但整体生育率依然较为疲软。目前我国多地正在因地制宜探索实施生育补贴制度，部分地区刺激生育效果显著，如湖北省天门市在政策刺激下，2024 年出生人口同比增加 1050 人，同比增长 17%，远超全国平均出生率。中央文件后，2025 年生育补贴政策有望全面施行。需求政策助力，行业全面复苏有望提速。我们认为乳业周期向上，一看供给收缩是否加快，二看需求是否超预期，而生育补贴无疑是提振需求。1) 液奶供需有望改善：2024 年行业供大于求矛盾突出，竞争加剧致 24Q2 主要乳企盈利能力承压；当前奶价持续低迷，上游经营承压下牧场加速淘汰，2025 年 1 月末我国奶牛存栏 615.9 万头，环比/同比分别减少 0.5%/4.8%，同环比降幅均较 2024 年 12 月扩大；未来随着政策逐步落地提振需求，行业供需有望加速改善，上游牧场经营情况有望好转，下游乳企盈利能力有望持续回暖。2) 婴配粉/奶酪市场有望复苏：受宏观经济疲软、出生人口承压等因素影响，预计 2024 年婴配粉/奶酪行业规模分别同比下滑 7.4%/2%，其中 2022-2024 年婴配粉行业规模持续收缩，未来随着刺激生育政策逐步落地，预计婴配粉、奶酪行业有望逐步回暖。乳制品板块布局思路：1) 行业供需改善+生育政策刺激角度，推荐低估值+高业绩弹性的蒙牛乳业、低估值高股息的伊利股份；2) 生育政策刺激角度，推荐协同效应逐步释放的高业绩弹性标的妙可蓝多，建议关注低估值高股息的中国飞鹤；3) 行业供需改善角度，推荐高奶源自给率+高业绩弹性的天润乳业，建议关注新乳业、现代牧业、优然牧业。板块核心观点推荐：白酒：在 2024Q3-Q4 基本面加速探底情况下，优质白酒企业在 2025 年 Q1 已经率先见底，2025 年受益流动性改善叠加顺周期政策落地，板块表现可期。白酒个股推荐：春节动销居前，见底更为明确，增长预计靠前的白酒企业，如今世缘、山西汾酒、贵州茅台、古井贡酒、迎驾贡酒等，这些企业全年看来产品组合发力均衡、业绩增长能见度较高；从开瓶角度看，泸州老窖、古井贡酒数字化运营领先，春节开瓶数据优秀，收入规模及估值修复空间较大，继续推荐。另外，重点推荐珍酒李渡、五粮液，关注舍得酒业。大众品：头部品种重点持续推荐东鹏饮料，安井食品，伊利股份。在提振内需大背景下，推荐餐供及调味品顺周期板块重点个股宝立食品、立高食品、天味食品、颐海国际、千味央厨。零食仍是 2025 成长领先的板块，弹性重点推荐万辰集团，盐津铺子（更为稳健，且成长被低估），三只松鼠、西麦食品、甘源食品。饮料推荐东鹏饮料，威士忌第二曲重点打造并顺利铺货的百润股份，重视高股息回购预期强的承德露露；乳业推荐蒙牛乳业、伊利股份、天润乳业、妙可蓝多，关注中国飞鹤、新乳业、优然牧业、现代牧业。风险提示：原材料成本波动预期、行业竞争加剧风险、食品安全问题。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：周韵）

有色金属行业跟踪周报：全球孤立主义+海外经济走向“滞胀”，黄金于周内突破 3000 美元重要关口

投资要点 回顾本周行情（3 月 10 日-3 月 14 日），有色板块本周上涨 3.56%，在全部一级行业中涨幅靠中前。二级行业方面，周内申万有色金属类二级行业中小金属板块上涨 4.86%，贵金属板块上涨 4.67%，能源金属板块上涨 3.93%，工业金属板块上涨 3.64%，金属新材料板块下跌 1.43%。工业金属方面，美联储或于年中重启降息宽松，维持

年内 50-75bp 的降息幅度预期，随着国内 3-4 月下游工业迎来旺季，社库拐点向下的背景下工业金属录得普遍上涨。贵金属方面，密西根大学 3 月消费者信心指数进一步下降，但远期通胀预期却上行，该数据进一步强化了市场对于“滞胀经济”的预期，Comex 黄金价格于周内突破 3000 美元/盎司重要关口，我们认为随着全球孤立主义的进一步演绎、去美元化的进程加快，以及海外经济步入“滞胀”的预期不断攀升，黄金价格后续有望进一步走出震荡向上走势。 周观点：

铜：冶炼端减产开始显现，关税背景下利差交易延续。截至 3 月 14 日，伦铜报收 9,793 美元/吨，周环比上涨 1.99%；沪铜报收 80,500 元/吨，周环比上涨 2.78%。供给端，截至 3 月 14 日，本周进口铜矿 TC 均价进一步下探至-16 美元/吨；继嘉能可宣布铜冶炼减产，本周铜陵有色集团旗下冶炼厂宣布检修及额外减产计划；需求方面，下游需求仍复苏缓慢，维持弱现实强预期的态势。本周基本面维持供需双弱格局，国内电解铜持续去库；宏观方面，本周美国 CPI 及 PPI 双双低于预期，通胀现阶段的降温给予联储更多的降息理由，此外关税背景下的利差交易仍在延续，实物铜仍在大量流入美国市场，贸易流向的改变加大了价格的波动，本周海内外铜价维持涨势，预计短期铜价仍将维持震荡向上走势。 铝：铝锭社库迎来拐点，看好二季度内需增长前景。截至 3 月 14 日，本周 LME 铝报收 2,689 元/吨，较上周下跌 0.02%；沪铝报收 20,990 元/吨，较上周上涨 0.74%。供应端，本周我国四川、青海电解铝企业持续复产，电解铝行业理论运行产能 4372.50 万吨，较上周增加 12.5 万吨；需求端，本周铝板带箔企业开工率环比提升 0.11%，铝棒企业有所复产，开工率环比提升 0.17%，电解铝的理论需求有所上升。当下电解铝维持供需双增态势，随着下游开工旺季的到来，我国铝锭社库迎来拐点，本周录得 88.70 万吨，周环比下降 1.38 万吨；此外由于“430”与“531”政策窗口期或带来 2025H1 光伏抢装潮，我们预计 3-5 月光伏用铝将迎来显著环增，叠加家电、电动汽车等国补政策的持续推行，看好二季度原铝需求的进一步增长，预计铝价走出震荡向上走势。 黄金：美国 CPI 通胀环比下行，但远期通胀预期上行，黄金周内突破 3000 美元/盎司关口。截至 3 月 14 日，COMEX 黄金收盘价为 2993.60 美元/盎司，周环比上涨 2.60%；SHFE 黄金收盘价为 694.96 元/克，周环比上涨 2.28%。本周美国 2 月 CPI 录得同比增长 2.8%，低于预期的 2.9%；美国 2 月 PPI 录得同比增长 3.2%，低于预期的 3.3%；数据公布后，市场对美联储年内降息预期并未有明显改变，迫于经济的潜在下行压力，美联储或于年中重启降息宽松，维持年内 50-75bp 的降息幅度预期。此外，密西根大学 3 月消费者信心指数降至 57.9，低于预期的 63.1；同时美国一年期及五年期通胀预期却录得环比上行，该数据进一步强化了市场对于“滞胀经济”的预期，Comex 黄金价格于周内突破 3000 美元/盎司重要关口，我们认为随着全球孤立主义的进一步演绎、去美元化的进程加快，以及海外经济步入“滞胀”的预期不断攀升，黄金价格后续有望进一步走出震荡向上走势。 风险提示：美元持续走强；下游需求不及预期。

（证券分析师：孟祥文 证券分析师：徐毅达）

基础化工周报：MDI 市场弱势下跌

n【聚氨酯板块】本周纯 MDI/聚合 MDI/TDI 行业均价为 18320/17240/12080 元/吨，环比分别-420/-610/-100 元/吨，纯 MDI/聚合 MDI/TDI 行业毛利分别为 5731/5731/483 元/吨，环比分别-205/-355/+270 元/吨。 n【油煤气烯烃板块】①本周乙烷/丙烷/动力煤/石脑油均价分别为 1575/4335/540/4530 元/吨，环比分别+15/-15/-10/+12 元

/吨。②本周聚乙烯均价为 8113 元/吨，环比-25 元/吨，乙烷裂解/CTO/石脑油裂解制聚乙烯理论利润分别为 1082/2017/-162 元/吨，环比分别-15/-4/-13 元/吨。③本周聚丙烯均价为 7200 元/吨，环比+0 元/吨，PDH/CTO/石脑油裂解制聚丙烯理论利润分别为-157/1610/-381 元/吨，环比分别+25/+13/+2 元/吨。n【煤化工板块】本周合成氨/尿素/DMF/醋酸行业均价为 2515/1835/3905/2729 元/吨，环比分别+52/-1/+15/-46 元/吨，合成氨/尿素/DMF/醋酸行业毛利分别为 515/135/-625/146 元/吨，环比分别+47/-8/+2/+76 元/吨。n【相关上市公司】化工白马：万华化学、宝丰能源、卫星化学、华鲁恒升。n【风险提示】1) 项目实施进度不及预期；2) 宏观经济增速下滑，导致需求复苏弱于预期；3) 地缘风险演化导致原材料价格波动；4) 行业产能发生重大变化；5) 统计口径及计算误差。

(证券分析师：陈淑娴 研究助理：周少玟)

大炼化周报：国际油价转涨为跌，长丝市场重心走势僵持

n【国内外重点炼化项目价差跟踪】国内重点大炼化项目本周价差为 2699.91 元/吨，环比+13.64 元/吨（环比+0.51%）；国外重点大炼化项目本周价差为 1032.24 元/吨，环比-34.87 元/吨（环比-3.27%）。n【聚酯板块】本周 POY/FDY/DTY 行业均价分别为 7086/7414/8382 元/吨，环比分别-114/-79/-43 元/吨，POY/FDY/DTY 行业周均利润为 193/146/191 元/吨，环比分别+23/+47/+70 元/吨，POY/FDY/DTY 行业库存为 22.6/28.0/28.9 天，环比分别+0.0/+0.0/+0.0 天，长丝开工率为 92.77%，环比+0.77pct。下游方面，本周织机开工率为 59.99%，环比+0.00pct，织造企业原料库存为 9.29 天，环比+1.32 天，织造企业成品库存为 23.31 天，环比-0.82 天。n【炼油板块】国内成品油：本周汽油/柴油/航煤价格下跌。国外成品油：本周美国汽油/柴油/航煤价格下跌。n【化工板块】本周 PX 均价为 829.14 美元/吨，环比-19.00 美元/吨，较原油价差为 319.38 美元/吨，环比-12.52 美元/吨，PX 开工率为 91.57%，环比+0.04pct。nn【相关上市公司】民营大炼化&涤纶长丝：恒力石化、荣盛石化、东方盛虹、恒逸石化、桐昆股份、新凤鸣。n【风险提示】1) 项目实施进度不及预期；2) 宏观经济增速下滑，导致需求复苏弱于预期；3) 地缘风险演化导致原材料价格波动；4) 行业产能发生重大变化；5) 统计口径及计算误差。

(证券分析师：陈淑娴 研究助理：周少玟)

