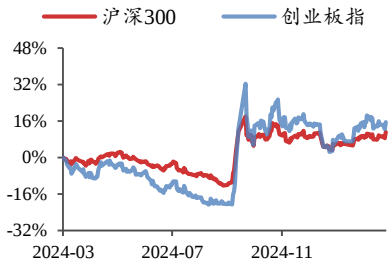


2025 年 03 月 17 日

开源晨会 0317

——晨会纪要

沪深 300 及创业板指数近 1 年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
食品饮料	5.413
非银金融	3.972
商贸零售	3.180
汽车	2.909
社会服务	2.868

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
钢铁	-0.516
煤炭	-0.117
国防军工	0.129
公用事业	0.504
石油石化	0.617

数据来源：聚源

吴梦迪（分析师）

wumengdi@kysec.cn

证书编号：S0790521070001

观点精粹

总量视角

- 【宏观经济】关注两会后扩内需政策落地——宏观周报-20250316
- 【宏观经济】债务置换下的社融“新范式”——宏观经济点评-20250316
- 【策略】再论消费的预期差——投资策略专题-20250314
- 【固定收益】2025 年二季度经济走势与市场风格切换——固收专题-20250316
- 【固定收益】2024 年“利差高和边际改善”区域——固收专题-20250314
- 【固定收益】债券收益率上行动力：估值重估——固收专题-20250313

行业公司

- 【中小盘】G6、G9 双改款发布，小鹏 2025 年新车周期启动——中小盘周报-20250316
- 【化工】杀虫剂价格率先上涨，需求旺季到来有望推动农药产品景气向上——行业周报-20250316
- 【医药】行业趋势：为什么强生、艾伯维、礼来、赛诺菲等大厂纷纷布局下一代自免口服药——行业周报-20250316
- 【非银金融】市场热点扩散，重视非银板块机会——行业周报-20250316
- 【化工】草甘膦行业反内卷专题会议召开，关注农药行业供给自律，库存去化+用药旺季助力行业盈利修复——行业点评报告-20250316
- 【商贸零售】爱美客收购韩国 REGEN，开启全球化布局新篇章——行业周报-20250316
- 【农林牧渔】近期东北等地区二育陆续进场，持续关注二育对价格的托底支撑——行业周报-20250316
- 【地产建筑】深圳公积金新政出台，多举措支持住房需求释放——行业点评报告-20250316
- 【非银金融】指数化投资趋势延续，券商阵营和蚂蚁增速领跑——2024H2 基金销售渠道数据点评-20250316
- 【煤炭开采】产地及进口煤存减量可能，否极泰来重视煤炭配置价值——行业周报-20250316
- 【食品饮料】底部区间板块回暖，生育补贴政策催化显著——行业周报-20250316
- 【计算机】持续布局 AI 产业趋势——行业周报-20250316
- 【通信】GTC 大会召开在即，关注 CPO、液冷、服务器电源等板块——行业周报-20250316
- 【电子】GB300 猜想二：功耗提升催化超级电容在 AI 服务器中的应用大趋势——20250316
- 【银行】红利价值扩散与布局复苏脉络——行业点评报告-20250315
- 【电力设备与新能源】欧洲新能源汽车系列 3：2024 年欧洲电动车销量复盘——行业深度报告-20250314

研报摘要

总量研究

【宏观经济】关注两会后扩内需政策落地——宏观周报-20250316

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 沈美辰（分析师）证书编号：S0790524110002

国内宏观政策：两会后关注提振消费政策落地

过去两周（3月1日-3月14日）国内宏观主要聚焦以下几个方面：

经济增长方面，政府工作报告提出2025年发展主要预期目标及2025年经济重点工作，政策取向延续“稳中求进”，强调“实施更加积极有为的宏观政策”，新增“根据形势变化动态调整政策”；总书记参加江苏代表团审议时强调，科技创新和产业创新是发展新质生产力的基本路径，以及经济大省要挑大梁、在落实国家重大发展战略上应有更大的担当。

基建与产业方面，政策聚焦政府工作报告中对发展新质生产力的工作要求，以及两会经济主题记者会上发改委主任郑栅洁对产业政策的部署等。国家发展改革委主任表示，将设立国家创业投资引导基金。引导基金将聚焦人工智能、量子科技、未来能源、生物医药等前沿领域，通过市场化方式投资种子期、初创期企业。

货币方面，关注央行对货币政策的表述。央行行长潘功胜表示，在总量上，货币政策取向是一种对状态的表述。今年将根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机降准降息；以及将创新推出债券市场的“科技板”。此外，央行党委召开扩大会议再次强调，择机降准降息。

财政方面，2025年赤字率4%，赤字规模5.66万亿元，拟发行超长期特别国债1.3万亿元、特别国债5000亿元，地方政府专项债券4.4万亿元（一般赤字+专项债+特别国债共有2.9万亿增量资金）。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》。财政部2025年预算报告显示，预算更侧重保地方政府的收入，中央持续向地方倾斜，为应对内外部可能出现的不确定因素，中央财政还预留了充足的储备工具和政策空间。

消费政策方面，《提振消费专项行动方案》将很快发布实施、将新增实施两项消费类贷款贴息政策、要求金融机构发展消费金融、以及将扩大“换新”补贴的品类范围，包括家电从“8+N”类增加到“12+N”类，增设手机、平板、智能手表（手环）“购新补贴”等。

金融监管方面，国务院办公厅印发《关于做好金融“五篇大文章”的指导意见》。意见提出，科学设计、精准实施再贷款等结构性货币政策工具；深化资本市场投资端改革，壮大权益类公募基金、保险资金、各类养老金等长期投资力量；加大对突破关键核心技术的科技型企业的股权融资支持力度等。

贸易方面，政策聚焦我国贸易反制措施以及下一步外贸增量的增长点。我国关税税则委员会出台对美国部分进口商品、加拿大部分商品加征关税。商务部决定将莱多斯公司等15家美国实体列入出口管制管控名单，并将10家美国企业列入不可靠实体清单。商务部部长表示我国下一步拓展外贸增量的一个重要增长点就是创新提升服务贸易。

海外宏观政策：美国将从4月2日起采取对等关税

海外宏观方面，美联储方面对于利率调整仍保持谨慎。美联储主席鲍威尔表示，美联储不需要急于调整利率。

关税政策方面，美国对多国商品加征关税陆续生效，欧盟、巴西、加拿大等经济体提出反制性举措；美国将从4月2日起采取对等关税，同时将对那些采取货币贬值手段的国家征收关税来予以制裁。

此外，美乌会谈达成阶段性进展。美乌发表联合声明。声明称乌克兰愿接受美国提出的30天临时停火。美方

将立即解除情报共享暂停的状态，并为乌方提供安全援助。两国总统同意尽快就乌克兰关键矿产资源开发达成全面协议。

风险提示：国内外货币政策持续分化，国内政策执行力度不及预期。

【宏观经济】债务置换下的社融“新范式”——宏观经济点评-20250316

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 沈美辰（分析师）证书编号：S0790524110002

事件：2月社会融资规模增长2.2万亿元，预期2.65万亿，前值7.1万亿；新增人民币贷款1.01万亿元，预期1.24万亿，前值增加5.13万亿。

信贷：居民信贷同比改善，企业信贷受大规模债务置换扰动

2月信贷增加1.01万亿元，同比少增4400亿元。居民贷款表现好于企业贷款。

1、居民消费贷小幅改善但仍处低位。居民贷款净减少3891亿元，同比少减2016亿元。具体看，居民短贷强于中长贷。短贷减少2741亿，同比少减2127亿，虽强于去年但与过去五年同期均值基本持平。消费贷投放延续低价“促销”下，量相对于2024年有所改善，但仍在低位。按揭贷款表现较为平稳，共减少1150亿元，同比多减112亿元。2月商品房销售成交量价在低基数下同比回升，31大中城市商品房成交面积同比增长32%，百城住宅价格指数同比增长2.73%。按揭贷款同比少增量较上月降低，但居民扩杠杆或仍需更强力政策刺激。

