

2025 年 3 月 14 日 星期五

分析师推荐

【东兴非银】证券行业：学习两会精神，行业监管改革稳步推进（20250314）

事件：3 月 11 日，中国证监会党委召开扩大会议，深入学习贯彻习近平总书记在两会期间的重要讲话精神和全国两会精神，研究部署资本市场贯彻落实具体举措。

点评：会议指出要紧扣防风险、强监管、促高质量发展的工作主线，加快推进新一轮资本市场改革开放，不断筑牢股市健康发展的根基。具体举措包括：

- 1.全力巩固市场回稳向好势头。强化上市公司增强回报投资者的意识和能力，更大力度推动中长期资金入市指导意见及实施方案落实落地，加强战略性力量储备和稳市机制建设，坚决守住风险底线；
- 2.在支持科技创新和新质生产力发展上持续加力。增强制度包容性、适应性，支持优质未盈利科技企业发行上市，稳妥恢复科创板第五套标准适用，尽快推出具有示范意义的典型案例，更好促进科技创新和产业创新融合发展；
- 3.进一步全面深化资本市场改革。以深化投融资综合改革为牵引，全面启动实施新一轮资本市场改革，推动各项改革举措平稳落地，取得可感可及的改革成果；
- 4.坚定扩大资本市场高水平制度型开放。研究制定资本市场对外开放总体规划，稳步拓展跨境互联互通，切实提升境外上市备案质效，进一步提高跨境投融资便利性，更好实现以开放促改革、促发展；
- 5.着力提升监管执法效能；6.加快建设“三个过硬”的监管铁军。

根据上述监管要求，预计年内将有更多政策细则推动中长期资金入市，与存量资金共同助力科技创新和新质生产力发展壮大。企业上市层面或将持续向科创板和北交所倾斜，相关重点项目的上市周期有望显著缩短，上市过程中对于收入、利润和资产的要求可能会进一步放宽。此外，资本市场制度改革和对外开放将持续推进，沪深港通及相关制度可能推出更多创新点，涉及标的范围亦可能进一步扩大，涉及交易和资金跨境流动等层面的制度改革亦可期待。

投资建议：我们看到，自 2024 年新“国九条”发布以来，资本市场进入政策密集期，一系列优化资本市场生态，提升投资者获得感的政策接连落地，特别是在“9.24”国新办发布会后，市场交易活跃度显著提升，“资本市场—上市公司—投资者”间的正循环和正反馈逐步形成。2025 年以来，科技创新成为市场主线，监管层对于科技企业的长期持续支持得到市场的积极反馈，预计伴随后续更多政策的落地实施，资本市场有望呈现更多积极迹象。对于证券行业而言，资本市场环境转暖后，大财富管理、自有资金投资、资产管理、资本中介业务条线业绩均不同程度改善，但股权投资因 IPO 融资规模受

A 股港股市场

指数名称	收盘价	涨跌%
上证指数	3,419.56	1.81
深证成指	10,978.30	2.26
创业板	2,226.72	2.80
中小板	6,815.11	2.12
沪深 300	4,006.56	2.43
香港恒生	23,959.98	2.12
国企指数	8,877.99	2.75

A 股新股日历（本周网上发行新股）

名称	价格	行业	发行日
江南新材	10.54	有色金属	20250310
新亚电缆	7.40	电力设备	20250311
矽电股份	52.28	电子	20250311
浙江华远	4.92	汽车	20250314
胜科纳米	9.08	社会服务	20250314

*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
----	----	----	-----

*价格单位为元/股

数据来源：恒生聚源,东兴证券研究所

限而继续承压。我们认为，在监管层对并购重组、行业资源优化配置的支持力度不断增大的背景下，将部分核心资源向并购重组业务倾斜或将成为券商股权投资业务破局的抓手。除发力并购重组业务外，券商自身亦将受益于并购重组政策支持，并购重组将继续成为券商的年度投资主线之一，部分涉及并购重组或存在并购重组预期的券商或将获得一定的估值溢价。同时，随着证券行业内并购重组的持续推进，行业马太效应有望进一步增强，优质资源的集聚将继续提升头部券商的投资价值。我们建议持续重点关注上市头部券商和证券 ETF 的投资价值。