非银金融行业跟踪周报：成交仍活跃；保险顺周期特征显现

投资要点 非银行金融子行业近期表现：最近 5 个交易日（2025 年 03 月 10 日-2025 年 03 月 14 日）非银板块各子行业均跑赢沪深 300 指数。保险行业上涨 4.35%，证券行业上涨 2.95%，多元金融行业上涨 2.04%，非银金融整体上涨 3.22%，沪深 300 指数上涨 1.59%。 证券：3 月至今交易量同比大幅提升；证监会表态全力巩固市场回稳向好势头。1) 3 月交易量同比大幅提升。截至 3 月 14 日，3 月日均股基交易额为 18751 亿元，较上年 3 月上涨 68.75%，较上月下降 7.97%。截至 3 月 13 日，两融余额 19282 亿元，同比提升 27.00%，较年初提升 3.41%。截至 2025 年 03 月 14 日，3 月 IPO 发行 5 家，募集资金 30.72 亿元。2) 证监会表态全力巩固市场回稳向好势头。3 月 11 日，证监会党委召开扩大会议。会议提出，证监会系统要全力巩固市场回稳向好势头，在支持科技创新和新质生产力发展上持续加力，进一步全面深化资本市场改革，坚定扩大资本市场高水平制度型开放，着力提升监管执法效能，加快建设“三个过硬”的监管铁军。3) 证监会发布上市公司破产重整相关事项的监管指引。3 月 14 日，证监会发布《上市公司监管指引第 11 号——上市公司破产重整相关事项》，主要内容包

括：进一步明确重整计划中的权益调整要求，规定资本公积转增比例不得超过每十股转增十五股；明确不得在重整计划实施的重大不确定性消除前，提前确认债务重组收益。4）中证协就《证券公司债券投资顾问业务管理规则》征求意见。《管理规则》明确了券商债券投资顾问业务的展业原则，强化了债券投资顾问业务的精细化管理和风险合规管理。5）2025年03月14日券商行业（未包含东方财富）2024E平均PB估值1.7x，2025E平均PB估值1.5x。推荐全面受益于活跃资本市场政策的优质龙头，如中信证券、华泰证券、同花顺、东方财富等。保险：关注长债利率上行。1）中国太保和新华保险披露2月保费收入。2025年1-2月太保寿险累计原保险保费收入690亿元，同比增长9.1%；太保产险累计原保险保费收入397亿元，同比增长1.9%。新华保险前两个月累计原保险保费收入511亿元，同比增长29%。2）近期长债利率快速上行，3月14日升至1.83%，较年初上行15bps，较年内最低点上行23bps。利率上行利好增量固收投资收益表现。目前寿险公司资产配置中债券占比突破50%，其中绝大部分为配置盘。利率上行期，险资新增及再配置固收资产收益率提升，整体利差损压力也会有明显缓解。同时，对净资产而言，资产负债久期缺口在利率上行窗口产生正面作用。行业普遍存在资产久期短于负债久期的现状，利率上行过程中，资产账面价值减少幅度小于准备金减少幅度，净资产将增加。3）保险业经营具有显著顺周期特性，近期长债利率已持续上行，未来随着经济复苏，负债端和投资端都将显著改善。2025年03月14日保险板块估值0.55-0.83倍2024E P/EV，处于历史低位，行业维持“增持”评级。多元金融：1）消费金融：金管总局通知以消费金融助力提振消费，内容包括：①增加消费金融供给。②优化消费金融管理。③开展个人消费贷款纾困。④优化消费金融环境。2）信托：截至2024年2季度末，全行业信托资产规模27万亿元，同比增长24.5%。2024H1信托行业利润总额为196亿元，同比降幅为40.6%。3）期货：2025年2月全国期货交易市场规模成交量为5.63亿手，成交额为51.56万亿元，同比分别增长69.67%和增长68.99%。2025年1月全国期货公司净利润5.63亿元，同比增长943%。行业排序及重点公司推荐：非银金融目前平均估值仍然较低，具有安全边际，攻守兼备。1）保险行业受益于经济复苏、利率上行。储蓄类产品销售占比大幅提升，负债端预计显著改善，长期仍看好健康险和养老险发展空间。2）证券行业转型有望带来新的业务增长点。受益于市场回暖、政策环境友好，券商经纪业务、投行业务、资本中介业务等均受益。行业推荐排序为保险>证券>其他多元金融，重点推荐新华保险、中国人寿、中信证券、华泰证券、同花顺等。风险提示：1）宏观经济不及预期；2）政策趋紧抑制行业创新；3）市场竞争加剧风险。

（证券分析师：孙婷 研究助理：罗宇康）

商贸零售行业跟踪周报：老铺/蜜雪/毛戈平：何为“新消费”？为何新消费引领春季消费行情？

投资要点 新消费引领春季消费行情：2月开年以来，消费行业行情频现，2月至今（3月14日收盘），申万指数：商贸零售指数上涨6.5%，社会服务指数上涨12.1%，美容护理指数上涨13.0%。而新消费港股核心标的表现突出，引领春季行情，2月至今（3月14日收盘），老铺黄金上涨63.9%，毛戈平上涨41.8%，蜜雪集团上涨55.0%。三者都是近一年内上市的新消费核心标的。我们认为，新消费以其独特的品牌力，实现消费行业的增量增长，新消费是消费行业未来，持续需要重点关注的一个领域。什么是新消费？——新消费是“新品牌”，而非“新渠道”和“新供应链”，突破点是“新消费习惯形成”或“品牌影

影响力破圈：投资人会表示对“某新品牌看不懂”，这种情况一般反映了某消费品牌，所在的领域和品牌本身，可能含有较高的溢价，其消费者愿意为高溢价买单，而这个过程，通常是这个消费品牌，在破圈或品牌势能提升的时候，其影响力传达到了本身不熟悉该品牌的圈层，就会产生这样的争议。我们认为“新消费”就是某品牌在“新消费习惯形成”或“品牌影响力破圈”的过程中，品牌势能提升的一种现象；同时消费者愿意为产品支付的溢价，是来自于对品牌的认知，而非渠道上或者供应链上发生了巨大的变革。

新消费复盘之【老铺黄金】：老铺黄金的前身金色宝藏成立于2004年，但此前老铺黄金的主要消费者圈层相对小众，2024年老铺黄金上市后，实现了影响力的破圈。而随着黄金价格的上涨，先前购买的消费者发现其购买收藏的产品实现了升值，品牌力认知进一步加强，老铺黄金的品牌势能实现实质上的破圈提升。其直营门店精选高级商圈核心位置，出现持续排队甚至限购的情况。2024年老铺同店实现强势增长，并在2025年延续。老铺黄金的【新消费】突破点在于【品牌影响力的破圈】。

新消费复盘之【毛戈平】：毛戈平是很稀缺的高端国货品牌，其创始人毛戈平老师作为国内顶尖化妆师，塑造过刘晓庆版武则天等经典妆造形象，本身就具备广泛的影响力基础，而其推出的同名化妆品品牌毛戈平，以彩妆底妆为基础，近年来扩展到护肤领域，发展迅速。毛戈平的【新消费】突破点在于【品牌影响力的破圈】（从化妆品的影响力到同名美妆品牌的影响力）。

新消费复盘之【蜜雪集团】：蜜雪集团其品牌蜜雪冰城是现制饮品品牌已经发展为中国最大的现制饮品品牌。我们认为，“茶饮”并非同一个赛道，“中价现制饮品”（10-20元）和“平价现制饮品”（10元以下）是不同的竞争赛道，平价现制饮品中，蜜雪 GMV 市占率达到 30%+，具有这个赛道内的绝对领先优势和品牌统治力。我们认为，蜜雪并非“消费降级”，而是“新消费习惯的形成”，高程度的下沉受益于其强品牌力和强供应链能力。蜜雪集团的【新消费】突破点在于【新消费习惯的形成】，其本质价值在于“强品牌”，而并不是“低价”。

投资建议：我们认为新消费是消费行业的重要拉动力，核心在于某个消费圈层广泛接受某品牌的溢价，其主要的突破点来自“新消费习惯的形成”或“品牌影响力的破圈”，最终体现在持续且广泛的品牌溢价上，核心在于“品牌”。未来预计会在新消费习惯或品牌力破圈上持续有新消费的品牌诞生，这也将会是消费行业增长重要的拉动力，持续推荐新消费品牌公司【蜜雪集团】【老铺黄金】【毛戈平】等，其它关注宠物食品，集换&收藏相关产品等领域。

风险提示：消费恢复不及预期，宏观经济波动等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：石琦瑄

证券分析师：张家璇 证券分析师：谭志千(离职) 证券分析师：阳靖 证券分析师：郝越 研究助理：王琳婧)

汽车周观点：3月第1周乘用车同比+15.9%，继续看好汽车板块

n 特斯拉 FSD 入华影响：对汽车智能化行业贝塔是重大利好！加速消费者教育+加速国内车企智驾竞赛速度+加速 L4 Robotaxi 商业化落地等。进一步强化我们对 2025 年 All in 智能化的决心和信心。

n 投资建议：全面看多整车板块！智能化是内核，新车周期/月度销量是落地跟踪，机器人布局是锦上添花！小鹏汽车/上汽集团/赛力斯/理想/比亚迪/吉利/长安/长城/广汽/零跑等！全面看多零部件板块！1) 智能化增量零部件主线：AI 芯片（地平线机器人+黑芝麻智能），域控制器（德赛西威+华阳集团+均胜电子+知行科技等）。线控底盘（伯特利+耐世特），汽车电子（保隆科技+经纬恒润等）；2) 电动化/机器人硬件主线：拓普集团+新泉股份+爱柯迪+旭升+福耀+岱美+星宇+华域等。nn3 月

汽车核心推荐：汽车智能化与红利两条主线或并存。1) 车企智能化竞赛依然火热且进入爆款车型兑现阶段或有望超市场预期。智能化主线首推【小鹏汽车/地平线机器人/上汽集团】。2) 红利风格依然稳健，首选高分红+高成长【宇通客车/中国重汽】。风险提示：全球经济复苏力度低于预期；L3-L4 智能化技术创新低于预期；全球新能源渗透率低于预期；地缘政治不确定性风险增大。

(证券分析师：黄细里 证券分析师：刘力宇

证券分析师：孟璐)