2、债务置换提速拖累企业中长贷。2月新增企业贷款1.04万亿元，同比少增5400亿元（前值多增9200亿）。结构上主要特征为票据“升”中长贷“落”。2月票据融资新增1693亿元，同比多增4460亿，且票据利率在月内呈“低-高-低”的趋势，反映月初和月末银行冲量的需求都有增加。企业信贷少增原因或是化债置换强度仍高、春节扰动以及年后复工节奏偏慢。企业中长贷新增5400亿元，同比少增7500亿元。其一，化债置换贷款加速推进。地方特殊再融资债发行超7800亿，置换企业贷款规模显著高于1月（1月特殊再融资债仅发行1700亿），对企业贷款读数形成拖累。其二，年后基建复工进度弱于季节性。年后高频数据显示，基建开工率处于季节性中低位，且2月专项债发行仍未全面加速，导致项目配套信贷的落地偏慢。企业短贷新增3300亿元，同比少增2000亿元，企业经营活跃度有待提升。3月工业生产开复工提速，叠加两会后专项债、特别国债开始加速发行使用，将拉动融资需求回暖。

社融：再融资债加速发行构成社融主导

2月新增社融22333亿元，同比多增7374亿元，增速小幅升至8.2%。政府债券为社融增量主导，再融资债贡献大过专项债。表内人民币贷款新增6505亿元，同比少增3267亿元。政府债券新增16967亿元，创季节性新高，同比多增10956亿元，且比2020-2024年同期均值多增1.3万亿。一是特殊再融资债大规模发行，共发行7823亿元，较2024年同期多7498亿元。二是专项债相对2024年前置，2月净融资额约为3702亿元，较上年同期多1291亿元。其他分项方面，债券融资年初以来稳步正增长，企业债券融资新增1702亿元，同比多增279亿元。股票融资新增76亿元，总体规模仍偏低。非标融资方面，表外票据在低基数下同比少减，信托贷款、委托贷款均同比少减。剔除政府债的社融存量增速录得5.97%，较上月下降0.14pct。

广义货币：春节错位效应下M2增速持平

2月M1增速回落0.3个百分点至0.1%，M2增速持平7%。M1增速回落略超市场预期，或反映实体部门信心仍待改善。存款结构看，居民存款同比大幅减少，主要受春节错位效应影响，2024年基数较高。企业存款流出8940亿元，同比多增约2.1万亿。非银存款增加2.8万亿，同比多增1.7万亿。财政存款增加12576亿元，同比多增1.6万亿元，并显著高于近5年均值，2月财政资金投放力度弱于季节性。在错位效应、非银存款增加等多重因素影响下，M2增速持平。

相较于新增需求，当前宽信用特征更关乎债务置换。新债置换隐债不会引起社融总量波动，但对信贷扰动较大。向后看，提振需求的必要性较高。一是关注宽货币的节奏和形式，货币政策要为更大不确定性保留空间，4请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

月或是降准降息的窗口期，不排除“结构性”降息的可能。二是政策协同提振消费。金融支持提振消费的通知发布，提到加大个人消费贷款投放力度。体现金融资源向消费领域倾斜的趋势，后续消费贷或有较大增长空间，且更多提振消费行动方案有望推出。

风险提示：政策执行力度不及预期，经济超预期下行。

【策略】再论消费的预期差——投资策略专题-20250314

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002

“科技+消费”全年主线，科技已形成一致预期，消费的预期差尚待挖掘

我们在2024年11月年度策略展望当中明确2025年进入牛市二阶段，强调2025年牛市的主线是“科技+消费”。在2025.2.12发布的春季策略展望中进一步明确：市场主导要素从政策博弈切换到基本面的过程当中，要关注预期差：科技对全要素生产力的提振（AI+是数字化抓手、机器人是物理化抓手）、化债缓解下的消费、成本改善驱动、业绩超预期。当前我们提出的“科技+消费”全年主线已经被市场认可了一半，而另一半“消费”的预期差到底在哪里？

预期差 1：财政即便是弱扩张，社零也有更高弹性

我们发现，社零增速的弹性对财政支出周期非常敏感。许多投资者倾向于认为，消费是显著的后周期品种，往往需要投资或出口有显著的改善之后，消费的提振才慢慢显现。但我们发现一个预期差：社零同比增速与名义GDP增速的轧差可以看做社零的弹性，当财政支出在下行（收紧）周期时，社零的弹性减弱，而当财政支出在上行（扩张）周期时，社零的弹性上行。

随着财政支出周期从2023-2024年的收缩周期进入2025年的（弱）扩张周期，我们预计社零将在2025年有更显著的向上弹性。中央：2025年的财政赤字率预计在4%左右，相较2024年的3%左右有显著的提升，中央财政的支出力度将有明显上行。地方：针对地方隐性债务，从2021年末的“坚持中央不救助原则，做到‘谁家的孩子谁抱’。”转变为将增加地方政府债务限额置换存量隐性债务，且专项债券可用于土地储备和收购存量商品房后，将进一步盘活地方政府及相关平台的投融资能力。

预期差 2：地方债对消费的压制的缓和

促消费政策外，消费复苏还有一个重要预期差：地方债对消费的压制的缓和。我们发现，地方债务对消费存在压制：债务压力越高的省份，社零下行幅度越显著。

化债工作进程开启后，消费将会获得内生性复苏的驱动力。高债务负担省份的社零细分消费项中，拖累最为显著的细分项有望获得更为明显的反弹：金银珠宝、服装鞋帽、汽车、烟酒、化妆品等。

短期关注两会日历效应的“小冲击”，长期持续关注“科技+消费”全年主线

市场的恐高情绪+阶段性获利了结+两会日历效应或将使市场在近期有一个非常短期的盘整。但本轮行情的核心驱动力没有变化，需要坚定牛市第二阶段的判断。

“4”个行业方向：（1）科技成长“AI+、自主可控”：AI+赋能、机器人、半导体、信创、卫星；（2）消费“政策+内生复苏”：服装鞋帽、汽车（包括两轮电动车）、零售、食品、美容护理；（3）成本改善驱动：养殖、航运港口、航空机场、饲料、电力、小金属；（4）出海结构性机会：中欧贸易关系缓和下的预期差（对欧洲出口占比高品种）及小品类出海（如零食等）；

“1”个底仓逻辑：绝对收益思路下的中长期底仓，辅以提高股息优化思路增强底仓收益：沪深300增强、央企红利蓝筹。

风险提示：政策超预期变动；全球流动性及地缘政治风险；定价模型失效。

【固定收益】2025 年二季度经济走势与市场风格切换——固收专题-20250316

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

近期，市场上存在一种普遍预期：2025 年二季度经济将走弱，股市可能回调，债券收益率趋于下行。

我们认为这种预期来源于过去这些年的惯性思维：自 2018 年以来，几乎每年二季度出现经济走弱、股市调整和债券收益率下行的现象，尤其在 2023 和 2024 年表现明显。我们认为这种惯性思维存在一定偏差，因为 2025 年经济背景明显不同，2025 年二季度或经济上行，转债延续上涨，债券收益率上行。

2018 年以来二季度经济下行背景与 2025 年比较

我们可以将 2018 年以来的二季度下行，分为三种情况：

（1）一季度市场预期过高，二季度预期回落，例如 2019 年、2023 年。

2019 年一季度股市大涨，且经济强相关品种、大盘股均大涨；债券收益率 4 月单月上行超过 40bp，表明对经济的超强预期。2023 年一季度是防疫政策变化之后的第一个季度，服务业与消费复苏，供应链与制造业修复，经济预期向好。

2025 年一季度市场对经济预期较弱，债券仍然隐含 20bp 以上降息预期，即不相信经济企稳，前期债券调整仅仅是由于过度强烈的降息预期回吐，也可观察到长短利差是压缩的；股市上涨的主要是与经济无关的品种。既然一季度弱预期，那么二季度预期回落空间有限。

（2）二季度开始执行收缩性政策，例如 2018 年、2021 年、2024 年。

2018 年、2021 年、2024 年均为紧财政、紧信用，目的有所不同，2018 年、2024 年是去杠杆，2021 年是跨周期或者抑制过热风险。紧信用、紧财政的执行都是一季度开始、二季度见效且加码，因此二季度经济明显下行。

2025 年为宽财政、宽信用，目的是扩大内需。同时，由于 2025 年通胀目标的约束性增强，在一季度 CPI 大概率偏弱的环境下，二季度财政、信用政策进一步加力的概率更大。

（3）二季度出现意外事件，例如 2022 年。

2022 年二季度疫情复发，居民和企业正常的生产生活受到影响，供应链中断、消费抑制，经济增速下行。

2025 年特朗普上台，市场担忧中美贸易摩擦。但是我们通过复盘历史结合现状，贸易摩擦影响或许没那么大。复盘 2018-2019 年中美贸易摩擦，美国首次发动贸易摩擦，但对中国出口影响没那么大，中国出口份额是提升的。复盘 1980 年日美贸易战，比现在中美贸易摩擦激烈的多，但是日本出口份额在 1985-1995 年也没有受到太大影响。现在还处于全球制造业周期的上行期，二季度出口回落概率并不大。