风险提示：宏观经济下行风险、政策风险、市场风险、流动性风险。

（分析师：刘嘉玮 执业编码：S1480519050001 电话：010-66554043）

【东兴宏观】关税影响不在于通胀，而在于经济是否会衰退（20250314）

主要观点：

能源价格主导通胀回落，季节性通胀回升结束，关税效应尚未显现。

关税影响的重点不在于通胀，而在于经济是否会衰退。

关税的全面化引发市场对经济衰退的担忧。

标普 500 仍处于泡沫（22%），特朗普政策不确定性下降后或有入场机会。

美十债下限维持 3.7~3.9%，上限维持 4.8~5%。

能源价格的下降主导了通胀和核心通胀的回落。住所价格（环比 0.3%）贡献了几乎一半的通胀（0.2%），汽油（-1.0%）和机票价格（4.0%）的下降对冲了部分住所价格的上升，后两项价格与原油价格几乎同步。核心通胀方面，上行的有医疗（0.3%）、二手车（0.9%）、家居（0.4%）、休闲（0.3%）、服装、个人护理和车险。而机票和新车（-0.1%）是主要的下跌分项。

我们在前两次点评中提到“季节性通胀回升较为良性，或持续至 1 月”，可容忍至 2 月。至此，季节性的通胀回升暂告一段落，而关税的影响尚未体现在 2 月物价中。3 月油价趋势性下跌或导致 3 月通胀尚可。

关税影响的重点不在于通胀，而在于经济是否会衰退。1) 不考虑其他政策的跟进，关税导致的通胀是一过性或是价格的永久性抬高，通胀螺旋往往是由后续政策导致，如用于对冲关税负面经济影响的宽松货币财政政策。起到与关税类似价格抬升作用的经济现象有，输入性通胀，供应链短缺（如石油危机）等。2) 关税不仅仅影响进口价格，也会提高美国本土的同业竞品以及互补品的价格。因此，美国本土价格的暴露敞口不能简单的以进口占 GDP 比重衡量。3) 全面关税提高全球关税战争的概率，冲击全球产业链的稳定，降低全球生产效率。部分产品在形成最终商品之前，可能出入多个国家，全球的关税报复将使得部分产品的实际关税成本翻倍。

价格永久性的抬高意味着生产同样一件商品的成本上升，即关税导致了供给侧技术的永久性退步。而技术的负面冲击往往导致经济回落。因此，对关税

的关注点不是当下的通胀，而是以下两个方面，1) 经济实际基本面的衰退风险。关税覆盖的进口商品越多，对经济的负面冲击越大，引发全球关税战争的概率越大。这也是当市场意识到特朗普的关税政策是全面关税时，资本市场开始回撤的主要原因。根据季节性特征，美国经济和通胀往往在上半年较为温和，关税冲击可能会加剧“温和”的表现。2) 对冲的宽松政策是否过度，过度则引发通胀趋势性上升。例如 70 年代的石油危机时期，美国用扩张性财政货币政策以保证实际需求不受原油价格上升的影响。

美国十年期国债利率上限维持 4.85~5%，下限维持 3.7-3.9%。短期内美十债利率再次逼近 5% 的概率不大，目前美十债利率已计入部分经济回落，下限维持在 3.7-3.9% 附近。

美股仍处于泡沫。我们在 2 月 16 日的总量双周报中转变了对美股短期的看法。特朗普政府政策的不确定性导致了资本市场的避险情绪，也会对企业实体投资意愿不利。目前，特朗普政府的政策主要集中于对外的全面关税（影响产业链稳定）、对内裁减联邦雇员（削弱国内需求），其竞选内容中的削减监管和减税尚未落地。政策的不确定性决定美股的短期走向。长期方面，目前，标普 500 超出长期趋势仍有 22%，但尚未观察到流动性出现紧缩，暂不改变对美股的长期看法（中性略偏积极）。（图 13、14）