医药生物行业跟踪周报：H 股仿创药被显著低估，关注三生制药、康哲药业、远大医药等

投资要点 本周、年初至今 A 股医药指数涨幅分别为 1.77%、3.99%，相对沪深 300 的超额收益分别为 0.18%、2.17%；本周、年初至今 H 股生物科技指数涨跌幅分别为 2.04%、23.06%，相对于恒生科技指数跑赢 5.14%、-8.56%；本周 A 股医药商业 (+6.44%)、中药 (+2.63%) 等股价涨幅较大，生物制药 (+1.63%)、医疗服务 (+1.46%)、化药 (+1.39%)、医疗器械 (+1.09%) 及原料药 (+0.83%) 等股价涨幅相对较小；本周 A 股涨幅居前金城医药(+42.43%)、中科美菱(+39.09%)、塞力医疗 (+34.47%)，跌幅居前双成药业 (-16.56%)、海创药业-U (-12.21%)、艾力斯 (-12.09%)；本周港股涨幅居前锦欣生殖(+41.67%)、维亚生物 (+18.88%)、药明生物 (+14.38%)，跌幅居前宜明昂科-B (-10.47%)、北海康成-B (-7.84%)、启明医疗-B (-7.81%)。本周板块表现特点：小市值个股表现更加活跃，创新药调整较多。当前港股资金面相对充裕，为投资者提供了良好的入场时机。同时我们认为当下港股仿创药被显著低估，在此背景下，我们重点关注港股市场中的低估值投资机会，旨在挖掘具备较高安全边际和增长潜力的优质标的，建议关注：1) 三生制药：存量业务稳健，SSGJ707 II 期数据积极，海外 BD 预期及数据读出贡献较大市值弹性。2) 康哲药业：3 款创新产品甲氨蝶呤注射液、地西洋鼻喷雾剂、蔗糖羧基氧化铁咀嚼片有望快速放量。3) 远大医药：首个核药肝癌治疗产品钇[90Y]微球注射液于 2022 年初获批，已经进入快速放量期。尼古丁烟袋放量，看好尼古丁产业链投资机会。尼古丁袋在全球主流国家基本均未获批，仅由美国 FDA 于 2025 年首次批准，预计 2028 年全球销售量将达 834.17 亿袋，对应市场规模 467.13 亿美元，市场空间广阔。在获得 FDA 背书后，其安全性和戒烟辅助效果有望获得其他主流国家认可，获批后渗透率将进一步提升。随着尼古丁袋放量，上游原料生产商有望获益，建议关注金城医药、润都股份等。国内首款！信达生物 IGF-1R 单抗「替妥尤单抗」获批上市；抗 OX40 单抗两项 III 期研究达到主要终点：3 月 14 日，NMPA 官网显示，信达生物 IGF-1R 单抗替妥尤单抗 N01 注射液 (IBI311) 获批上市，用于治疗甲状腺眼病 (TED)。据信达新闻稿，这是中国甲状腺眼病治疗领域 70 年来第一款新药；具体配置建议：看好的子行业排序分别为：创新药>CXO>中药>医疗器械>药店>医药商业等。具体标的选择思路：1) 从 H 股低估值仿创药选股：关注三生制药、远大医药、石药集团等。2) 从成长性角度选股，主要集中在创新药领域、AI 医疗，关注百利天恒、百济神州、迪哲医药、海思科、科伦博泰生物-B、信达生物、三生制药、歌礼制药等；华大智造、润达医疗、晶泰控股、金域医学等。3) 从低估值角度选股，主要集中在中药领域，重点推荐佐力药业、东阿阿胶、昆药集团、华润三九、方盛制药等。4) 从高股息角度选股：主要集中在中药领域，关注江中药业、羚锐制药、云南白药、济川药业、葵花药业等。5) 从左侧角度选股，主要集中在原料药、部分 CXO、医疗器械，关注诺泰生物、

普洛药业、奥锐特、华海药业、药明康德、联影医疗等。风险提示：药品或耗材降价幅度继续超预期、医保政策进一步严厉、产品销售及研发进度不及预期等。

(证券分析师：朱国广)

工程机械行业点评报告：1-2 月叉车行业累计销量同比+9%，内、外销均温和增长

投资要点 1-2 月叉车内/外销合计同比+6%/14%，销量温和增长 2025 年 1-2 月叉车行业合计销量 19.5 万台，同比增长 9%，其中国内销量 12.1 万台，同比增长 6%，出口销量 7.4 万台，同比增长 14%。考虑到春节影响，我们合并 1-2 月销售情况进行分析。其中内销受益逆周期调节政策落地等影响，同比增速持续修复，出口延续增长趋势，受基数影响，增幅略有下降。展望 2025 年，内销方面“两重”“两新”政策仍将加力扩围，支持全方位扩大内需、支撑经济持续回升向好。叉车行业景气度、电动化转型进展与宏观经济活跃度，制造业、物流业景气度直接挂钩，可期待后续内需修复趋势。出口方面国产企业平衡重叉车等高附加值车型海外份额仍低，行业锂电化转型背景下，份额提升将驱动销量增长。景气度磨底，可期待国内政策推进、海外渠道库存消化后需求复苏 叉车行业需求来源于(1)制造业、物流业投资规模增长，对搬运工具需求提升，(2)人工成本提升，工厂、仓库等对工作效率的要求提高，机器替人为趋势。2014-2023 年全球叉车销量 CAGR 为 8%，国内/海外分别为 15%/5%。短期来看，行业国内景气磨底，80 万台年销量以存量更新需求为主；海外需求疲软，行业新签订单增速已下滑 2 年有余(2022-2024 年)，其中美国市场下滑幅度尤为明显。2024 年 Q4 全球龙一丰田新签订单同/环比分别提升 11%/42%，龙二凯傲新签订单同/环比分别增长 4%/35% (环比增速较高有季节性因素)，或反映需求企稳回升。中长期看，国内外锂电化率提升仍有空间，2023 年国内、海外锂电化率(锂电平衡重叉车占总体叉车的比重)分别为 19%/13%，提升空间广阔，助力结构优化+出海。此外，随 2021 年开始销往海外的叉车机龄增长，后市场服务将接力新机销售创造新增长点。物流业智能化转型为大趋势，看好具备先发优势的国产龙头 根据永恒力测算，物料运输中 80%的运营成本来自于人工费用，劳动力短缺、劳动力成本上升、SKU 增加等催化下，物流业、仓储业、制造业智能化转型为行业大趋势，无人叉车等智慧物流装备渗透率有望持续提升。智慧物流行业参与者众多，包括传统叉车企业，新兴专业 AGV/AMR 厂商、物流集成商等。传统叉车企业具备客户积累、叉车硬件优势，有望脱颖而出。我国国产双龙头近几年均加速在智慧物流领域布局：(1)安徽合力：①2023 年子公司合力工业车辆引入战略投资者，完成混改，②2024 上半年收购安徽宇锋智能，实现合力智能物流产业园顺利开园。③2025 年公司控股股东安徽叉车集团与华为举行深化合作协议签约仪式，双方将在数字化转型、智能物流、人工智能、人才培养等领域开展深化合作。2024 上半年，合力智能物流业务营收同比增长 161%。(2)杭叉集团：子公司杭叉智能已获 2023 年中国市场无人叉车营收额最高厂商，2024 年获高工移动机器人全球奖。2024 年智能物流板块订单、营收增长均超 60%。2024 年 12 月，杭叉集团发布公告，拟于美国投资设立智能物流公司，海外市场拓展提速。智能物流业务有望为叉车企业打造第二成长曲线。风险提示：行业竞争格局恶化，地缘政治冲突，原材料价格波动

(证券分析师：周尔双 证券分析师：韦译捷)

原油周报：美国原油库存增加，国际油价承压

n【美国原油】 n1) 原油价格：本周 Brent/WTI 原油期货周均价分别

70.1/66.7 美元/桶, 较上周分别-0.3/-0.5 美元/桶。 n2) 原油库存: 美国原油总库存、商业原油库存、战略原油库存、库欣原油库存分别 8.3/4.4/3.9/0.2 亿桶, 环比+361/+145/+217/-123 万桶。 n3) 原油产量: 美国原油产量为 1358 万桶/天, 环比+7 万桶/天。美国活跃原油钻机本周 477 台, 环比+1 台。美国活跃压裂车队本周 188 部, 环比+2 部。 n4) 原油需求: 美国炼厂原油加工量为 1571 万桶/天, 环比+32 万桶/天; 美国炼厂原油开工率为 86.5%, 环比+0.6pct。 n5) 原油进出口量: 美国原油进口量、出口量、净进口量为 547/329/218 万桶/天, 环比-34/-85/+50 万桶/天。 n【美国成品油】 n1) 成品油价格和价差: 美国汽油、柴油、航煤周均价分别 89/92/90 美元/桶, 环比-1.8/-2.9/-4.1 美元/桶; 与原油价差分别 19/22/20 美元/桶, 环比-0.9/-2.0/-3.2 美元/桶。 n2) 成品油库存: 美国汽油、柴油、航空煤油库存分别 2.4/1.2/0.4 亿桶, 环比-574/-156/-108 万桶。 n3) 成品油产量: 美国汽油、柴油、航空煤油产量分别 956/446/165 万桶/天, 环比-8/-11/-9 万桶/天。 n4) 成品油需求: 美国汽油、柴油、航空煤油消费量分别 918/390/178 万桶/天, 环比+31/-9/+20 万桶/天。 n5) 成品油进出口: ①美国汽油进口量、出口量、净出口量分别 4/84/80 万桶/天, 环比-12/+2/+14 万桶/天。 ②美国柴油进口量、出口量、净出口量分别 25/104/79 万桶/天, 环比-2/-1/+2 万桶/天。 ③美国航空煤油进口量、出口量、净出口量分别 14/16/3 万桶/天, 环比+1/-3/-4 万桶/天。 nn【相关上市公司】推荐: 中国海油/中国海洋石油(600938.SH/0883.HK)、中国石油/中国石油股份(601857.SH/0857.HK)、中国石化/中国石油化工股份(600028.SH/0386.HK)、中海油服(601808.SH)、海油工程(600583.SH)、海油发展(600968.SH); 建议关注: 石化油服/中石化油服(600871.SH/1033.HK)、中油工程(600339.SH)、石化机械(000852.SZ)。 nn【风险提示】1) 地缘政治因素对油价出现大幅度的干扰。2) 宏观经济增速严重下滑, 导致需求端严重不振。3) 新能源加大替代传统石油需求的风险。4) OPEC+联盟修改石油供应计划的风险。5) 美国解除对伊朗制裁, 伊朗原油快速回归市场的风险。6) 美国对页岩油生产环保、融资等政策调整的风险。7) 全球 2050 净零排放政策调整的风险。

(证券分析师: 陈淑娴 研究助理: 周少玟)

机械设备行业跟踪周报: 顺周期看好工程机械&叉车内需复苏; 硬科技看好半导体设备平台化整合加速&人型机器人持续催化

1.推荐组合: 北方华创、三一重工、中微公司、恒立液压、中集集团、拓荆科技、海天国际、柏楚电子、晶盛机电、杰瑞股份、浙江鼎力、杭叉集团、迈为股份、先导智能、长川科技、华测检测、安徽合力、精测电子、纽威股份、芯源微、绿的谐波、海天精工、杭可科技、伊之密、新莱应材、高测股份、纽威数控、华中数控。 2.投资要点:

【工程机械】2月小松挖机开工小时数同比+100.7%, 看好国内工程机械超预期复苏 2025年2月中国地区小松挖掘机开工小时数为56.8小时, 同比增长100.7%, 1-2月合计开工小时数122.8, 同比增长13.4%, 中大挖是小松在国内份额的主要支撑, 开机小时数同比增长反映中大挖景气度有所回暖, 这也与1-2月以来我国中大挖销量持续复苏相互验证。2025年2月挖机销量19270台, 同比增长52.8%。其中国内2月销售挖掘机11640台, 同比+99.4%, 装载机内销4505台, 同比增长63%。扣除春节影响, 1-2月国内挖机/装载机累计销量同比分别增长51.4%/26.2%, 远超年初市场预期(市场预期25年挖机内销增速5%-10%)。我们判断挖机销量超预期好转主要系: ①存量需求更新替换: 上一轮挖机上行周期为2015-2023年, 按照挖机平均8-10年计