2025 年二季度转债或延续上涨，债券收益率上行

我们进一步类比历史上与 2025 年情况类似的年份，2020 年二季度、2009 年二季度，经济强相关的大盘股，均大涨甚至领涨。

2020 年二季度：意外冲击在一季度，且市场对二季度预期不高，且二季度宽信用、宽财政继续，2020 年二季度股市大涨，债券收益率大幅上行。

2009 年二季度：一季度市场预期较弱，市场认为“四万亿”政策刺激力度不够，一季度的股市反弹很多人看二季度要回落；二季度继续宽信用、宽财政，且没有意外冲击，2009 年二季度股市大涨，债券收益率大幅上行。

2025 年与过去几年并不相似（市场预期过强、政策紧缩），更类似 2020、2009 年（开始的市场预期偏弱、政策扩张）。

2025 年二季度转债或继续上涨，且风格或切换为经济强相关的大盘转债领涨，同时二季度债券收益率继续上行。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

【固收】2024 年“利差高和边际改善”区域——固收专题-20250314

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 刘瑞（分析师）证书编号：S0790525010001

区域多维度指标：5 个维度、20 个指标

2025 年开年地方债发行迎来“开门红”，36 个发行主体（31 个省及直辖市，及 5 个计划单列市）普遍获得 AAA 债项评级，但实际利差差异较大，因此我们建立多维度指标来观察区域综合实力，主要分为 5 个维度和 20 个细分指标。

（1）区域经济实力方面，主要包括地区经济发展水平、地区经济发达程度和政府治理水平 3 个维度。其中，地区经济发展水平的细分指标为 GDP、GDP 增速、工业增加值、固定资产投资、固定资产投资增长率；地区经济发达程度的细分指标为第三产业占比、城镇化率、人均可支配收入、人均 GDP；政府治理水平的细分指标为政府经济治理水平、政府财政治理水平、政府债务治理水平。

（2）财政实力及债务管理方面，主要包括财政实力、债务状况 2 个维度。其中，财政实力的细分指标为一般公共预算收入、一般公共预算收入增长率、税收/一般公共预算收入、政府性基金收入、地方综合财力、财政自给率；债务状况的细分指标为债务率和负债率。

2024 年各省市经济实力整体均衡

（1）GDP 指标：广东、江苏、山东、浙江、四川分别为 141634 亿元、137008 亿元、98566 亿元、90131 亿元和 64697 亿元；甘肃、海南、宁夏、青海、西藏分别为 13003 亿元、7936 亿元、5503 亿元、3951 亿元和 2765 亿元。

（2）一般公共预算收入：广东、江苏、浙江、上海、山东分别为 13533 亿元、10038 亿元、8706 亿元、8374 亿元和 7712 亿元；甘肃、海南、宁夏、青海、西藏分别为 1051 亿元、890 亿元、517 亿元、371 亿元和 277 亿元。

（3）债务率：西藏、上海、江苏、北京、四川分别为 42.3%、71.2%、112.5%、122.1%和 125.6%。辽宁、湖南、贵州、重庆和天津等分别为 202.6%、208.7%、208.8%、211.8%和 361.7%。

（4）负债率：上海、江苏、广东、北京、福建分别为 16.9%、20.6%、24.9%、25.2%和 28.2%。甘肃、吉林、天津、贵州和青海分别为 63.9%、69.6%、74.4%、77.4%和 90.5%。

（5）区域维度上，上海、江苏、北京、浙江、陕西、广东、山西、四川、福建、湖北、山东、内蒙古、安徽、河南、湖南等区域综合实力较强。

投资建议：关注信用利差高和边际改善的区域

从区域利差分析，以中债估值与 10 年期国债利率之差衡量区域信用利差。

上海、江苏、北京、浙江等区域信用利差分别为 26BP、27BP、26BP 和 26BP，低于全国平均水平，主要系省份经济和财政实力高，地方债流动性溢价压缩利差至历史低位。

部分区域利差相对偏高，后续利差或存在下行的投资机会，建议关注。比如，历史出现过非标和定融舆情等，但转移支付、专项债分配倾斜下，区域信用修复机制正逐步弥合市场认知差异。

比较 2024 年和 2023 年的边际变化，2024 年部分区域综合实力有所增强。

风险提示：基本面变化超预期，政策变化超预期。

【固定收益】债券收益率上行动力：估值重估——固收专题-20250313

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

国债收益率目标 2.5%，历史水平中性

2025 年 3 月 9 日，我们提出观点，“2025 年 10 年国债收益率上行目标 2.5%”。第一步，资金或偏紧，目标 1.7%-1.8%；第二步，降息预期或完全退潮，目标 1.9%-2.2%；第三步，地产、经济和通胀或确认回升，目标 2.5% 以上。

尽管当前 10 年国债收益率 1.82%，距离目标 2.5%，存在 68BP 上行空间。

我们观察，2021 年至今这一轮债券收益率下行周期，2021 年 1 月 3 日 10 年国债收益率 3.18%，最低下行至 1.60%，累计下行幅度为 158BP。

比较之下，10 年国债收益率目标 2.5%或上行空间 68BP，属于历史合理的水平。

另一方面，我们看到，当前上证指数 3345 点，较 2024 年 9 月底最低 2690 点，上涨幅度达到 24%，且当前位置已经接近 2021 年 1 月 4 日 3503 点，股市过去半年时间实现了明显幅度的上涨。

换言之，股市已经从明显低估回归到中性估值水平，对应的债券或同样可能从 1.8%低位水平回归 2.5%的中性水平。

当前国债收益率继续隐含降息预期

对于国债收益率估值，历史上看，10 年国债收益率为：7 天 OMO 利率或 7 天资金利率+（40-70）BP。

- （1）当前 7 天 OMO 利率为 1.5%，对应 10 年国债收益率 1.9%-2.2%；
- （2）2025 年 3 月至今 DR007 均值为 1.8%，对应 10 年国债收益率 2.2%-2.5%；
- （3）2024 年 12 月至今 DR007 均值为 2.0%，对应 10 年国债收益率 2.4%-2.7%。

不难发现，上述三种情形下，10 年国债收益率的下限至少是 1.9%。

当前 10 年国债收益率 1.8%，按照 7 天 OMO 利率 1.5%反推，债市定价仍然隐含了 25BP 左右的降息预期。当前债市定价逻辑仍然是：当前政策对经济的拉动仍存在不确定性，未来政策需要进一步明显降息。

当前债市需重点关注“资金利率”

资金利率方面，当前隔夜资金利率跌破 1.8%，但资金价格往往月中呈现季节性上行，需要关注 3 月中旬资金利率中枢的变化。

（1）如果隔夜资金利率回落至 1.5%-1.8%，当前短端国债或阶段性下行，长端或阶段性稳定，反映资金利率的回落，但由于 10 年国债收益率合理水平为 1.9-2.2%，之后预计将重新上行。

（2）如果隔夜资金利率维持在 1.8%左右，对应 10 年国债收益率 2.2%-2.5%，即债市或定价“资金贵”，10 年国债收益率继续上行。

（3）如果隔夜资金利率回升至 2.0%，10 年国债收益率上行或加速。

2025 年内国债收益率估值回归 2.5%

我们认为，考虑到当前债市定价逻辑仍然是：政策对经济的拉动或仍存在不确定性，年内降息概率较大，10

年国债收益率 1.8% 隐含 25BP 左右降息预期。

只有认为 2025 年降息幅度超过 25BP，才会判断未来债券收益率进一步下行。

反之，2025 年债券悲观预期需要修正、债券估值回归合理水平，对比股市已经从 2024 年 9 月低点回归至 2023 年初，债券大概率同样会均值回归。

我们维持债市观点：2025 年国债收益率上行“三步走”，债券估值均值回归 2.5% 大概率年内完成。当前处于“第一步资金或偏紧”、“第二步降息预期或完全退潮”的阶段。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

行业公司

【中小盘】G6、G9 双改款发布，小鹏 2025 年新车周期启动——中小盘周报-20250316

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001 | 赵旭杨（分析师）证书编号：S0790523090002 | 徐剑峰（联系人）证书编号：S0790123070014

本周市场表现及要闻：比亚迪确认 3 月 17 日举办超级 e 平台技术发布会

市场表现：本周（指 3 月 10 日至 3 月 14 日，下同）上证综指收于 3373 点，上涨 1.56%；深证成指收于 10844 点，上涨 2.19%；创业板指收于 2205 点，上涨 1.61%。大小盘风格方面，本周大盘指数上涨 1.25%，小盘指数上涨 3.72%。2024 年以来大盘指数累计上涨 15.72%，小盘指数累计上涨 11.79%，小盘/大盘比值为 1.36。巴比食品、三只松鼠、长光华芯本周涨幅居前。