风险提示：海外地缘政治风险上升。

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

重要公司资讯

1、张江高科：公司公告，2024 年度公司实现营业总收入 19.76 亿元，较上年同期减少 2.44%；实现营业利润 12.14 亿元，较上年同期减少 9.94%；实现利润总额 12.62 亿元，较上年同期减少 3.80%；归属于上市公司股东的净利润 9.71 亿元，同比增长 2.44%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 9.14 亿元，较上年同期减少 4.13%。（资料来源：同花顺 iFind）

2、格力电器：董明珠健康家北京首店在北京市通州区开业，董事长董明珠来到现场，并进行了直播。据悉，与此前以空调为主的格力专卖店不同，董明珠健康家更加突出格力电器全品类优势，增加了包括厨房小家电、冰箱、洗衣机等家电品类。对于开店节奏，格力电器市场总监朱磊对记者表示：“公司计划在全国开设 10000 家董明珠健康家，今年的目标是开设 3000 家。其中，第一批次主要开设 300 平方米至 500 平方米的店面，争取每天都有新的店，包括老店换新和新店开设。另外，也不局限在一线城市，只要开店的条件具备，成熟一家开一家。”关于记者提出的“董明珠健康家”是否会削弱“格力”本身品牌这一问题，朱磊明确表示“削弱不了”。（证券日报）（资料来源：财联社、同花顺 iFind）

3、**汉邦高科**：公司公告称，拟以发行股份方式，购买深圳高灯持有的安徽驿路微行科技有限公司 51%股权，并募集配套资金。公司股票自 2025 年 3 月 14 日开市时起开始停牌。本次交易的标的公司为安徽驿路微行科技有限公司，成立于 2017 年 8 月，注册资本为 1 亿元，此次公告暂未披露其财务数据。记者注意到，驿路微行实际上是出行小程序 ETC 助手的运营主体，是全国首个实现“ETC 线上申办—绑定微信支付—通行后免密扣款—下发行程单及电子发票”闭环的产品，为车主提供 ETC 申办、ETC 充值、ETC 开票等服务。（资料来源：财联社、同花顺 iFind）

4、**阿里巴巴**：阿里巴巴推出 AI 旗舰应用——新夸克。全新夸克基于阿里通义领先的推理及多模态大模型，全面升级为无边界的“AI 超级框”。作为“AI 全能助手”，可以直接在“AI 超级框”输入指令，夸克智能中枢系统将自动识别意图并进行深度思考、规划和完成 AI 搜索、AI 写作、AI 生图、AI PPT、学术研究、AI 搜题、AI 健康问答、旅行计划等，做到不同场景下的问题解答与任务达成。未来，通义系列模型的最新成果都将第一时间接入夸克。（资料来源：证券时报、同花顺 iFind）

5、**赛力斯**：公司发布 2 月产销快报显示，新能源汽车销量 1.78 万辆，同比下降 41.04%。本年累计销量 3.57 万辆，同比减少 46.72%。公告还显示，1-2 月问界 M9 累计销量 18054 辆，累计同比增涨 243.89%，显示出该车型在市场上的强劲增长势头。（资料来源：同花顺 iFind）

经济要闻

- 1、**普京回应俄乌停火协议**：俄罗斯总统普京表示支持有关与乌克兰停火的提议，但细节有待商讨。普京表示，俄罗斯同意停火 30 天，但是目前俄罗斯在库尔斯克一线占有优势，乌军是毫发无伤撤退还是就地放下武器投降，这些问题都需要解决。普京还表示，各方如何监督停火，如何解决很多细节问题都需要进一步讨论。普京称他可能将会就以上问题与特朗普进行交流。（资料来源：央视新闻、同花顺 iFind）
- 2、**纽约期金创历史新高**：3 月 14 日，COMEX 黄金期货价格在早间突破 3000 美元/盎司关口，创下历史新高，报 3001.1 美元/盎司，涨幅 0.33%。与此同时，伦敦现货黄金价格也刷新纪录，报 2990.2 美元/盎司。此次黄金价格重拾涨势的背后，是近期美元指数持续下行、关税扰动下市场避险情绪的升温以及美国公布的 2 月 CPI 数据全线低于预期，市场增强了对美联储未来降息预期等因素，支撑金价再度走高。（资料来源：财联社、同花顺 iFind）
- 3、**商务部证实已约谈沃尔玛**：商务部新闻发言人何咏前在例行新闻发布会上表示，已关注到沃尔玛要求供应商下调价格的报道，也陆续收到了部