算，近两年为存量需求集中更换新机节点；②资金端好转：根据我们草根调研，国内下游资金端从 2024Q4 开始好转，对存量及新增项目均有支撑作用。展望全年，我们认为水利投资高增速对小挖形成支撑，地产企稳、基建发力对中控形成支撑，矿山需求稳定对大挖销量形成支撑，叠加存量更新替换背景下，全年挖机内销值得期待。推荐三一重工、中联重科、柳工、山推股份、恒立液压。【人形机器人】产业链催化众多，短期回调不改长期向好趋势 本周人形机器人板块指数有所回调，我们判断系短期加速上涨后正常回调，不改长期看好板块趋势。产业链催化角度方面，赛力斯发布人形机器人工作视频，智元发布具身通用基座大模型 GO-1，开创性提出 ViLLA 架构，Figure 也在周末表示即将发出将有令人印象深刻的更新。①行业层面：25 年人形机器人有望率先于工厂端放量，以乐聚、优必选等头部企业为例，目前在工厂中从事搬运码垛等业务的效率已经达到人工的 50%。②硬件端：机器人是否要做成人形的讨论始终存在，但机器人最先放量、兑现到报表确定性高是灵巧手（或灵巧上身），此外行星减速机的应用长期以来被市场低估，以国产工业机器人为例，乐聚机器人全身使用行星减速机、优必选、智元等下半身也使用行星减速机，尽管丝杠在承重等方面表现更加优异，但考虑到短期量产和降本，我们认为行星减速机有望率先放量。③模型端：语言模型—多模态模型—具身模型，难度数量级飙升，目前模型端是人形机器人实现真正泛化应用的壁垒。海外特斯拉坚持端到端，而国内厂商大多采用分层模型。而阻碍模型端发展的原因，主要是缺乏机器人实操大数据训练，而模拟仿真短期内难以解决 sim2real 的问题。但远期来看，人形机器人作为 AI 的最佳载体，有望伴随 AI 技术的进步充分受益，不断加速产业化进程。投资建议：看好三条人形机器人重要产业链。1) T 链主线：推荐【三花智控】【拓普集团】【绿的谐波】【北特科技】【五洲新春】【鸣志电器】等；2) 华为链：推荐【雷赛智能】【赛力斯】【埃夫特】【兆威机电】【拓斯达】等；3) Figure 产业链：建议关注【领益智造】【银轮股份】等；4) IX 产业链：建议关注【南山智尚】【云中马】【中坚科技】等；4) 多链共振：推荐【优必选】【中大力德】【柯力传感】【安培龙】等，建议关注【豪能股份】。【半导体设备】北方华创收购芯源微加速平台化进程，看好国产半导体设备并购重组浪潮 芯源微股东先进制造与北方华创签署《股份转让协议》，拟将其持有的全部公司股份 1906.49 万股以 88.48 元/股的价格转让给北方华创，占公司总股本的 9.49%，交易对价 16.87 亿元；此外中科天盛拟通过公开征集转让方式协议转让其持有的全部股份 1689.97 万股，占公司总股本的 8.41%，北方华创将积极通过参与公开挂牌竞买等方式继续增持公司股份并取得对公司的控制权。此次收购还豁免了先进制造实际控制人郑广文 25% 的禁售条款，时间进度加快。芯源微有望借助北方华创的资源与技术优势实现进一步发展，北方华创借助并购加速平台化建设，完善产业链布局。北方华创设备种类占比达 60%，产品覆盖硅刻蚀、介质刻蚀、PVD、PECVD、ALD、EPI、MOCVD、LPCVD 和管式 CVD、清洗机等。参考海外龙头 AMAT、LAM 等发展历史，看好半导体设备厂商平台化布局。投资建议：看好前后道半导体设备+零部件厂商，重点推荐刻蚀+薄膜设备商【北方华创】【中微公司】；低国产化率环节设备商【芯源微】【中科飞测】【精测电子】；薄膜沉积设备商【拓荆科技】【微导纳米】；封测环节【华峰测控】【长川科技】；零部件环节【英杰电气】【汉钟精机】【新莱应材】【富创精密】。【叉车】1-2 月叉车内/外销合计同比+6%/14%，销量温和增长 2025 年 1-2 月叉车行业合计销量 19.5 万台，同比增长 9%，其中国内销量 12.1

万台，同比增长 6%，出口销量 7.4 万台，同比增长 14%。考虑到春节影响，我们合并 1-2 月销售情况进行分析。其中内销受益逆周期调节政策落地等影响，同比增速持续修复，出口延续增长趋势，受基数影响，增幅略有下降。展望 2025 年，内销方面“两重”“两新”政策仍将加力扩围，支持全方位扩大内需、支撑经济持续回升向好。叉车行业景气度、电动化转型进展与宏观经济活跃度，制造业、物流业景气度直接挂钩，可期待后续内需修复趋势。出口方面国产企业平衡重叉车等高附加值车型海外份额仍低，行业锂电化转型背景下，份额提升将驱动销量增长。此外，我国国产双龙头近几年均加速在智慧物流领域布局，相较新兴专业 AGV/AMR 厂商、物流集成商等，传统叉车企业具备客户积累、叉车硬件优势，有望脱颖而出，打造第二成长曲线。风险提示：下游固定资产投资不及市场预期；行业周期性波动风险；地缘政治及汇率风险。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意
证券分析师：韦译捷)

煤炭开采行业跟踪周报：库存边际去化，需求疲弱导致煤价下行

行业近况 本周（3 月 10 日至 3 月 14 日）港口动力煤现货价环比下跌 7 元/吨，报收 681 元/吨。供给端，本周环渤海四港区日均调入量 181.51 万吨，环比上周增加 0.24 万吨，增幅 0.13%。矿山产地煤矿正常供应，港口供给略有提升。需求端，环渤海四港区日均调出量 188.83 万吨，环比上周增加 45.30 万吨，增幅 31.56%；日均锚地船舶共 76 艘，环比上周增加 19 艘，增幅 33.33%。库存端，库存 3114.80 万吨，环比上周减少 43.50 万吨，降幅 1.38%。港口本周日均调出量环比上升，库存边际好转但绝对值较高，仍受需求不佳影响。我们分析认为：煤炭价格目前主要受需求进入淡季且库存累积过高导致上涨动能有限，短期需求角度仍以长协为主、电厂刚需采购支撑，同时天气回暖，非电企业需求较弱，叠加库存较高短期煤价难以明显上行。估值与建议：仍旧关注保险资金增量；保费收入维持正增长，且向头部保险集中。固收类资产荒依旧，叠加红利资产已经高位，所以关注权益配置变化，预期更青睐于资源股。核心推荐动力煤弹性标的。弹性依次产地自西向东标的，且低估值标的：广汇能源、昊华能源。风险提示：下游需求不及预期；保供力度强于预期，煤价大幅下跌。

(证券分析师：孟祥文 证券分析师：米宇)

金融产品跟踪周报：权益 ETF 系列：结构化宽幅震荡

投资要点 A 股市场行情概述：(2025.3.10-2025.3.14) 主要宽基指数涨跌幅：排名前三名的宽基指数分别为：万得微盘股日频等权指数(3.87%)，上证 50(2.18%)，中证红利(2.00%)；排名后三名的宽基指数分别为：科创 50(-1.76%)，科创 100(-1.34%)，创业板指(0.97%)。风格指数涨跌幅：排名前三名的风格指数分别为：消费(风格.中信)(3.54%)，大盘成长(2.45%)，中盘价值(2.18%)；排名后三名的风格指数分别为：成长(风格.中信)(0.40%)，稳定(风格.中信)(0.87%)，巨潮小盘(1.31%)。申万一级行业指数涨跌幅：排名前三名的申万一级行业指数分别为：美容护理(8.18%)，食品饮料(6.19%)，煤炭(4.84%)；排名后三名的申万一级行业指数分别为：计算机(-1.36%)，机械设备(-0.68%)，电子(-0.62%)。A 股市场行情展望：(2025.3.17-2025.3.21) 观点：结构化宽幅震荡。A 股中上证指数继续维持震荡上涨的走势，但内部结构较为分化，不同板块对应的走势差异较大。首先是高位板块，科技板块维持短期谨慎的判断。以科创 50 为代表，本周科创 50 的涨跌幅为-1.76%，周四跌幅为-2.11%，周五涨幅为 1.72%

(周五反弹幅度小于周四下跌幅度)。此外, 科创 50 周五的涨幅也小于沪深 300 和上证 50 的涨幅。这些均表明了科技板块处于震荡偏弱的走势中。 其次是低位板块, 顺周期板块则逐步从低位复苏, 并且由于顺周期板块包含很多权重标的, 所以整体大盘指数一同震荡上涨。需要注意的是, 周五消费板块情绪较为高涨, 那么下周一国新办会议的内容则可能成为消费板块短期情绪能否持续的重点。 所以我们的结论是: 短期小盘成长类偏谨慎, 顺周期类则相对乐观。小盘成长板块, 我们认为可以等待后续财报逐渐公布后, 再考虑重新布局。顺周期板块, 我们保持相对乐观的看法, 下周如果出现回踩, 则回踩可能是较好的配置时机。 港股方向, 我们维持短期谨慎、长期看好的观点。港股整体走势仍然较强, 但短期出现双头结构, 可能短期会继续宽幅震荡的走势。 基金配置建议: 根据我们上述行情研判, 我们认为后续市场可能会呈现宽幅震荡的结构化行情, 其中小盘成长类可能会短期调整, 顺周期等相对低位板块则可能会上涨。 因此从基金配置的角度, 相对高位的板块, 我们建议适量减配小盘成长类 ETF; 相对低位的板块, 我们主要推荐顺周期类 ETF。 风险提示: 1) 模型基于历史数据测算, 未来存在失效风险; 2) 宏观经济不及预期; 3) 发生重大预期外的宏观事件。

(证券分析师: 孙婷 证券分析师: 唐遥衍)

国防军工行业点评报告: 政府工作报告首次提及深海科技, 新兴领域正式上升为国家战略

事件: 2025 年政府工作报告全文正式发布, 其中首次纳入“深海科技”。

“培育壮大新兴产业、未来产业。深入推进战略性新兴产业融合集群发展。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。” 投资要点 深海科技作为战略性新兴产业, 已纳入国家顶层设计框架。政策背景可追溯至“十四五”规划中对海洋强国目标的强化, 以及《“十四五”海洋经济发展规划》中明确提出的“深海资源开发与技术创新”方向。2023 年出台的《深海法》进一步规范了深海资源勘探与环境保护的权责框架, 为后续技术研发提供了法律保障。2025 年政府工作报告首次将“深海科技”列为新兴产业重点领域, 明确提出支持其安全健康发展, 并配套实施国家级科研项目, 推动深海探测、资源开发、装备制造全产业链协同发展。政策端持续加码, 为深海装备研发、深海通信网络建设等关键领域提供了明确方向, 加速技术成果转化和产业规模化落地。此外, 未来中央和地方将围绕深海科技发布更多支持政策和产业规划, 相关产业将在政策的持续支持下快速发展。 深海科技的战略价值体现在经济安全与地缘竞争两大维度。首先, 在能源方面, 深海蕴藏着丰富的矿产资源、能源储备和生物资源, 如可燃冰、多金属结核等, 开发这些资源有助于缓解我国能源和战略资源紧张局面, 保障国家能源安全。其次, 深海是未来军事博弈的新疆域, 深海科技涉及潜艇通信、海底监测网络和无人潜航器等关键技术, 美、日已部署水下监听网络与无人潜航器, 中国深潜器的常态化巡航能力直接关系到南海、西太平洋的制海权。同时, 深海科技的发展能够推动科技创新, 带动多学科交叉融合, 提升我国在全球科技竞争中的地位。 未来深海科技的技术突破将围绕智能化、国产化与生态化展开。智能化方面, AI 技术深度融入深海数据处理与装备升级。例如, 智能算法可实时分析多金属结核分布, AI 驱动的仿生机器人、自主式水下航行器(AUV)逐步替代传统作业方式, 通信定位精度提升至厘米级。国产化则聚焦核心装备与材料, 如“梦想号”大洋钻探船实现 11000 米钻深能力, 钛合金耐压壳体技术打破国外垄断, 深海传感器国产化率显著提升。