本周要闻：比亚迪确认 3 月 17 日举办超级 e 平台技术发布暨汉 L、唐 L 预售发布会，将推出 1000V 超高压快充；鸿蒙智行问界 M9 2025 款官宣 3 月 20 日见；享界 S9 增程版即将开启预订；17.68 万元起，2025 款小鹏 G6 上市 7 分钟大定突破 5000 台；理想 2025 年将发布两款纯电 SUV，7 月推出 i8/下半年推出 i6；长安汽车：8 月将率先在 10 万元级别车型搭载激光雷达；自动驾驶商业化首进北京三环，文远知行开启北京南站 Robotaxi 收费服务；工信部：持续推进“AI+”行动，培育壮大智能网联新能源车、低空经济、具身智能等产业。

本周重大事项：3 月 12 日，华测导航发布股权激励计划，其业绩指标：以 2024 年为基数，2025/2026/2027 年目标净利润增长率分别不低于 10%/20%/40%。

本周专题：G6、G9 双改款发布，小鹏 2025 年新车周期启动

小鹏 G6 和 G9 订单表现优异，2025 款 G6 上市 7 分钟大定 5000 台，2025 款 G9 上市 45 分钟大定 3000 台，彰显强劲实力。

小鹏 G6/G9 全系标配图灵 AI 智驾，全系标配自研 5C 超充电池。小鹏图灵 AI 智驾系统是行业首个实现一套软件打通园区、城市、高速和停车场。另外，何小鹏提到图灵 AI 智驾系统计划发布园区漫游功能。智驾硬件配置上，小鹏 G6 搭载两颗英伟达 DriveOrin 智驾芯片，算力达 508TOPS，同时配备 11 颗摄像头，12 颗超声波雷达和 3 颗毫米波雷达。豪华的硬件配置助力小鹏图灵 AI 智驾系统在与特斯拉 FSD 智驾系统的能力比拼中占据上风。

2025 新款小鹏 G6 和 G9 分别实现底盘和座椅的全方位升级。在 G6 上，小鹏实现 85.6% 得房率，做到同级最大空间；同时后排座椅调节角度达 11.4°，同为同级最大调节角度。在 G9 上，小鹏标配百万级豪华舒适满配座椅，做到行业最大按摩力度；底盘上，小鹏同样配有百万级豪华配置，标配威巴克双腔空悬+倍适登智能可变阻尼减震器，实现过颠簸路更平缓、起伏路段不抛跳、过减速带不颠簸，同时何小鹏还在发布会上提到 G9 的底盘具备颠簸路段标记功能，可实现“轻车熟路”的驾驶体验感。

重点推荐主题和个股

智能汽车主题（华测导航、长光华芯、经纬恒润-W、炬光科技、美格智能、均胜电子、华阳集团、北京君正、晶晨股份、德赛西威、源杰科技、沪光股份、溯联股份、拓普集团、瑞鹄模具、浙江仙通、长安汽车、继峰股份、芯动联科、小鹏汽车-W、上汽集团）；高端制造主题（凌云光、奥普特、埃斯顿、矩子科技、青鸟消防、莱特光电、台华新材、奥来德、日联科技）；休闲零食及早餐主题（良品铺子、三只松鼠、巴比食品）；户外用品主题（三夫户外）。

风险提示：乘用车销量、新能源车渗透率、智能驾驶技术进展不及预期。

【化工】杀虫剂价格率先上涨，需求旺季到来有望推动农药产品景气向上——行业周报-20250316

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

本周行业观点：杀虫剂价格率先上涨，需求旺季到来或推动农药产品景气向上

进入3月以来，春耕备货启动，上游开工率逐步恢复，下游需求端询盘增多，交投明显增量。行业进入生产旺季，供需交投两旺。前期产业链库存低位，内外贸应季补备货需求叠加，部分产品出现供需错配，价格上调，但大部分产品以稳为主。杀虫剂方面，本周吡虫啉、啉虫脒价格稳中下调，供货持稳；毒死蜱市场需求增长，价格上行，供应偏紧；阿维菌素开工率处于低位，现货紧张，价格持稳运行；烟碱类产品市场关注度较高。预计短期内杀虫剂市场维稳盘整。除草剂方面，春耕背景下需求存在刚性支撑，草甘膦工厂开工状态稳定，近期企业订单跟进良好；草铵膦以执行前期待发订单为主，行业整体开工维稳，部分工厂现货供应紧张。烯草酮、丙草胺企业开工不足，现货供应紧张。后续4-5月份终端需求旺季，除草剂终端市场交投活跃，终端渠道谨慎观望情绪缓解，市场信心稳步修复。据中国农药工业协会公众号，3月13日草甘膦行业反内卷会议召开，推动行业高质量发展。未来随着海外农药库存持续去化、国内3-9月农药需求旺季到来，农药产品景气度有望持续向上，行业内龙头企业有望率先受益。推荐标的：兴发集团、利民股份等。受益标的：江山股份、新安股份、广信股份、润丰股份、扬农化工、和邦生物等。

本周行业新闻：全球单厂规模最大煤制烯烃项目核心设备一次性试车成功

【PE】全球单厂规模最大煤制烯烃项目核心设备一次性试车成功。据化工在线3月14日报道，全球单厂规模最大煤制烯烃项目，内蒙古宝丰烯烃项目的PE装置2线（3系列）核心设备挤压造粒机一次试车成功，顺利产出合格粒料。

推荐及受益标的

推荐标的：【化工龙头白马】万华化学、华鲁恒升、恒力石化、荣盛石化、赛轮轮胎、扬农化工、新和成、龙佰集团等；【化纤行业】新凤鸣、桐昆股份、华峰化学等；【氟化工】金石资源、巨化股份、三美股份、昊华科技等；【农化&磷化工】兴发集团、利民股份、云天化、川恒股份、苏利股份、川发龙蟒、湖北宜化、盐湖股份等；【硅】合盛硅业、硅宝科技；【纯碱&氯碱】远兴能源、三友化工等；【其他】黑猫股份、振华股份、苏博特、江苏索普等。【新材料】OLED：瑞联新材、莱特光电、奥来德、万润股份、濮阳惠成；胶膜：洁美科技、东材科技、长阳科技；其他：彤程新材、阿科力、松井股份、利安隆、安利股份等。受益标的：【化工龙头白马】卫星化学等；【化纤行业】聚合顺等；【氟化工】东岳集团等；【农化&磷化工】云天化、川恒股份、苏利股份、川发龙蟒、湖北宜化、盐湖股份等；【硅】新安股份；【纯碱&氯碱】中盐化工、新疆天业等。【新材料】国瓷材料、圣泉集团、蓝晓科技等。【其他】华锦股份等。

风险提示：油价大幅波动；下游需求疲软；宏观经济下行；其他风险详见倒数第二页标注1。

【医药】行业趋势：为什么强生、艾伯维、礼来、赛诺菲等大厂纷纷布局下一代自免口服药——行业周报-20250316

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 余克清（分析师）证书编号：S0790525010002 | 巢舒然（联系人）证书编号：S0790123110015

行业趋势：为什么强生、艾伯维、礼来、赛诺菲等大药企纷纷布局下一代自免口服药

在过去一段时间，大药企纷纷布局下一代口服类自免药物，尤其是通过收并购和 BD 方式。如（1）强生通过与 Protagonist 合作开发口服环肽 IL-23 分子，强生预计该产品销售峰值 50 亿美金以上。（2）礼来以 24 亿美金价格收购 Dice 获得其核心管线即口服小分子 IL-17。目前二代分子 DC-853 正处于银屑病 2 期试验中。（3）赛诺菲与 Kymera 合作共同开发口服 IRAK4degrader，目前处于 2 期试验阶段，适应症主要包括 AD 和脓疱性汗腺炎。（4）艾伯维先后通过收购 Landos 和 Nimble 布局口服 NLRX1 和口服 IL-23。我们分析下来，认为有以下几个重要原因促使大药企在现阶段积极的布局下一代口服类药物：（1）患者对于口服形式的需求。如强生的调研数据显示：约有 50-70%适用于最新疗法的银屑病/IBD 患者并没有在使用这些最新疗法。其中约 30%是由于注射给药方式问题。另外，约 75%正在使用注射类药物的愿意切换到口服药物，如果安全性和疗效类似。（2）现有的口服类自免药物在有效性和（或）安全性上存在明显不足。（3）安全有效的口服类药物更容易进入前线，对应的市场空间更大。