分企业就此问题的反映。商务部相关司局向沃尔玛公司了解了有关情况，沃尔玛公司对相关情况进行了说明。沃尔玛被约谈源于其为转嫁美国关税措施成本，要求中国供应商大幅下调价格。美国彭博社上周援引知情人士的消息称，包括厨具和服装供应商在内的部分中国企业，被沃尔玛要求在每轮关税中降价 10%，以转嫁特朗普政府加征关税的全部成本。但这一要求遭到众多中国供应商抵制。(资料来源：环球时报、同花顺 iFind)

- 4、**中国人民银行党委召开扩大会议：**会议指出，加快完善中央银行制度，健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，优化金融市场、金融服务和金融市场基础设施体系，完善金融法治。有序推进金融服务业和金融市场制度型开放，稳慎扎实推进人民币国际化。积极参与国际金融治理与合作，推进全球宏观政策协调和国际金融规则制定。坚持统筹发展和安全，坚决维护国家金融安全。(资料来源：证券时报、同花顺 iFind)
- 5、**国家金融监督管理总局召开扩大会议：**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。(资料来源：证券时报、同花顺 iFind)
- 6、**工信部表态扩大 5G 规模化应用，加快 6G 研发进程：**工信部党组书记李乐成主持召开干部大会，会议强调，要持续推动信息通信业高质量发展，扩大 5G 规模化应用，加快 6G 研发进程，推动工业互联网创新发展，推进算力中心建设布局优化，创新行业监管方式，强化网络和数据安全保障，加强无线电管理，提升频谱技术创新能力和频谱资源开发利用水平。(资料来源：第一财经、同花顺 iFind)
- 7、**港交所探讨降低港股投资门槛：**近期有消息称香港证券交易所正在探讨降低投资者购买香港部分高价股票门槛的方案，以刺激交易。对此，港交所发言人回复称，“港交所将继续落实各项微结构提升措施，并会在今年下半年推行第一阶段下调股票交易最低上落价位及调整证券市场股份交易收费结构，确保有关收费与交易金额更紧密挂钩。此外，我们正对调整每手交易股数的安排进行初期研究，以确保香港的市场结构与时俱进。港交所将考虑不同方案的优点，并会在稍后进行市场咨询。”(资料来源：财联社、同花顺 iFind)
- 8、**“五篇大文章”行动方案：**上海证券交易所制定形成了《关于进一步做好金融“五篇大文章”的行动方案》。《行动方案》围绕进一步做好金融“五篇大文章”，聚焦服务重大战略、重点领域、薄弱环节，充分发

挥上交所大盘蓝筹集聚、硬科技领先、多产品支撑和精准化服务的功能优势，推动更多要素资源向科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融等领域集聚，助力经济社会高质量发展，提出 16 条具体举措。
(资料来源：上交所、同花顺 iFind)