生态化强调开发与保护的平衡，例如智能传感器网络结合大数据监测珊瑚礁生态，深海采矿环保标准规范化，推动绿色开发。此外，深海通信技术向光纤和声学融合方向发展，光纤环水听器应用比例提升，解决传统高压电系统的能耗与暴露风险。未来，深海工程装备（如深海采矿车）、深海信息技术（声呐通信）和特种材料加工（钛合金锻造）将成为技术攻坚的重点方向。在投资机会的筛选上，深海材料（钛合金）、装备（潜航器/钻井平台）、探测（水声通信）等细分领域国产化替代空间大。建议优先关注技术成熟度高、政策支持明确的领先企业。建议关注：宝钛股份、中科海讯、海兰信、中国海防、长盈通、东方电缆、深水海纳。风险提示：1）政策落地不及预期；2）技术可靠性风险；3）资源开发不确定性风险。

（证券分析师：苏立赞 证券分析师：许牧 研究助理：高正泰）

推荐个股及其他点评

BOSS 直聘（BZ）：2024Q4 业绩点评：业绩略超预期，看好 2025 年招聘需求回暖

投资要点 24Q4 公司实现营业收入 18.2 亿元，同比增长 15%，超过公司指引区间。经调整净利润 7.2 亿元，同比增长 15%。收入利润均好于彭博一致预期。2025Q1 公司预计总收入将在 19.0-19.2 亿元，同比增长 11.5%至 12.7%，高于彭博一致预期。公司 2024 年回购金额达 2.3 亿美元。招聘需求筑底回升，期待公司 2025 年继续份额提升。得益于品牌知名度提升及日益强大的双边网络效应，2024 年公司在控制市场费用的基础上实现新增认证用户近 4950 万人。2024 年 BOSS 直聘 APP 端平均 MAU 为 5300 万人，同比增长 25%（Q4 MAU 达 5270 万，同比增长 28%）。企业端，截至 2024/12/31 的 12 个月里，付费企业客户总数达 610 万，同比增长 17%，环比增长 2%，企业招聘需求总体企稳，付费率保持稳定，单个客户付费金额 Q4 同比正增长。春节后招聘市场整体延续筑底回升趋势，2 月公司活跃用户数、活跃职位数、新发布职位数等均创历史新高，新增用户 CB 比例好于 2024 年同期。随着更多经济政策出台，以及公司推出更多提效的 AI agent 等，我们期待公司运营指标继续稳健向上，行业份额持续提升。蓝领/低线/小企业收入贡献持续提升，AI 相关岗位招聘需求增长强劲。2024 年蓝领业务在收入中的贡献提升至约 38%，主要受蓝领用户增长驱动，其中制造业增长最快。低线城市用户及超小微企业贡献亦保持提升趋势。此外，deepseek 大幅推动国内 AI 行业前进，行业生态被激活，春节后日均新增职业中 AI 岗位同比超过 60%，原有的相关岗位也展示积极的环比走势。我们看好 2025 年是国内 AI 产业进击的一年，AI 相关岗位的招聘需求有望给公司贡献更多增量。获客效率提高+AI 降本提效，2025 年经调整运营利润有望达 30 亿元。Q4 公司毛利率同比基本持平，调整后销售费用率同比减少 3.5pct，获客效率继续提高；调整后管理费用率同比增加 2.4pct，主要由于员工相关费用增加；调整后研发费用率同比减少 1.7pct，研发费用增长可控。调整后运营利润 6.59 亿元，占收入比 36.1%，同比提升 3pct。调整后净利润 7.22 亿元，占收入比 39.6%，同比持平，部分受到所得税率提升等影响。公司指引 2025 年经调整运营利润有望达 30 亿元，同比增长 30%左右，我们看好公司通过获客效率提高及 AI 降本增效实现利润稳健释放。盈利预测与投资评级：我们将公司 2025-2026 年 Non-GAAP 净利润预测从 32/41 亿元调整至 33/41 亿元，新增 2027 年预测

48 亿元, 对应 2025-2027 年 PE 为 19/16/13x, 我们看好公司长期发展, 维持“买入”评级。 风险提示: 经济恢复不及预期, 企业数增长或付费不及预期

(证券分析师: 张良卫 证券分析师: 郭若娜)

零跑汽车 (09863.HK): 2024 年业绩公告点评: Q4 单季度盈利转正, 新车表现超预期

投资要点 公司公告: 公司 2024Q4 收入为 134.55 亿元, 同环比分别为+154.9%/+36.5%; 单季度权益持有人应占净利润为 0.8 亿元(2023Q4 为-9.5 亿元, 2024Q3 为-6.9 亿元)。经调整净盈利 2.1 亿元(2023Q4 为-7.9 亿元, 2024Q3 为-5.4 亿元)。 2024Q4 单季度业绩转正。1) Q4 公司销量环比大幅增长下公司营收同环比大幅增长。公司 Q4 实现销量 12.1 万辆, 同环比分别+118.4%/+44.1%。由于 T03 Q4 销量占比环比+2pct, 公司整体 ASP 环比-5.3%至 11.1 万元。2) Q4 毛利率表现超我们预期。公司 Q4 单季度毛利率为 13.3%, 同环比分别+6.6/+5.2pct, 规模效应&持续推动自研降本管理影响下毛利率表现超我们预期。3) 费用率同环比改善显著。公司 Q4 销售/管理/研发费用率分别为 5.1%/2.7%/6.7%, 同比分别-5.0/-2.0/-5.1pct, 环比分别-0.5/-0.7/-1.2pct。渠道方面, 截至 2024 年 12 月底公司销售渠道覆盖 264 个城市, 包括销售门店 695 家, 服务门店 427 家。2024 年渠道盈利率超过 80%。4) 出海方面: 截至 2024 年 12 月底已出口 13,726 台至海外, 已建立 400 家兼具销售服务功能的网点, 其中欧洲超过 350 家。2025 年公司规划形成 550 家以上的海外渠道规模。2024 年应占联营公司净利润为 0.4 亿元, 我们用此数据近似计算可得海外车型单车盈利约为 0.3 万元/辆。5) 最终公司 Q4 单季度盈利转正, 单车盈利 0.2 万元/辆。 B10 订单表现超预期, 新车周期强势。3 月 10 日零跑 B10 上市, 非激光雷达版本预售价分别 10.98/11.98/12.98 万元, 激光雷达版定价 12.98/13.98 万元, 主打高性价比智能纯电市场。48 小时订单破 31688 台。智能化是与竞品相比核心差异化的卖点, 激光雷达版本搭载 Leapmotor Pilot 高阶智驾系统, 配备高通骁龙 8650 芯片&1 颗激光雷达, 支持高速 NOA+城市通勤 NOA+HPA。向后展望 C 系列改款/B01/B05 也将分批上市, 新车周期强势。 盈利预测与投资评级: 由于公司新车周期强势, 我们上调公司 2025 年-2026 年归母净利润预期至 2.0/25.4 亿元(原为 1.0/24.1 亿元), 我们预期公司 2027 年归母净利润为 36.3 亿元。考虑公司卡位主流新能源车市场, 在研发/渠道/供应链管理多方面优势明显, 协同 Stellantis 集团出海战略明确; 此外与一汽在新能源汽车领域开展战略合作, 协同发展可期。我们维持“买入”评级。 风险提示: 乘用车价格战超预期, 终端需求恢复低于预期等

(证券分析师: 黄细里 证券分析师: 孟璐)

湘财股份 (600095): 拟合并大智慧, 看好财富管理及金融科技竞争力提升

投资要点 事件: 3 月 16 日, 湘财股份公告拟通过向大智慧全体 A 股换股股东发行 A 股股票的方式换股吸收合并大智慧, 同时拟发行 A 股股票募集配套资金。 公司具有互联网基因, 与大智慧等互联网企业深度合作多年: 2014-2017 年, 湘财证券先后与大智慧、益盟股份、万得信息合作成立互联网证券营业部, 为其转型发展奠定良好基础。2020 年以来, 湘财股份先后收购大智慧成为其第二大股东(持股 14.22%), 并与益盟股份、万得信息、九方财富、邦盛科技及趣链科技等开展深度合作, 将自身网点、客户、产品等资源与对方技术与运营优势相结合, 利用金融科技手段不断丰富服务内容、提升服务品质。经纪与两融业务为公司发展核心, 投资咨询业务稳中有升: 公司作为

以金融科技赋能财富管理业务的代表券商之一，积极推进传统经纪业务转型，并以经纪业务打造自身的核心特色。2015-2024 年湘财证券经纪业务收入占比约 40%。目前，其已陆续推出百宝湘、湘管家、金刚钻等一系列应用软件，并形成了同业领先的 2+3+N 专业交易服务体系，已然逐步形成了独有特色的证券经纪业务发展模式。信用业务方面，湘财证券两融规模基本保持在较高水平，2020-2024 年湘财证券两融利息收入占比约 30%。投资咨询为公司近年来发力重点，公司牵手益盟股份共同推出湘财智盈投顾产品，集软件工具、投顾服务于一身，通过陪伴式服务促进客户的付费转化。与大智慧合并将有助于进一步提高湘财股份财富管理板块的竞争力：大智慧作为金融信息服务商，拥有庞大的线上流量和技术优势，在金融数据、资讯服务等方面具有较强的竞争力。2025 年 1 月大智慧月活数超过 1000 万，合并后湘财股份可进一步通过大智慧实现用户引流，提高交易转化率，以互联网赋能金融提高公司财富管理板块竞争力。近年来，已有不少互联网企业与券商合并，实现规模的快速增长，如东方财富收购西藏同信证券、指南针收购网信证券等，用户规模及经纪业务市占率均快速提升。与西藏同信证券、网信证券较为不同的是，湘财证券的经纪业务具有不错的竞争力，截至 2024 年中期营业网点数 67 家，网点平均营收排名在 20 位左右（2021 年协会排名），此次合并更多的是补足湘财证券在客户触达及大数据板块的短板，进一步提高公司财富管理板块的竞争力。盈利预测与投资评级：考虑到收购事项的不确定性，我们维持此前盈利预测，预计湘财股份 2024-2026 年归母净利润分别为 2.13/2.93/3.70 亿元，对应同比增速分别为 78%/38%/26%。公司当前市值对应 2024-2026 年 PE 分别为 92/67/53 倍。我们看好公司在财富管理、金融科技方向的展业潜力，维持“增持”评级。风险提示：1) 收购事项推进不及预期；2) 权益市场大幅震荡。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：何婷）