3 月第 2 周医药生物上涨 2.85%，线下药店板块涨幅最大

从月度数据来看，2025 年初至今沪深整体呈现上行趋势。2025 年 3 月第 2 周有色金属行业涨幅靠前，仅房地产、石油石化两个行业小有跌幅。本周医药生物上涨 2.85%，跑输沪深 300 指数 0.14pct，在 31 个子行业中排名第 21 位。

本周线下药店板块涨幅最大，上涨 10.38%；医药流通板块上涨 4.91%，医院板块上涨 3.4%，血液制品板块上涨 2.9%，中药板块上涨 2.63%；体外诊断板块涨幅最小，上涨 0.77%，原料药板块上涨 0.83%，其他生物制品板块上涨 0.89%，医疗设备板块上涨 1.1%，医疗耗材板块上涨 1.32%。

推荐及受益标的

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

风险提示：政策波动风险，地缘政治风险，市场竞争加剧等。

【非银金融】市场热点扩散，重视非银板块机会——行业周报-20250316

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

周观点：市场热点扩散，重视非银板块机会

（1）3 月 13 日央行党委召开扩大会议强调，要实施好适度宽松的货币政策，择机降准降息，3 月 14 日非银金融板块上涨 3.97%表现亮眼。市场热点有向大消费、大金融等顺周期行业蔓延趋势，重视非银金融板块机会。市场交易活跃度保持较高水平，叠加投资收益低基数，预计券商一季度业绩同比高增长，看好券商和金融科技板块；保险板块负债端整体平稳，关注权益 beta 催化。（2）近一个月，港股市场日均交易量在 3000 亿以上，降低“A+H”股上市门槛有望推动优质 A 股龙头公司赴港上市，香港交易所目前估值表现落后于市场交易活跃度，继续推荐。

券商：市场热点扩散，交易量高增有望带动券商一季报高增

（1）本周日均股基成交额 1.92 万亿，环比-3%，偏股/非货币基金新发份额 96/172 亿份，环比-16%/-18%。（2）中基协 3 月 14 日披露 2024 年下半年公募基金销售保有规模前 100 机构数据，权益保有份额方面延续上半年趋势，请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

在指数基金占比快速提升大背景下，券商阵营受益于 ETF 增长份额上行，蚂蚁基金权益保有规模中指数基金占比 43% 在头部机构中领先，带动权益保有增速领先，被动替代主动趋势延续。(3) 据 21 世纪经济报道，近日公募基金改革方案初稿主要细则在业内流传，方案整体包含公募基金考核机制、费率改革、发展权益类产品、合规管理、代销机构和其他行业建设六大方面内容。考核导向从规模、排名向中长期业绩转向，基金管理费率或与业绩挂钩，宽基指数基金延续降费趋势。(4) 交易量和开户量持续改善、IPO 等业务有望放松，券商基本面有望超预期，关注业绩催化，三条选股主线：金融科技、并购主线以及业绩弹性突出的零售优势券商。

保险：新华保险保费增速领先，关注资产端弹性，受益于顺周期板块上涨

(1) 3 月 12 日新华保险披露保费数据，新华保险 1-2 月累计原保险保费收入 511 亿元，同比增长 29%，公司加强顶层设计，强化渠道基础管理，绩优人力带动业务增长，改革创新红利逐步释放。(2) 从寿险开年负债端表现看，预计个险有所承压，银保渠道实现较好增长，分红险占比明显提升，1 季度头部险企整体 NBV 或小个位数增长。(3) 负债端表现平稳，资产端整体向好。30 年国债收益率回升至 2% 附近，利好险企长债配置，权益市场向好利好险企投资收益，看好权益弹性突出标的投资机会。

推荐及受益标的组合

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

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

风险提示：资本市场波动对投资收益带来波动风险；保险负债端不及预期。

【化工】草甘膦行业反内卷专题会议召开，关注农药行业供给自律，库存去化+用药旺季助力行业盈利修复——行业点评报告-20250316

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 徐正凤（分析师）证书编号：S0790524070005

事件：草甘膦行业反内卷专题会议在京召开，关注农药供给自律、盈利修复

据中国农药工业协会公众号报道，3 月 13 日草甘膦行业反内卷现象的专题会议在北京召开。此次会议旨在深入贯彻两会提出的关于综合整治内卷竞争的精神，聚焦草甘膦行业现状，旨在全面探讨并切实解决行业内普遍存在的过度竞争、资源重复投入以及利润空间不断压缩等“内卷”问题，以推动行业的健康可持续发展，会上江山股份、福华通达、兴发集团以及新安股份等草甘膦领军企业围绕会议主题展开了深入交流与讨论。中国农药工业协会根据当前形势提出了若干解决方案，与会企业相关负责人对提出的提议表示赞同，并达成初步共识：一是构建一套科学的长效机制，旨在有效应对当前及未来可能面临的各种风险与挑战，确保草甘膦行业的稳定发展。二是建立并实施科学合理的市场机制，以强化对市场供需关系的精准调控。三是深化行业自律与行政监管的有机结合，形成多方协同的市场监管体系。四是积极借用现代化技术手段，对产能结构进行优化升级，解决行业发展中面临的实际难题。我们认为，草甘膦行业反内卷将助力竞争格局的改善和龙头公司市占率的提升，有望增强草甘膦生产企业的产业链议价能力，以及提高草甘膦生产企业的持续盈利能力。

农药行业：全球农化去库+用药旺季来临，部分产品价格反弹、交投放量

2022Q4 以来，全球农药市场进入去库周期，国内规模化产能释放，供需错配导致多数农药产品价格自 2021 年的高点震荡走低。截至 3 月 9 日，中农立华原药价格指数报 72.32 点，同比下跌 7.17%，环比 2 月下跌 0.18%。其中：(1) 除草剂：丙草胺原药市场货源偏紧，中间体出口为主，报价 3.7 万元/吨；氟氟草酯原药上游成本承压，市场需求增多，刚需供需博弈工厂报价 10.8 万元/吨；烯草酮原药出口为主，内贸季节逐步开启，货源紧俏，报价 8 万元/吨；(2) 杀虫剂：毒死蜱原药市场紧张，上游中间体开工承压，报价 4.05 万元/吨；氯虫苯甲酰胺原药受中间体及开工率影响，货源偏紧，价格上调，报价 21.5 万元/吨；菊酯类产品库存低位，中间体及原材料成本承压，市场价格上涨，货源紧张；阿维系列产品市场刚需启动，现货紧张。(3) 杀菌剂：多菌灵、百菌清需求回暖。农药制剂的使用旺季一般在每年 3-9 月，原药市场旺季要早于制剂市场。我们认为，随着全球市场分销渠道积极消

化库存，加上春耕市场旺季启动，部分农药产品刚需阶段性反弹，有望助力行业企业盈利修复。【推荐标的】扬农化工（农化龙头白马）、利民股份（百菌清、阿维菌素、甲维盐）、兴发集团（草甘膦龙头）等；【受益标的】江山股份（草甘膦弹性龙头）、润丰股份（农药制剂出海龙头）、广信股份（光气一体化农药龙头）、国光股份（植物生长调节剂）、丰山集团（毒死蜱、绿草定）、先达股份（烯草酮）、善水科技（原药中间体三氯吡啶醇钠）等。

风险提示：行业竞争加剧、政策执行不及预期、安全环保生产等。

【商贸零售】爱美客收购韩国 REGEN，开启全球化布局新篇章——行业周报-20250316

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

爱美客收购韩国 REGEN85%股权，开启全球化布局新篇章

本周(3月10日)，爱美客发布公告，爱美客国际拟以现金方式出资，以1.9亿美元收购韩国 REGENBiotech85%的股权；另外，爱美客国际拟于股权交割完成18个月后，继续完成对韩国 REGEN 剩余15%股权的收购。REGEN 的核心产品包括 AestheFill 和 PowerFill，其中 AestheFill 通过多孔微球体技术达到面部紧致提升的效果，2024年1月在中国获批上市，全年销量估算约8.5万支，PowerFill 则适用于男性私密部位填充，目前两个产品分别获得了34和24个国家和地区的注册批准。此次收购形成了二者在产品+渠道+生产端的多为协同——产品端，REGEN 的冻干剂型产品与爱美客的凝胶类产品形成互补，覆盖从面部填充到身体塑形的多元化需求。渠道端，REGEN 的全球分销网络覆盖欧美、东南亚等核心市场，为爱美客自有产品进入国际市场提供有力支持。生产端，REGEN 位于韩国原州的新工厂预计2025Q2投产，可有效缓解当前供不应求的局面。我们认为，医美龙头爱美客通过内生布局+外延收购不断增强竞争力，在获得增量业绩的同时，国际化进程也将进一步加速。