- 9、**深圳推进以旧换新方案：**深圳发改委、财政局印发《2025 年超长期特别国债资金加力扩围支持消费品以旧换新实施方案》，其中指出按照“市场为主、政府引导，总量控制、重点突出，分类实施、广泛参与”原则，统筹安排好中央向地方直接下达的超长期特别国债资金和市级财政配套资金，聚焦汽车、家电、家装、数码产品消费等领域，从抓紧开展消费品以旧换新工作。到 2025 年底，推动实现汽车以旧换新约 16 万辆、家电产品销售约 320 万件、手机等数码产品购新约 350 万件、家装厨卫物品购置超过 2000 万件、智能家居消费约 170 万件、电动自行车以旧换新约 10 万辆、营运货车和城市公交车更新约 4700 辆，持续释放投资消费潜力。(资料来源：同花顺 iFind)
- 10、**公募基金改革方案细则即将出炉：**记者从业内多方了解到，公募基金改革方案的大致方案已经基本出炉，目前处在优化完善阶段，后续将由证监会正式发布，并征求意见。初稿主要从公募基金考核机制、费率改革、权益产品、合规、代销、企业文化建设等六大方面做出了新规定。其中最重要的当属改革公募基金考核机制，重点强调建立长周期考核机制。对于高管层面，降低规模、排名、收入、利润等指标权重，基金业绩指标的考核权重不低于 50%。对于基金经理的考核，要求三年以上的业绩比例不低于 80%，五年以上的业绩比例不低于 50%。方案还提到了基金公司分类评价指标改革，将盈利客户占比、业绩比较基准对比、权益类产品占比、投研能力评价等纳入评价指标。此外，自购旗下权益产品规模、投资行为稳定性、权益规模增长等指标的加分幅度，可以适当提高到 50%。服务投资者能力的指标不低于 80%。(资料来源：界面新闻、同花顺 iFind)

每日研报**【东兴策略】指数维持慢牛 轮动机会增加（20250312）**

指数维持震荡走势，逐步进入业绩验证期。随着两会行情逐步结束，市场关注点有望重回基本面，两会报告指明了全年的发展方向，各种题材性热点也进一步升温，特别是人工智能和机器人等题材不断发酵，市场的结构性行情愈演愈烈，市场总体成交仍维持较为活跃的态势。但随着两大核心板块不断走高，整体波动性也逐步上升，市场对于低位股补涨的预期也愈发强烈，随着3月下旬开始逐步进入上市公司年报和季报披露期，市场更加关注基本面和业绩，一些题材性个股随着业绩披露会有回调压力，市场整体表现将会更加均衡，市场结构性不会只集中在两大核心热点上，以有色、化工为代表的周期性品种开始逐步走强，红利类个股表现有望重回升势，整体指数表现我们认为将会更加良性。

重视消费和顺周期板块投资机会。消费是我们一直强调看好的方向，两会期间对消费的关注也是逐步加码，我们认为，未来消费政策逐步落地对基本面的影响会逐步显现，现在阶段布局消费正当其时，消费股有较大未来经济恢复的看涨期权价值，下跌空间有限上涨弹性较大，上周开始的白酒脉冲行情已经开始展现出一定的苗头。近期美国政策剧烈波动，美股调整趋势明显加大，随着资金开始外溢，一些顺周期品种供给出清比较彻底，价格开始出现反弹的趋势明显，顺周期品种走出底部的迹象开始显现，以有色、化工等细分行业涨价为标志，顺周期公司开始引发市场关注，尤其是化工品和小金属价格出现大涨的板块，值得重点关注。

投资建议：市场仍然处于慢牛走势，我们仍然首选大科技核心板块，从风格上，更倾向于从极端结构向均衡结构配置，消费和顺周期品种可以逐步增配，在即将到来的业绩公布期，兼顾基本面，回避绩差公司，虽然宏大叙事想象空间巨大，但最终的产业格局尚未确定，未来注定大部分个股会回归其内在价值，在目前阶段，机器人板块由于大部分是汽车零部件或者机械公司转型，原有业绩和估值整体比较健康，更容易获得市场认可，人工智能板块估值偏高，业绩兑现不确定性仍然较高。同时，可以积极关注低位顺周期品种，尤其是涨价概念。

风险提示：经济数据大幅低于预期，外部环境恶化。

（分析师：林阳 执业编码：S1480524080001 电话：021-65465572）

【东兴宏观】美国就业市场总量尚可，但较为脆弱——美国就业数据梳理（20250310）

本文梳理了美国就业市场的相关数据以及与之关联的宏观指标。疫情周期中，各行业之间的同步性被打乱，非农数据的重要性有所增加。总体来说，就业市场数据较为滞后。4周累计初请以及PMI中的就业分项数据相对略微领先。