禾望电气（603063）：2024 年度报告点评：Q4 盈利逆势提升，25 年大功率产品有望突破

投资要点 公司发布 2024 年度报告，实现营收 37.33 亿元，同比-0.50%；归母净利润 4.41 亿元，同比-12.28%；扣非归母净利润 3.97 亿元，同比-5.76%；24Q4 营收 14.22 亿元，同环比+25.05%/+52.88%；归母净利润 1.87 亿元，同环比+85.86%/+90.04%；扣非归母净利润 1.34 亿元，同环比+31.98%/+34.30%，业绩略超市场预期。事业部改革效果显著、盈利能力逆势提升。24 年公司新能源电控业务实现收入 28.60 亿元，同比-4.79%，毛利率 33.67%，同比+1.96pct，根据我们测算：风电变流器收入约 16 亿、出货 28GW，光伏逆变器收入约 9 亿、出货 8-9GW，储能 PCS 收入约 3.5 亿、出货 5GW。新能源竞争加剧，但公司毛利率逆势提升，原因在于 1) 盈利能力持续提升。9 月公司改革为事业部制，按业绩各部门分配，q4 毛利率环比实现大幅增长、效果显著；2) 凭借技术优势，加强海外市场开拓，24 年公司海外收入 2.59 亿元，同增 123%，占比提升至 7%，毛利率 54%，同比+8.7pct，目前公司已在荷兰、巴西、越南、巴基斯坦等多个基地设立服务点，海外业务占比有望持续提升。大功率技术优势领先、传动业务大有可为。24 年公司工程传动业务实现收入 5.62 亿元，同比+16.75%，毛利率 44.46%，同比+0.42pct，主要由于变频器出海及国产化替代，营收和毛利率齐升。公司大功率技术储备强，尤其在 5-20MW 的电源设备竞争优势明显；同时公司与海外龙头企业关系深厚，在 AI 相关电源设备大功率化趋势下 或大有可为。期间费用稳中有降，经营性现金流转正。公司 24 年期间费用 8.80 亿元，同比+2.65%，期间费用率 23.58%，

同比+0.72pct, 其中 24Q4 期间费用 2.99 亿元, 同环比-3.44%/+46.55%, 期间费用率 21.06%, 同环比-6.21/-0.91pct; 24 年经营性净现金流 2.72 亿元, 同比-44.22%, 其中 Q4 经营性现金流实现转正, 达到 3.12 亿元, 同环比-43.62%/+456.92%。 盈利预测与投资评级: 考虑到公司下游 AI 相关大功率电源设备市场广阔, 海外市场不断突破, 我们上调公司 25-26 年归母净利润至 5.9/7.1 亿元 (原值 5.6/6.7 亿元), 新增 27 年归母净利润 8.2 亿元, 同比+34%/+20%/+15%, 对应现价 PE 为 26x、22x、19x, 我们给予 25 年 32xPE, 对应目标价 41.9 元, 维持“买入”评级。 风险提示: 竞争加剧、新产品拓展不及预期等

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 郭亚男)

华润三九 (000999): 2024 年年报点评: 核心业务保持稳健, 持续深入中药产业链条的融合布局

投资要点 事件: 2024 年, 公司实现营收 276.17 亿元 (+11.63%, 较去年同期增长 11.63%, 下同), 归母净利润 33.68 亿元 (+18.05%), 扣非归母净利润 31.18 亿元 (+15.01%); 单 Q4 季度, 公司实现营收 78.76 亿元 (+28.47%), 归母净利润 4.08 亿元 (-9.39%), 扣非归母净利润 3.66 亿元 (-10.27%)。整体符合预期。 CHC 业务稳健增长, 处方药业务态势良好。2024 年, 公司 CHC 业务实现营收 124.82 亿元 (+14.13%), 持续强化感冒、皮肤、胃肠品类组合, 尝试新品孵化, 强化渠道协同。处方药业务实现营收 60.06 亿元 (+15.04%), 其中, 配方颗粒实现恢复性增长, 饮片业务品种中选全国集采。传统国药业务实现营收 52.13 亿元 (+7.33%), 昆中药 1381 表现较好; 昆药集团完成对华润圣火 51%股权的收购, 公司有望做大做强三七口服制剂品类, 提升市场份额。 毛利率有所下滑, 但净利率逐步回升。毛利率方面, CHC 业务毛利率为 60.86% (+0.67pct, 较去年增长 0.67 个百分点, 下同), 处方药业务毛利率为 47.51% (-4.64pct), 传统国药业务毛利率为 64.02% (-7.38pct)。综合上游药材成本端、集采政策及产品结构变动等多方面原因, 公司毛利率下滑至 51.86% (-1.38pct)。但公司盈利能力有所提升, 2024 年销售净利率提升至 13.68% (+0.85pct), 主要系销售费用率下滑至 26.14% (-2.02pct)。 战略并购, 看好华润三九在中药产业链条的融合布局。公司拟收购天士力 28%股份, 目前已获国资委批复同意, 待公司股东大会审议批准后正式实施。交易完成后, 天士力将成为华润三九的控股子公司。天士力在创新研发、智能制造上优势突出, 有望和公司形成较好的互补。 盈利预测与投资评级: 不考虑天士力并表, 考虑到集采等政策的影响, 我们将 2025、2026 年的归母净利润预测由 39.80、44.82 亿元下调至 38.34、44.09 亿元, 2027 年预计为 50.30 亿元, 当前市值对应 PE 为 14/12/11 倍, 公司核心业务稳定, 中药产业链的融合布局带来中长期增长势能, 维持“买入”评级。 风险提示: 产品放量不及预期风险, 政策风险, 市场竞争加剧风险, 并购标的整合进度不及预期风险等。

(证券分析师: 朱国广 证券分析师: 李倩)

老凤祥 (600612): 2024 年业绩快报点评: 金价急涨致公司业绩承压, 期待 25 年迎业绩拐点

投资要点 公司公布 24 年全年业绩快报: 公司 2024 年营收 567.93 亿元, 同比-20.5%; 归母净利 19.5 亿元, 同比-11.95%; 扣非净利 18.03 亿元, 同比-16.34%。 24Q4 金价持续上涨抑制黄金珠宝消费。单季度看, 24Q4 营收 42.11 亿元, 同比-55%; 归母净利 1.7 亿元 (政府补贴同增 0.87 亿元增厚利润), 同比-30%; 扣非归母净利 1.05 亿元, 同比-40%, 主要系金价持续上涨导致黄金珠宝消费受抑制。 24Q4 盈利水平同比有所提升。2024 年公司归母净利率 3.4%、同比+0.3pct,

扣非归母净利率 3.2%、同比+0.2pct；单季度看，24Q4 归母净利率 4.1%、同比+1.5pct，扣非归母净利率 2.5pct、同比提升 0.6pct。2024 年网点开拓受黄金珠宝需求影响略低预期，公司积极推动市场拓展。公司积极提升“藏宝金”“凤祥囍事”主题店的市场布局，升级焕新零售店主题形象，截至 2024 年末，公司共计拥有境内外营销网点达 5838 家，直营店 197 家（含境外直营店 15 家），较 24 年初净+10 家；加盟店 5641 家，较 24 年初净-166 家。金价若区间震荡中，金饰消费需求有望渐出现回补。黄金珠宝品牌目前都处于很悲观的预期，我们认为金价急涨带来的消费需求抑制，会从 25Q2 开始改善，老凤祥 25Q1 和 Q2 基数虽然较高，但整个黄金珠宝板块进入磨底阶段，若金价处于区间震荡中，金饰消费需求有望渐出现回补。盈利预测与投资评级：24 年金价急涨带来的需求抑制在 24H2 反应较为直接，我们预计 25H2 低基数下拐点值得期待。老凤祥品牌作为强现金流、高壁垒品牌，当前估值处于有吸引力的阶段。盈利预测方面，根据公司业绩快报，我们预测 2024 年归母净利 19.5 亿元（原预测值 20.4 亿元），考虑到短期金价上涨对需求的抑制，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润从 22.5/24.6 亿元下调至 21.3/22.8 亿元，最新收盘价对于 2025-2026 年 PE 为 13.4/12.5 倍，因 24 年急涨而被抑制的需求有望在消费者习惯金价后回补，维持“买入”评级。风险提示：金价波动风险，开店不及预期，终端需求不及预期等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：谭志千（离职） 证券分析师：郝越）

尚太科技（001301）：2024 年年报点评：Q4 业绩略超市场预期，盈利持续优于同行

投资要点 Q4 业绩略超市场预期。公司 24 年营收 52.3 亿元，同增 19%，归母净利润 8.4 亿元，同增 16%，毛利率 26%，同减 2pct，归母净利率 16%，同减 0.4pct；其中 24Q4 营收 16.1 亿元，同环比+32%/+5%，归母净利润 2.6 亿元，同环比+68%/+18%，毛利率 27%，同环比-1.9/+2.2pct，扣非归母净利 2.4 亿，同环比+46%/+6%，Q4 其他收益 0.56 亿环比明显增加，主要系政府补助影响。24Q4 负极出货同增 50%、预计 25 年维持 50%增长。公司 24 年负极出货 21.65 万吨，同增 54%，其中 24Q4 负极出货 6.8 万吨，同增 50%，环增 6%。Q2 起动力快充产品起量，带动公司出货及市占率快速提升，24 年年底公司新增 10 万吨产能，当前满产满销，我们预计 Q1 出货超 7 万吨，25 年有望出货 33 万吨，同增 50%。公司新增马来西亚 5 万吨产能规划，我们预计 26H2 有望投产，助力海外客户开拓及长期出货增长。Q4 单位盈利稳中有升、25 年原材料涨价传导后盈利预计可维持。24 年全年负极单价 2.45 万元/吨，单吨净利 0.37 万，其中 Q4 售价约 2.4 万元/吨，环比微降，单吨毛利 0.63 万元，环比提升 8%，单吨净利约 0.38 万元，环比恢复，主要系原材料石油焦价格环比下降，公司盈利显著好于行业平均。25 年石油焦价格上涨，Q1 低硫焦由 2.5k/吨左右上涨至 5.5k/吨左右，近一周石油焦价格已明显回落至 5k/吨以内，公司年末库存 15.6 亿元，其中成品库存 1.7 万吨，库存可覆盖 2-3 个月生产，公司 Q1 单吨净利我们预计可维持 0.3 万左右，Q2 起公司大客户涨价落地，我们预计原材料上涨可基本传导，我们预计 25 年吨净利可维持 0.3 万元+。费用管控良好、存货环比提升。公司 24 年期间费用 3.2 亿元，同增 29%，费用率 6%，同增 0.5pct，其中 Q4 期间费用 1.1 亿元，同环比+40%/+9%，费用率 7%，同环比+0.4/+0.2pct；24 年经营性净现金流-2.8 亿元，同减 32%，其中 Q4 经营性净现金流 2.5 亿元，环比转正，24 年资本开支 8.2 亿元，同增 221%，24Q4 末存货 15.6 亿