行业关键词：美团零售、Radiesse?、步步高 BL、珈凯生物、永辉调改等

【美团零售】美团到综事业部更名“服务零售事业部”。

【Radiesse?】Merz 旗下 CaHA 面部填充剂 Radiesse? 正式获批。

【步步高 BL】步步高自有品牌“BL”于3月12日正式上线。

【珈凯生物】化妆品原料商珈凯生物在新三板基础层正式挂牌。

【永辉调改】永辉超市2025年第二批调改门店共24家，预计5月底完成。

板块行情回顾

本周(3月10日-3月14日)，商贸零售指数报收2204.11点，上涨2.50%，跑赢上证综指(本周上涨1.39%)1.10个百分点，板块表现在31个一级行业中位居第11位。零售各细分板块中，本周钟表珠宝板块涨幅最大，2025年年初至今钟表珠宝板块领跑。个股方面，本周狮头股份(+31.8%)、丽尚国潮(+15.7%)、南宁百货(+15.3%)涨幅靠前。

投资建议：关注消费复苏主线下的高景气赛道优质公司

投资主线一（传统零售）：关注顺应消费趋势积极变革探索，把握流量回归机会的线下零售龙头，重点推荐爱婴室、永辉超市等，受益标的百联股份等；

投资主线二（黄金珠宝）：关注积极修炼内功、具备基本面和估值修复弹性的黄金珠宝龙头品牌，重点推荐老铺黄金、潮宏基、周大生等；

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

投资主线四（医美）：关注受益医美消费恢复、盈利能力具备更强确定性的上游差异化医美产品厂商，重点推

荐爱美客等，受益标的锦波生物等。

风险提示：消费恢复不及预期、行业竞争加剧、政策风险等。

【农林牧渔】近期东北等地区二育陆续进场，持续关注二育对价格的托底支撑——行业周报-20250316

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

周观察：近期东北等地区二育陆续进场，持续关注二育对价格的托底支撑

东北猪价大幅下挫，二育逐步入场或支撑短期猪价。据涌益咨询，截至3月14日，全国生猪销售均价14.57元/公斤，环比上周+0.12元/公斤，环比+0.83%，其中东北地区猪价涨幅较大，主要系二育持续进场，猪源相对偏紧。3月14日样本企业日均生猪屠宰量14.25万头，环比上周-0.09万头，需求端偏弱运行。

近期东北等地区二育陆续进场，持续关注二育对价格的托底支撑。3月13日标肥价差收窄至0.58元/公斤，环比上周-0.34元/公斤，春节后二育零星进场，随标肥价差收窄，二育进场节奏有所放缓。3月1日至3月10日，集团场二育销量占比3.70%，较2月1日至2月10日增加0.43pct。3月10日四川/云南/辽宁/河北/贵州/黑龙江/吉林二育栏位利用率较1个月前增加15pct/14pct/13pct/13pct/13pct/12pct/11pct，东北地区二育积极入场。截至3月10日，各地二育栏位利用率不足50%，补栏入场空间仍较大，考虑14元/公斤左右的猪价，二育进场积极性偏高，后续仍需持续关注二育对价格的托底支撑。

饲料涨价驱动养殖成本上行，近期生猪养殖利润处于相对低位。3月14日行业自繁自养头均盈利35.15元/头，自8月利润高点以来逐月下降。本周养殖利润处于相对低位主要系饲料成本上涨，预计饲料成本环比上涨约24元/头。据涌益咨询，预计2月猪料育肥全价料中玉米占比63.3%，环比+0.8%，受关税政策影响，海外进口农产品价格优势减弱，驱动国内玉米用量上行。2月饲料全价料中豆粕占比15.8%，环比-0.4%，受春节后豆粕价格大幅上涨影响，部分饲企选用麸皮替代，全价料中豆粕占比小幅下降。

周观点：生猪板块低位配置价值显现，宠物板块国货崛起逻辑持续强化

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

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

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

本周市场表现（3.10-3.14）：农业跑赢大盘1.45个百分点

本周上证指数上涨1.39%，农业指数上涨2.84%，跑赢大盘1.45个百分点。子板块来看，渔业板块领涨。个股来看，雪榕生物（+43.95%）、西部牧业（+18.29%）、中基健康（+13.13%）领涨。

本周价格跟踪（3.10-3.14）：本周白羽鸡、黄羽鸡、草鱼等产品价格环比上涨

生猪养殖：3月14日全国外三元生猪均价14.65元/kg，较上周上涨0.15元/kg；仔猪均价33.87元/kg，较上周上涨1.11元/kg；白条肉均价19.16元/kg，较上周上涨0.05元/kg。3月14日猪料比价为4.32:1。自繁自养头均利润35.15元/头，环比+1.59元/头；外购仔猪头均利润-34.44元/头，环比-21.92元/头。

风险提示：宏观经济下行，消费持续低迷，动物疫病不确定性等。

【地产建筑】深圳公积金新政出台，多举措支持住房需求释放——行业点评报告-20250316

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

事件：深圳市住房公积金管理委员会发布文件调整公积金政策

3月16日，深圳市住房公积金管理委员会发布《关于〈深圳市住房公积金贷款管理规定〉的补充规定》《关于我市住房公积金利息补贴有关事项的通知》两项文件，对现行公积金政策进行大幅优化，新政提高贷款额度、降低首付比例、强化多子女家庭支持及加大利息补贴力度，进一步优化住房保障。

深圳公积金贷款最高额度上调，多重叠加最高上浮110%

根据《关于〈深圳市住房公积金贷款管理规定〉的补充规定》，本次深圳公积金贷款优化主要涉及三方面调整，一是上调最高额度，个人申请公积金贷款最高额度从50万元提高至60万元，家庭申请最高额度从90万元提高至110万元；二是调整最高额度上浮情形和比例，购买深圳市首套房，上浮比例从20%提高至40%；有两个及以上子女的家庭在深圳市购房，上浮比例从10%提高至50%，新增购买深圳市保障性住房上浮情形，上浮比例为20%，同时符合多种上浮情形可累加上浮比例，最高可上浮110%，即个人最高可贷126万元，家庭最高可贷231万元；三是优化动态调整机制，依据本市上年度末住房公积金个贷率，分区间调整最高额度上浮比例或暂停上浮。此外，新政取消户籍和首套房限制，异地缴存职工在深购房可申请贷款，并允许因离婚、继承等非交易原因变更借款人/抵押人。

深圳公积金利息补贴大幅提升，销户提取利息补贴最高达20%

根据《关于我市住房公积金利息补贴有关事项的通知》，深圳市缴存住房公积金累计达到一年以上，且未曾使用过住房公积金贷款的职工，销户提取时可以获得利息补贴。累计缴存期限在一年以上（含一年）五年以下的，按基数的10%获得补贴（原5%）；累计缴存期限在五年以上（含五年）十年以下的，按基数的15%获得补贴（原8%）；累计缴存期限在十年以上（含十年）的，按基数的20%获得补贴（原12%）。此次深圳公积金利息补贴上调幅度大，与原执行政策相比，新政补贴方案接近翻倍，再度增加缴存公积金的含金量。

投资建议

本次深圳市住房公积金新政将家庭最高贷款额度显著提升，并允许叠加多类购房优惠情形，长期缴存职工销户时可获得翻倍的利息补贴。深圳公积金新政再度释放政府端政策放松信号，2025年前两月销售初步企稳，在更加积极的财政政策、适度宽松的货币政策下，存量收储及城中村改造工作有望加速推进，改善现有住房供求关系，加快止跌回稳进程。推荐标的：（1）布局城市基本面较好、能够把握改善型客户需求的强信用房企：绿城中国、招商蛇口、中国海外发展、建发股份、滨江集团、建发国际集团、中国金茂；（2）住宅与商业地产双轮驱动，同时受益于地产复苏和消费促进政策：新城控股、龙湖集团；（3）二手房交易规模和渗透率持续提升，房地产后服务市场前景广阔：贝壳-W、我爱我家。