美国劳动力市场总量尚可，供需紧张程度和流动性均已低于疫情前高点，整体较为脆弱。在职薪资增速尚可，但工作时长持续下降，兼职占比上升。实际薪资同比仍处于周期的较高位置，是支撑消费的主要来源之一。

就业市场同步性较差。1) 扣除非周期行业的政府和医疗后的非农数据与总非农新增仍保持较大差异。2) 不同于总劳动参与率, 低文凭群里劳动参与率趋势性上升, 已高于疫情之前, 表明低技能岗位相对高技能岗位的需求相对较高, 即就业质量有所下降。3) 周期性行业有止跌缓和的迹象, 但趋势性回暖尚不明显。

特朗普当选后, 边境入境人数降幅超 50%以上。

特朗普政府对联邦政府开支的审查和联邦雇员的裁减对宏观经济, 特别对就业市场而言, 属于外生负面冲击。虽然对联邦雇员的裁减暂时不会反映在近期就业中, 联邦政府雇员占非农也较小, 被解雇的公务员暂时不会被计入非农失业数据中。但联邦政府不计入非农政府分类的合同工是正式员工的 3 倍以上, 并且对联邦财政支出的审查可能对小部分联邦承包商、NGO 以及大学等机构的就业, 产生即刻影响。叠加针对加拿大和墨西哥的 25%关税, 增加了经济的不确定性, 或对经济产生小幅短期压力。

与就业相关的宏观数据近期表现不佳。制造业 PMI 回升主要来自供应商支付以及物价上升, 就业、库存、新订单等并未同步回暖。需求方面, 密西根 1 年期和 5 年期通胀预期均有上扬, 消费者信心指数也有回落。劳动力市场本身流动性下降, 叠加特朗普改革的政策进行中又有反复, 而美国经济的前低后高的特征导致年初经济往往较为温和, 综合来看, 至少短期内对经济活动产生波动影响不可避免。

风险提示: 美国通胀上行, 经济衰退。

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

【东兴食品饮料】促消费仍是经济工作主要抓手, 关注食品饮料底部机会 (20250311)

在今年政府工作报告中, 2025 年要大力提振消费、提高投资效益, 全方位扩大国内需求等政策方向成为今年政策的重心之一。政策的乐观表态为后续消费复苏奠定了基础, 建议关注食品饮料底部机会。

今年政府工作报告提出, 促进消费和投资更好结合, 加快补上内需特别是消费短板, 使内需成为拉动经济增长的主动力和稳定锚。政策围绕制定提升消费能力、增加优质供给、改善消费环境专项措施等三个方向延伸, 释放多样化、差异化消费潜力, 推动消费提质升级。多渠道促进居民增收, 推动中低收入群体增收减负, 完善劳动者工资正常增长机制。同时, 计划安排超长期特别国债 3000 亿元支持消费品以旧换新。

政策的乐观表态为后续消费复苏奠定了坚实基础, 我们认为今年政府工作报告在消费方面的刺激政策全面且到位, 推动收入增长特别是中低收入群体的减负, 对基础消费有较为显著的作用。改善消费环境的措施对于改善居民消费预期有较大的帮助。同时直接部署消费基金落实消费补贴也将对消费形成直接的促进。

虽然从基本面角度食品饮料整体消费环境仍处于低迷状态, 但是随着刺激政策的不断落地经济复苏趋势确定, 食品饮料消费有望追随经济复苏而复苏。建议关注宏观数据向好和政策催化下的顺周期板块消费复苏机会, 继续推荐贵州茅台、盐津铺子、涪陵榨菜等标的。

市场回顾：上周食品饮料各子行业中，周涨跌幅依次为：其他食品 1.99%，其他酒类 1.01%，肉制品 0.80%，调味发酵品 0.13%，啤酒-0.07%，白酒Ⅲ-0.17%，黄酒（长江）-0.67%，软饮料-0.99%，乳品-5.17%。