元，较 Q3 末上升 17%，较 24 年年初上升 42%。盈利预测与投资评级：考虑公司原材料传导顺利，及快充产品释放市占率快速提升，上调 25-27 年归母净利润为 10.3/14.3/17.5 亿元(原预期 25-26 年 10.2/12.8 亿，新增 27 年业绩预期)，同比+22%/+39%/+23%，对应 14/10/8 倍 PE，给予 25 年 20 倍 pe，目标价 78.8 元，维持“买入”评级。风险提示：下游需求不及预期，原材料价格波动，市场竞争加剧。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕

证券分析师：岳斯瑶)

宁德时代 (300750)：2024 年年报点评：业绩亮眼，25 年高景气度可期

投资要点 24Q4 利润处于预告中值，符合预期，持续分红。24 年收入 3620 亿，同比-10%；归母净利润 507 亿，同比+15%；扣非归母净利润 450 亿，同比+12%。24Q4 收入 1030 亿，同环比-3%/+12%，归母净利润 147 亿，同环比+14%/+12%，扣非归母净利润 128 亿，同环比-2%/+6%；毛利率 15%，归母净利率 14.3%，同环比+2pct/+0.1pct。24 年度及特别分红合计 200 亿，叠加前三季度 54 亿分红，合计分红率 50%、股息率 2.2%。亮点如下：1) Q4 动力出货亮眼，储能途产品增加影响确收：24 年动储合计出货量 474gwh，同比+22%，其中动力 381gwh，同比+19%，三元占比近 60%，全球份额维持 37.9%；储能 93gwh，同比+35%，全球份额维持 36.5%。24Q4 出货量预计约 145gwh，同环比+21%/+18%，其中动力预计为 124gwh，同环比+25%/+30%，储能 22gwh，同环比+5%/-20%，主要为项目确收周期影响。2) 扩产提速，25 年预计 30%+增长：24 年产量 516gwh，同比增 33%，库存 106gwh，同比增 51%，其中大部分为发出商品，将在 25H1 确收。产能方面，24 年产能 676gwh，同比增 22%，24 年底在建 219gwh，扩产有所提速。展望 25 年，国内动力高景气+海外储能亮眼，我们预计公司销量有望达到 650gwh，增长 35%+。3) Q4 产品均价微降，25 年结构优化价格稳定：24 年动力电池均价 0.75 元/wh (含税)，同比-25%，其中 Q4 预计为 0.7 元/wh，环比-6%，基本稳定，且价格远好于同行。24 年储能均价 0.7 元/wh，同比-29%，其中 Q4 预计为 0.64 元/wh，较 24H1 价格基本调整到位。展望 25 年，公司高价产品如神行、麒麟、储能系统占比进一步提升，我们预计总体均价维持稳定。4) 质保金计入成本影响 Q4 毛利率，实际毛利率预计 25%+：Q4 公司毛利率 15%，环比-16pct，由于 24 年质保金从销售费用中转出，计入成本。24 年预计负债中质保金增加 107 亿，若加回预计 Q4 毛利率为 27%左右，环比下降 2pct，主要由于 Q4 动力占比总出货提高，另外 12 月起出口退税下调预计影响毛利率 0.5pct。24 年全年公司毛利率 24.4%，同口径下提升 5pct，其中动力毛利率 24%，同比+6pct，储能毛利率 27%，同比+8pct。单位利润看，24 年动储单 wh 利润为 0.1 元/wh，25 年我们预计维持稳定。5) 海外收入占比微降，26 年海外爆发大年：24 年公司海外收入 1103 亿，同比-16%，占收入比重 30%，同比-2pct，主要由于欧洲需求放缓。但欧洲长期电动化趋势不变，且公司预计匈牙利一期 25 年投产，26 年贡献增量，叠加美国 26 年技术授权产能释放，我们预计 26 年海外收入占比将提升。盈利方面，24 年海外毛利率 29.5%，同比提升 8pct，较国内的高 7pct，差距扩大。6) 锂电材料和矿产业绩下降，其他业务稳健增长：锂电材料及回收 24 年收入 287 亿，同比-15%，毛利率 10.5%，同比-1pct，季度平稳。矿产资源 24 年收入 55 亿，同比-29%，毛利率 8.5%，同比-11pct。24 年其他业务收入 175 亿，同比+21%，毛利率 52%，同比+5pct，稳健增长。7) 存货增加为 25 年高景气度备货，预计负债再提高，Q4 其他收益有

所增加: Q4 末存货 598 亿, 较年初增加 32%, 主要为发出商品; Q4 末预计负债为 719 亿, 较年初增 203 亿, 其中质保金 107 亿, 返利 96 亿。Q4 经营性净现金流 295 亿, 全年为 970 亿, 同比增 4%; Q4 资本开支 99 亿, 环增 34%, 全年资本开支 311 亿, 同降 7%。24 年期间费率 7.7%, 同口径下增加 1.5pct, 系研发费用增加。Q4 其他收益 32 亿, 环+137%, Q4 减值损失 17.5 亿, 环比大幅下降。盈利预测与投资评级: 我们基本维持公司 25-26 年归母净利润 661/802 亿元的预期, 给予 27 年归母净利润 966 亿元的预期, 25-27 年同增 30%/21%/20%, 对应 PE 为 17/14/12x, 考虑到公司为全球动力电池龙头, 我们给予 25 年 28x PE, 对应目标价 421 元, 维持“买入”评级。风险提示: 电动车销量不及预期, 原材料价格波动, 竞争加剧超预期。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 阮巧燕

证券分析师: 朱家佟)

理想汽车-W (02015.HK): 2024Q4 季报点评: Q4 业绩符合预期, 持续扩容产品矩阵, 进阶高阶智驾能力

投资要点 公告要点: 理想汽车 2024Q4 实现营收 442.7 亿元, 同环比分别+6.1%/+3.3%, 其中车辆销售收入 426.4 亿元, 同环比分别 5.6%/+3.2%, 归母净利润 35.2 亿元, 同环比分别-37.7%/+25.2%, Q4 毛利率实现 20.3%, 同环比分别-3.2/-1.2pct。2024 全年, 理想汽车实现营收 1444.6 亿元, 同比+16.6%, 其中车辆销售收入 1385.4 亿元, 同比+15.2%。

公司净利润/研发等费用好于我们预期, ASP/毛利率略低于我们预期。盈利能力方面, 2024Q4 公司毛利率 20.3%, 同环比-3.2/-1.2pct, 其中汽车毛利率 19.7%, 同环比-3.0/-1.3pct, 主要系不同产品组合及定价策略变化, 环比微降主要系金融贴息和购买承诺损失。费用率方面, 公司费用控制得当, 2024Q4 研发费用率 5.4%, 同环比-2.9/-0.6pct, 销售、行政及一般费用率 6.9%, 同环比-0.9/-0.9pct。单车口径方面, 金融贴息导致售价微降, 2024Q4 理想交付新车 15.9 万辆, 单车收入 27 万元, 同环比-12.3%/-0.6%, 单车毛利 5.3 万元, 同环比-24.1%/-6.6%。展望 2025Q1, 理想预计交付新车 8.8~9.3 万辆, 同比增长 9.5%~15.7%; 收入预计 234~247 亿元, 同比减少 8.7%至 3.5%。

展望 2025 年, 公司两款纯电 SUV 落地丰富产品矩阵, 同步进阶高阶自动驾驶能力。新车维度, 公司拟于 7 月发布理想 i8, 于 2025H2 推出理想 i6。其中理想 i8 定位 6 座中大型纯电 SUV, 内饰延续家族式设计, 搭载双联屏、AR-HUD 抬头显示等智能化配置。智驾维度, 公司同步跟进下一代智驾模型, VLA 智驾大模型将同步 i8 于 7 月发布。补能方面, 理想加快布局超充站, 目标推出首款纯电动 SUV 理想 i8 时拥有 2500 个超级充电站, 计划到 2025 年底扩展到 4000 个站点。

盈利预测与投资评级: 由于公司车型结构性调整及 AI 战略转型投入, 我们下调公司 2025~2026 年营业收入预期分别为 1729/2366 亿元 (原值为 1918/2507 亿元), 同比分别+20%/+37%, 新增 2027 年营业收入预期 2751 亿元, 同比+16%; 下调 2025~2026 年归母净利润预期为 94/145 亿元 (原值为 103/153 亿元), 分别同比+17%/+54%, 新增 2027 年归母净利润预期 175 亿元, 同比+21%; 对应 2025~2027 年 EPS 为 4.4/6.8/8.2 元, 对应 PE 为 24/15/13 倍, 维持公司“买入”评级。

风险提示: 行业价格战持续演绎; 高阶智驾发展节奏低于预期。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 黄细里)

湖南裕能 (301358): 2024 年年报点评: Q4 业绩符合预期, 25Q1 起涨价落地拐点将至

投资要点 Q4 业绩符合市场预期。公司 24 年营收 226 亿元, 同减

45%，归母净利润 5.9 亿元，同减 62%，毛利率 8%，同增 0.2pct，扣非归母净利 5.7 亿元，同减 62%；其中 24Q4 营收 67.2 亿元，同环比 -4%/+32%，归母净利润 1 亿元，同环比+165%/+2%，毛利率 8%，同环比+4.4/+0.5pct，扣非归母净利 0.9 亿元，同环比+286%/-1%，扣非净利位于预告中值，符合市场预期。24Q4 出货环增 40%，25 年有望维持 30-40% 增长。我们预计公司 24 年铁锂出货 71.1 万吨，同增 40%，其中 24Q4 出货 23.5 万吨，环增 40%，云南新产能爬坡贡献增量，其中 24 年高端产品出货 15.9 万吨，占比 22%，其中 Q4 出货 6.5 万吨，占比提升至 48%，YN-13 产品逐步起量。国内动力和海外大储需求旺盛，叠加高压密产品起量，公司份额持续提升，我们预计 25 年出货 90-100 万吨，同比维持 30-40% 增长，其中高端产品出货占比预计提升至 50%。Q4 单吨盈利环比微降、25 年加工费上涨盈利弹性大。公司 24 年铁锂售价 3.5 万/吨（宁德时代部分以净额法计算），单吨净利 0.08 万，我们测算 Q4 铁锂单吨毛利 0.22 万，环比持平，单吨盈利 0.04 万元，环比下滑，主要系 Q4 未涨价，且计提 1.2 亿资产及信用减值损失，若加回则公司 Q4 单吨 0.08 万。25Q1 第二大客户全型号涨价 0.2-0.3 万元落地，我们预计 25Q1 单吨盈利提升至 0.1-0.2 万元，Q2 第一大客户涨价我们预计落地，单位盈利我们预计进一步提升。25 年我们预计公司高端产品占比有望提升至 40%+，磷矿起量增厚正极单吨利润，25 年单吨利润有望达 0.2-0.25 万元。单吨费用控制良好、经营性现金流转负。公司 24 年期间费用 9 亿元，同减 4%，单吨费用 0.13 万元，同减 32%，其中 Q4 期间费用 2.8 亿元，同环比 +38%/+25%，单吨费用 0.12 万元，环比下降 11%；24 年经营性净现金流 -10.4 亿元，同比转负，其中 Q4 经营性净现金流 -8 亿元；24 年资本开支 13 亿元，同减 51%；24Q4 末存货 28 亿元，较 24Q3 末上升 11%，较年初上升 111%。盈利预测与投资评级：考虑公司下游客户涨价落地节奏，下修 25-27 年归母净利 23/32/40 亿元（原预期 25-26 年预期 25.3/35.4 亿元，新增 27 年盈利预测），对应 PE 为 13/9/8 倍，给予 25 年 20x，对应目标价 60.4 元，维持“买入”评级。风险提示：下游需求不及预期，原材料价格波动，市场竞争加剧。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕
证券分析师：岳斯瑶）