风险提示：（1）行业销售恢复不及预期，融资改善不及预期，房企资金风险进一步加大。（2）政策放松不及预期。

【非银金融】指数化投资趋势延续，券商阵营和蚂蚁增速领跑——2024H2基金销售渠道数据点评-20250316

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 卢崑（分析师）证书编号：S0790524040002

事件：近日，基金业协会披露2024下半年基金销售机构前100保有规模数据。

券商权益和债基份额提升，资金由主动权益迁移至被动指数趋势凸显

（1）前100家代销机构权益和非货保有环比增长。2024H2末前100家代销机构偏股/非货保有4.85/9.54万亿元，较2024上半年+3%/+8%，占全市场保有比重分别为61%/50%，较2024上半年末-10.2/+0.1pct，权益占比变化较大或与统计口径变化有关。（2）券商权益与债基份额提升明显。代销渠道阵营结构来看，2024H2末权益口径

银行/三方/券商份额为 41.9%/28.8%/27.3%，环比-2.9/+0.3/+2.4pct，受益于 ETF 增长券商阵营份额提升明显。非货口径，银行/三方/券商份额为 44.2%/34.2%/20.0%，环比-1.4/-0.6/+1.8pct，进一步看债基（非货-权益）口径，银行/三方/券商份额为 46.6%/39.9%/12.4%，环比+0.01/-2.17/+1.99pct，券商债基份额提升。券商权益与债基份额均提升，银行权益份额减少而债基份额持平，三方权益份额微增而债基份额减少。（3）客户由主动权益迁移至被动趋势凸显。我们将权益基金进一步拆解为指数与主动类。股票指数口径，银行/三方/券商/保险保有环比+44%/+17%/+27%/+16%，份额为 11.3%/30.0%/57.7%/1.0%，环比+1.4/-2.0/+0.6/-0.1pct，预计银行渠道发力代销联接 ETF 驱动份额提升，券商持续受益 ETF 高景气度（场内 ETF 仅可通过券商购买）；主动权益口径（权益-指数类），银行/三方/券商/保险保有环比-7%/-3%/-15%/+17%，份额为 58.5%/28.1%/10.8%/2.6%，环比-0.4/+1.0/-1.1/+0.5pct，股市反弹带来净值增长，保有仍下降反映基民净赎回主动权益基金。银行/三方/券商/保险各阵营主动权益基金占其全部权益保有比例分别为 91%/63%/26%/82%，环比-3/-4/-8/+0.1pct，反映基民主动权益迁移到权益指数类基金。（详情见附图）

TOP3 机构表现分化，指数基金占比是权益规模增速差异主因

（1）集中度环比下降但仍处于较高水平。2024H2 权益、股票指数、非货 CR5 集中度分别为 43%/40%/41%，环比-1.0/-1.3/-0.5pct。（2）代销机构 TOP3 为蚂蚁基金、招商银行和天天基金，权益口径，2024H2 蚂蚁基金、招商银行、天天基金保有 7388/4105/3493 亿元，环比+7%/-12%/+2%；股票指数口径，三者分别为 3201/582/925 亿元，环比+21%/+39%/+15%。蚂蚁受益于指数基金占比高，权益保有规模增速持续领航；招商银行指数类保有环比高增，而占比较低，主动权益类下降 17%拖累整体权益代销增速，蚂蚁基金、天天基金主动权益类保有环比均下降 2%，预计也有一定净赎回。非货口径，三者分别为 14529/9504/5754 亿元，环比+8%/+10%/+4%，招行债基环比+37%高于蚂蚁基金和天天基金的+8%/+8%。三者主动权益、股票指数和债基代销表现有所分化，背后反映客户画像、营销策略打法的差异。（3）券商阵营中，2024H2 股票指数类口径 TOP4 分别为中信证券、华泰证券、中国银河、招商证券，环比增速+22%/+19%/+25%/+20%。

资本市场高景气度利好行业发展，关注公募基金改革方案与渠道端费率改革

2024 年下半年受益于债基和股票 ETF 高景气度，代销渠道基金保有规模环比增长，行业集中度微降但仍保持较高水平，TOP3 机构排名稳定但在主动权益、股票指数和债基代销表现有所分化，反映客户画像、营销策略打法的差异。财富管理行业长坡厚雪，基金公司、代销渠道的利益应与投资者绑定更加紧密，关注公募基金改革方案对行业生态的重塑，以及渠道端费率改革。长期看，我国大财富管理行业将保持高质量发展，马太效应加剧，头部机构有望保持领先优势，渠道端推荐东方财富与头部券商，产品端推荐参控股优质公募基金的广发证券、东方证券。

风险提示：市场波动风险；行业竞争加剧。

【煤炭开采】产地及进口煤存减量可能，否极泰来重视煤炭配置价值——行业周报-20250316

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

本周要闻回顾：产地及进口煤存减量可能，否极泰来重视煤炭配置价值

本周煤价小幅回落，其中 CCTD 动力煤 Q5500 报价 692 元/吨，较上周环比下跌 2 元/吨，秦皇岛港 Q5500 山西产动力末煤报价 681 元/吨，较上周环比下跌 7 元/吨。从供给端来看，截至 3 月 9 日，晋陕蒙三省 442 家煤矿开工率 82%，周环比持平，当前产地煤矿开工率处于近年来同期低位水平；截至 3 月 11 日，进口印尼 3800 大卡华南到岸价为 469 元/吨，较同品种内贸煤价格优势为-13 元/吨。2 月 28 日两协会提出煤炭企业应有序推动煤炭产量控制，维护生产供需平衡，有效控制劣质煤进口量，本周据市场消息，自 4 月 1 号起海关有意将以微量元素严查和褐煤流向严查的方式控制煤炭进口量，同时有消息称山西代表国有煤矿下调今年任务量约 8%，后续建议积极关注国内煤矿产量控制及煤炭进口管控措施执行情况。从需求端来看，本周沿海八省电厂日耗 193.7 万吨，环比上涨 0.89%，近期华北黄淮等地降温，北京和山东部分地区延长供暖，支撑下游需求；非电煤中本周国内水泥开工率 37.1%，环比上涨 7.16pct，甲醇开工率 75.7%，环比下跌 0.8pct，尿素开工率 87.78%，环比下跌 1.25pct，伴随

下游复工复产以及春季建材需求旺季来临，非电煤需求有望进一步提升。短期煤价仍处于磨底期，后续政策面和基本面变化有望进一步支撑煤价企稳反弹：（1）长协价上限支撑及煤企自救行为：近期港口现货价格已跌至港口年度长协上限 770 元/吨的临界值，若现货煤价进一步下跌，电厂购买现货意愿将有望增强，并且若煤价大幅跌破 770 元/吨，煤企或采取限产保价等自救行为；（2）年度长协体制维护：自 2017 年开始构建的年度长协煤机制卓有成效，政策一直向“煤电双方盈利平衡”努力，而不是“煤和电顾此失彼”，煤电之间存在盈利均分的平衡点，价格也会出现止跌企稳；（3）煤电价格联动机制：电厂历年不是天然的空头，尤其是政策出台的 303 号文和 1439 号文，共同构筑了“保煤价即是保电价”导向，而触发点位恰为 770 元/吨；（4）疆煤外运成本支撑：运输成本的刚性使疆煤出疆存在盈亏线，快速下跌煤价会触发疆煤发运量的减少，从而减少内地煤炭供给；（5）煤油价格联动：我们梳理测算，68 美元/桶布油和 770 元/吨港口煤价做烯烃成本对等，在当前 80 美元/桶原油而 770 元/吨煤价下，煤化工成本优势明显。回溯 2023 年 6 月，秦港平仓价跌至 759 元/吨后迅速回升至 770 之上，彼时看到上述政策面和基本面的变化，当前煤价亦迎来企稳反弹。本周市场科技与红利风格跷跷板效应凸显，虽然供暖季结束煤炭需求即将进入淡季，但煤价下探幅度已相对有限，当前煤价悲观情绪在股价层面亦有所释放，叠加未来有望降准降息，有望吸引更多险资等增量资金配置。