上周酒类行业公司中，涨幅前四的公司为：华润啤酒 7.63%，威龙股份 5.99%，百威亚太 5.88%，古井贡酒 4.97%；表现后五位的公司为：金种子酒-2.36%，舍得酒业-2.75%，酒鬼酒-3.22%，兰州黄河-4.89%，皇台酒业-5.35%。

港股市场回顾：上周港股必需性消费指数 1.14%，其中关键公司涨跌幅为：康师傅控股 12.90%，颐海国际 8.04%，农夫山泉 7.64%，华润啤酒 7.63%，百威亚太 5.88%，中国旺旺 3.84%，中国飞鹤 3.74%，周黑鸭 2.20%。

风险提示：宏观经济复苏不及预期，行业需求复苏不及预期，食品安全问题等。

（分析师：孟斯硕 执业编码：S1480520070004 电话：010-66554041 分析师：王洁婷 执业编码：S1480520070003 电话：021-25102900）

【东兴交通运输仓储】京东物流（02618.HK）：规模效应逐步显现，盈利能力显著提升（20250311）

事件：2024 年京东物流实现营收 1828.37 亿元，同比增长 9.7%，实现净利润 70.88 亿，同比增长 507.2%，实现归母净利润 61.98 亿元；实现调整后净利润 79.17 亿元，同比增长 186.8%。24 年 Q4，公司实现调整后净利润 22.26 亿元，同比增长 23.4%。

内外部客户收入皆稳健增长，外部客户收入占比稳定在 70%左右：公司 2024 年营收同比增长 9.7%，其中来自京东集团收入 550.6 亿，同比增长 10.0%，来自外部客户的收入 1277.8 亿，同比增长 9.6%。外部客户收入占比 69.9%，与去年同期基本持平。

外部客户中，一体化供应链客户的收入为 322.9 亿元，同比增长 2.8%，其中客户数量由去年同期的 7.47 万名提升至报告期的 8.07 万名，而单客户平均收入略降 4.8%，由 42.0 万元降至 40.0 万元；外部客户中其他客户的收入为 954.8 亿元，同比增长 12.1%，其中控股的德邦物流营收 403.8 亿元，增长 11.3%。

规模效应逐步显现，业绩超预期增长：24 年公司营业成本同比增加 6.6%至 1641 亿元，成本收入比由 23 年的 92.4%同比下降 2.6 个百分点至 24 年的 89.8%。公司表示，24 年营业成本占收入百分比同比减少主要归因于：1.产品及网络结构的优化；2.技术驱动带来的运营效率提升；3.精细化管控带来的资源使用效率提升。除此之外我们认为，随着公司业务量增长，产能利用率持续提升，规模效应摊薄了单位成本，也带动公司毛利率持续提升，

24 年公司各项营业成本中，员工薪酬同比增长 11.2%至 615 亿元，主要系员工人数提升；外包成本由 603 亿元增长至 633 亿元，同比增长约 5%；租金成本 128 亿元，较上年同期基本持平；折旧摊销由 39 亿增长至

42 亿，同比增长约 8%；其他营业成本由 216 亿提升至 222 亿，同比增长不到 3%。可以看到，除了员工薪酬增速略超过营收增速，其他成本项目增速都低于营收的增速。

得益于规模效应带来的成本摊薄以及精细化管理带来的效率提升，公司 24 年毛利由 23 年的 127 亿增长至 187 亿，毛利率由 7.6% 提升至 10.2%，并带动了公司净利润显著增长。

接入淘宝天猫，进一步拓宽客源：2024 年 10 月公司接入淘宝天猫平台。公司在库存管理体系上具备的较大优势，接入淘天平台有助于公司进一步拓宽客户来源，并充分发挥一体化供应链优势。

公司盈利预测及投资评级：随着规模效应的逐步释放，我们预计公司业绩未来几年还将处于增长期。预测公司 25-27 年归母净利润（标准报表口径,非调整后）分别为 66.33 亿、73.58 亿和 79.40 亿，维持“推荐”评级。

风险提示：外部客户拓展不及预期、行业政策出现重大变化、资本开支超预期、京东商城 GMV 增速不及预期等。

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

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不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。