东方财富（300059）：2024 年年报点评：经纪及两融市占率上行显著，基金代销仍受降费影响

事件：公司发布 2024 年年报，①2024 年，营业总收入同比+5%至 116 亿元，归母净利润同比+17%至 96 亿元，归母净资产 807 亿元，较 2023 年末+12%。②2024Q4 单季度，实现营业总收入同比+66%至 43 亿元，归母净利润同比+80%至 36 亿元。③ROE 同比+0.65pct 至 12.59%。投资要点 证券业务：受益于 24Q4 市场红利。2024 年，①手续费及佣金净收入同比+23%至 61 亿元，东财证券股基交易额市占率为 4.14%，同比+0.3pct。②利息净收入同比+7%至 24 亿元，融出资金较 2023 年末+27%至 589 亿元，市占率同比+0.33pct 至 3.14%。③证券投资收益（投资收益+公允价值变动净收益，不包含在营业总收入中）同比+51%至 34 亿元，主要为固收类业务。2024Q4 单季度，①手续费及佣金净收入同比+121%至 26 亿元，西藏地区股基交易额市占率在 2024 年 12 月达历史最高值 5.73%。②利息净收入同比+83%至 9 亿元。基金代销业务：全年仍受降费影响，24Q4 略显弹性。2024 年，金融电子商务服务收入同比-22%至 28 亿元，我们预计公司基金代销业务仍受到基金管理费下降、渠道端费率下滑等因素影响。截至 2024 年末，天天基金权益/非货币基金保有量分别为 3,824/6,114 亿元，同比分别-

5%/+11% (低于市场同比增速+15%/+17%), 市占率同比-1.14pct/-0.17pct 至 5.28%/3.27%。2024Q4 单季度, 基金代销收入同比+21%至 9 亿元 (24Q4 单季度无分类业务收入, 该项单季度参考公司营业收入)。成本端: 各项费用控制较强。2024 年, 公司营业总成本同比-2%至 43 亿元, 其中: ①营业成本同比-8%至 4.96 亿元 (网络技术及信息数据费同比-11%)。②销售费用同比-31%至 3.22 亿元 (技术、咨询服务费和广告宣传费同比减少), 销售费用率同比-1.45pct 至 3%。③研发费用同比+6%至 11 亿元 (研发人员数量同比-10%至 1,868 人), 研发费用率同比+0.09pct 至 10%, 公司持续加码数据基础设施及能力建设、强化 AI 能力发展、夯实科技实力。④管理费用同比+1%至 23 亿元, 管理费用率同比-0.82pct 至 20%。我们继续看好东方财富: ①坐拥东方财富网、天天基金网等头部平台, C 端客户的粘性强且需求多元化。②AI 赋能金融: Choice8.0 版本全线升级, 妙想金融大模型强化复杂金融问题的路径规划能力。③证券业务基于自身流量优势+低佣金策略+平台高效能仍在快速扩张, 经纪及两融市占率持续稳步提升。④尽管基金费改第三阶段箭在弦上, 基金销售环节费用面临下调压力, 但公司基金代销业务仍具有先发优势, 龙头地位稳固。盈利预测与投资评级: 据公司 2024 年经营情况, 我们小幅上调此前盈利预测, 预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 115/135/159 亿元 (25-26 年预测前值为 102/122 亿元), 对应 PE 分别为 31/27/23 倍。我们看好公司不断巩固零售券商龙头地位, 并借助金融 AI 优势重构传统证券业务存量份额, 维持“买入”评级。风险提示: 公募费改幅度超预期; 权益市场大幅波动; 行业竞争加剧。

(证券分析师: 孙婷 证券分析师: 武欣姝)

友邦保险 (01299.HK): 2024 年年报点评: NBV 表现出色同比+18%, 加推 16 亿美元股份回购计划

投资要点 事件: 友邦保险发布 2024 年业绩。1) 全年税后营运利润 66.1 亿美元, 同比+7% (全年增速按固定汇率口径, 下同), 其中 24H2 同比+9.5% (非全年增速按实际汇率口径, 下同); 每股税后营运利润同比+12%。2) 净利润 68.4 亿美元, 同比+84%, 其中 24H2 同比+133%。3) 内含价值 690 亿美元, 同比+4%, 较 24 年中+1.2%; 内含价值营运回报同比+2.0pct 至 14.9%。4) 预计末期每股股息 130.98 港仙, 同比+10%。保费及各地区 NBV: 所有报告分部 NBV 均取得两位数增长。1) 全年年化新保费 (ANP) 86.1 亿美元, 同比+14%。2) 全年 NBV 47.1 亿美元, 同比+18%; 其中 24Q4 单季 NBV 同比+8.4%。3) 中国香港 NBV 同比+23%至 17.6 亿美元, 在集团内占比同比+1.5pct 至 34.8%。其中本地客户、内地访客分别同比+24%、+22%。4) 中国内地 NBV 12.2 亿美元, 同比+20%。我们预计在税优健康险的持续热销下, 中国内地 2025 年 NBV 将继续保持正增长。5) “新马泰”地区延续 NBV 正增长, 分别同比+15%、+10%和+15%。6) 其他地区 NBV 增速大幅提升, 同比+18%。产品结构及价值率: NBV Margin 回暖, 同比+1.9pct 至 54.5%。1) 中国内地 NBV Margin 同比+4.8pct 至 56.1%, 主要得益于销售端由储蓄产品转向税优产品。2) 中国香港 NBV Margin 提升明显, 同比+8.0pct。3) 泰国/新加坡/马来西亚 NBV Margin 分别同比+6.2pct/-16.7pct/持平至 99.5%/50.5%/67.3%。其中友邦泰国在当地传统险、投连险销售上占主导地位; 友邦马来西亚则专注于投连险和健康险的销售。渠道及人力: 银保渠道 NBV 表现亮眼。1) 代理人渠道全年 NBV 同比+16%, 占比 74.0%, NBV Margin 同比+2.1pct 至 67.6%。全年集团 MDRT 会员继续领先同业, 连续第十年蝉联 MDRT 会员最多的公司。在最优秀代理策略引导下, 我们预计 2025 年友邦

MDRT 会员将继续领先市场。2) 24 年代理人主管人数同比+9%; 新入职代理人人数同比+18%, 大部分市场实现新入职人数正增长。3) 伙伴渠道表现更为优秀, 全年 NBV 同比+28%; 其中银保渠道全年 NBV 同比+39%, 中介渠道全年 NBV 同比+21%。投资: 减配固收, 增配权益。1) 固收/权益/不动产/其他占比 71.1%/22.3%/3.3%/3.3%, 分别同比-3.0pct/+4.8pct/-0.1pct/-1.6pct。2) 全年净投资收益率 4.0%, 总投资收益率 4.9%; 分别同比-0.1pct、-0.7pct。资本管理: 原先 120 亿美元回购方案已实施完毕, 公司预计新增 16 亿美元的股份回购计划, 并于 2025 年内完成。首次覆盖, 给予“买入”评级。随着 2024 年中国内地新获批筹建四家新分公司以及中国香港地区强劲的增长, 我们看好友邦保险表现的进一步提升。当前股价对应 1.12x 2025E PEV, 我们认为当前估值偏低, 安全边际高。公司较同业享有估值溢价, 参考可比公司估值区间及公司历史估值区间, 我们给予公司 1.50 x 2025E PEV, 则对应 2025E 合理价值 9.68 美元, 即 75.53 港元。综合绝对估值法(评估价值法)及参考可比公司估值(内含价值倍数), 我们认为公司合理价值区间为 75.53-82.65 港元, 给予“买入”评级。风险提示: 长端利率趋势性下行, 权益市场波动, 新单保费承压。

(证券分析师: 孙婷)

中航高科(600862): 2024 年报点评: 新装备新布局双受益, 复材龙头营收利润稳健增长

事件: 公司发布 2024 年报, 2024 年实现营业收入 50.72 亿元, 同比去年+6.12%; 归母净利润 11.53 亿元, 同比去年+11.75%。投资要点 营收利润双增长, 成本控制和运营效率显著提高: 公司实现营业收入 50.72 亿元, 同比增长 6.12%; 归属于上市公司股东的净利润为 11.53 亿元, 同比增长 11.75%。其中, 航空新材料业务作为公司的主要业务, 实现了营业收入 49.69 亿元, 同比增长 6.37%, 主要得益于航空复合材料原材料产品和刹车制品销售的增长。此外, 航空先进制造技术产业化业务也实现了营业收入 9,587.49 万元, 同比增长 44.87%, 主要源于航空零部件及专用装备业务的增加。公司在成本控制和费用管理方面也取得了成效, 销售费用和管理费用分别同比下降 12.63%和增长 4.59%, 研发费用同比增长 12.74%, 显示出公司在研发方面的持续投入。整体来看, 中航高科在 2024 年保持了良好的盈利能力和业绩增长态势。持续加大自主创新研发投入, 业务和技术上取得显著突破: 2024 年公司加大了自主创新科技投入, 全年研发投入达到 1.97 亿元, 申请受理专利 37 项, 获授权专利 11 项。中航工业复材在关键核心技术攻关方面取得重要进展, 成功完成了某型号预浸料研制, 实现了碳纤维与树脂界面的匹配, 形成了预浸料批量稳定制备技术。同时, 公司在民机材料研制方面取得突破进展, 国产商用航空发动机复合材料研制能力显著提升。优材百慕在民航飞机刹车盘副的国产化替代和高速列车刹车组件的应用推广方面也取得了积极进展, 完成了多个型号国产碳刹车盘副项目的取证工作。此外, 公司在智能装备和专用装备及零部件事业部也进行了业务优化和事业部制改革, 进一步提升了整体运营效率和经营效益。航空复合材料行业面临诸多积极变化, 公司在航空复合材料领域拥有显著的竞争优势: 随着我国制造强国战略的推进, 复合材料作为新材料发展的重点, 在航空、航天、新能源等领域的需求持续增长。同时, 低空经济的兴起, 如 eVTOL、无人机等飞行器的发展, 对高性能复合材料的需求激增。公司在技术研发和创新能力方面处于行业领先地位, 构建了涵盖复合材料“设计—材料—制造—检测”全流程的科研生产技术和服务体系, 众多竞争优势共同构成了公司在航空复材的核心竞争力。盈利预测与投资评级: 公司

业绩符合市场预期，基于十四五期间军工行业高景气，并考虑公司在碳纤维产业链的核心地位，我们看好公司长期发展，因此基本维持先前对公司 2025-2026 年归母净利润预测，分别为 13.71/16.25 亿元，前值 13.79/16.30 亿元，新增 2027 年预测 17.61 亿元，对应 PE 分别为 26/22/20 倍，维持“买入”评级。 风险提示：1）战略风险；2）宏观经济波动风险；3）行业竞争风险；4）采购与供应链管理风险。

（证券分析师：苏立赞 证券分析师：许牧 研究助理：高正泰）

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>