投资逻辑：煤炭黄金时代 2.0，煤炭核心价值资产有望再起

煤炭股稳健红利投资逻辑：当前国内经济运行偏弱，海外面临特朗普上台之后关税政策打压，美国处于降息周期且国内利率也进入下行通道，煤炭稳健红利仍可配置，此外保险资金已在 24 年 11 月底完成考核，当前已开始新的布局期，煤炭等红利板块且国资背景风险小，或成为险资布局的首选方向。**煤炭股周期弹性投资逻辑：**3 月两会召开之后，无论动力煤还是炼焦煤价格均处于低位，随着供需基本面的持续改善，两类煤种有望企稳反弹，其中动力煤存在区间内弹性而炼焦煤是完全弹性；当前宏观政策已表现力度很大，市场更期待政策落地后反映在需求上的真实效果，2025 年“两会”之后，政策方案落实以及开春施工季的来临，煤炭的需求和价格均有望体现出向上趋势，煤炭股周期属性将显现。煤炭板块有望迎来重新布局的起点：一是宏观政策利多和资本市场支持力度。2024 年 9 月 24 日以来，高层持续出台稳增长政策，降准降息，且加大房地产的支持政策，力度和密集程度高于以往，且强化对资本市场的重视和政策支持；二是高分红且多分红已成趋势。2024 年以来多家上市煤企公告中期分红方案（兖矿能源/陕西煤业/电投能源/冀中能源/上海能源/中煤能源/辽宁能源），凸显 2024 年市值管理改革对央企国企分红的促进作用；煤炭板块作为国资重地，积极响应政策号召，且有从央企向地方国企推开之势，未来分红比例及频次均有望持续提升，煤炭板块高分红高股息投资价值更加凸显。三是产业资本入局预示行情底部来临。2024 年下半年来，广汇能源、兖矿能源、平煤股份、淮北矿业等相继披露股东增持和上市公司回购方案，或预示产业资本认可当前为板块价值底部，且增持成本显著低于一级市场购买或二级资产注入，复盘历史股东增持后市场表现，后续股价上行概率或明显提高。四主线精选煤炭个股将受益：主线一，红利逻辑：【中国神华、陕西煤业、中煤能源（分红潜力）】；主线二，周期逻辑：【平煤股份、淮北矿业】；主线三，多元化铝弹性：【神火股份、电投能源】；主线四，成长逻辑：【广汇能源、新集能源】。

风险提示：经济增速下行风险，供需错配风险，可再生能源加速替代风险。

【食品饮料】底部区间板块回暖，生育补贴政策催化显著——行业周报-20250316

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

核心观点：底部区域建议加配食品饮料，关注乳业板块投资机会

3 月 10 日-3 月 14 日，食品饮料指数涨幅为 6.2%，一级子行业排名第 1，跑赢沪深 300 约 4.6pct，子行业中其他酒类（+8.4%）、预加工食品（+7.8%）、乳品（+7.3%）表现相对领先。个股方面，熊猫乳品、品渥食品、嘉必优涨幅领先。本周板块大幅反弹，市场关注度提升。从市场表现来看，科技行情走高后，市场风格转换。在此背景下，低估值、基本面逐步改善的食品饮料重新获得资金青睐。市场即将迎来年报与一季报的业绩披露期，食品饮料做为典型的业绩稳健扎实的代表板块，承担了部分资金避险需求。板块上涨的逻辑基础是基本到达底部区间。从估值、基金持仓占比来看均处于近年来较低位置。从基本面来看，春节后白酒渠道秩序良好，批价止跌企稳，渠道库存也有边际降低趋势。从业绩节奏判断，预计 2025Q1 为多数企业的业绩增速低点，后续增速大概率逐季

走高。当前建议逐渐加仓食品饮料。下周即将迎来 2025 春季糖酒会，需密切关注产业反馈。

生育政策补贴引发催化，关注乳制品板块投资机会。本周乳制品涨幅较多，催化因素为呼市生育补贴力度较大，消费券在确定消费场景落地。本次呼市生育补贴政策领先全国，一方面补贴力度相对较大：考虑 2023 年呼和浩特市居民人均可支配收入约 4.7 万元，二孩的累计补贴超过 1 年的收入，而参考全国低收入组家庭 0-17 岁平均养育成本 12.6 万元，三孩的累计补贴能覆盖将近 80%。另一方面抓住确定性消费场景落地牛奶消费券，按照呼市 2023 年出生人口 2 万，推算产妇大致在 1-2 万人之间，对牛奶需求的拉动预计在 3000-6000 万元，重点利好头部乳企伊利和蒙牛。生育政策催化下，一方面出生人口下滑有望改善，婴配粉市场需求将会好转，推荐龙头中国飞鹤；另一方面随着牛奶消费券落地，若后续各地跟进，液奶需求有望改善，叠加供给端加速出清，原奶供需平衡进度有望加速，我们看好奶价拐点后全产业链盈利改善，下游推荐新乳业、伊利股份，受益标的蒙牛乳业。

推荐组合：山西汾酒、贵州茅台、甘源食品、西麦食品

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

风险提示：经济下行、食品安全、原料价格波动、消费需求复苏低于预期等。

【计算机】持续布局 AI 产业趋势——行业周报-20250316

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 李海强（分析师）证书编号：S0790524070003

市场回顾：

本周（2025.3.10-2025.3.14），沪深 300 指数上涨 1.59%，计算机指数下跌 1.36%。

周观点：持续布局 AI 产业趋势？

GTC2025 和腾讯财报即将发布，重视 AI 算力军备竞赛投资机会

英伟达 GTC2025 大会将于 3 月 17-21 日举办，黄仁勋将围绕 AI 智能体、机器人技术、加速计算等三大方向发表年度主题演讲。字节跳动、阿里云等国内 AI 领军企业也将在 ChinaAIDay 专场分享关于大语言模型领域的前沿进展。根据英伟达 2025 财年第四季度财报电话会议，客户正竞相扩展基础设施以训练下一代尖端模型，基于 Blackwell 的集群通常起步于 10 万块 GPU 甚至更多；训练后优化与模型定制的算力需求可能比预训练高多个数量级；推理需求正在加速增长，长时推理 AI 每任务所需的算力可能比单次推理高出 100 倍。此前阿里 CEO 吴泳铭表示未来三年集团在云和 AI 的基础设施投入预计将超越过去十年的总和。3 月 19 日，腾讯将发布 2024 年财报，其 2025 年 AI 领域 CAPEX 规划值得期待。AI 推理侧算力需求长坡厚雪，看好国内巨头加码 AI 算力军备竞赛投资机会。

Manus 用户快速增长，原生鸿蒙正式版即将发布，国产 AI 应用前景光明

3 月 13 日，ManusAI 表示发布 7 天后，旗下 AI Agent 产品 Manus 使用申请等候名单增加到两百万人。3 月 12 日，余承东表示下周首款搭载原生鸿蒙正式版的手机将面世，目前已有 2 万多个鸿蒙原生应用和元服务上架，原生鸿蒙正式版增强了端侧 AI 能力。巨头密集布局下看好国产 AI 应用星辰大海。

投资建议

我们持续坚定看好阿里、DeepSeek 等为代表的国产 AI 产业崛起趋势：算力领域，推荐海光信息、中科曙光、淳中科技、浪潮信息等，受益标的包括寒武纪、紫光股份、工业富联、景嘉微、远东股份等；云厂商受益标的包括深信服、深桑达 A、青云科技-U、优刻得-W、首都在线、金山云等，一体机受益标的包括新致软件、永信至诚、

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

龙芯中科、云从科技、麒麟信安、恒为科技等，华为昇腾生态，推荐神州数码等，受益标的包括高新发展、广电运通、烽火通信、拓维信息等。应用推荐金山办公、科大讯飞、卓易信息、同花顺、合合信息、鼎捷数智、拓尔思、金蝶国际、焦点科技、税友股份、上海钢联、致远互联、普元信息等，受益标的包括每日互动、高伟达、汉王科技、金桥信息、汉仪股份、三六零、万兴科技、泛微网络、用友网络、润达医疗、彩讯股份、福昕软件、汉得信息、兴图新科等。

鸿蒙领域重点推荐软通动力、中国软件国际、润和软件等，受益标的包括诚迈科技、普元信息、彩讯股份、润达医疗、云鼎科技、亚华电子、智微智能、九联科技、东方中科等。

风险提示：产业落地不及预期；市场竞争加剧风险；公司研发不及预期风险等。

【通信】GTC 大会召开在即，关注 CPO、液冷、服务器电源等板块——行业周报-20250316

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

GTC 大会将至，GB300 芯片有望发布，多板块或受益

GTC2025 将于 3 月 17 日召开，英伟达 CEO 将于 3 月 19 日（北京时间）在 SAP 中心发表主题演讲。本届 GTC 将举办 1000 多场会议，邀请 2000 位演讲嘉宾和近 400 家参展商，内容包括气候研究、医疗健康、网络安全、人形机器人、自动驾驶汽车等领域，涵盖生成式 AI、物理 AI、对话式 AI 到云计算、网络通信、边缘计算等多个主题。我们认为 Blackwell Ultra GB300 和 B300 系列芯片或将亮相本次 GTC，预计将在内存及网络配套方面有所提升，对网络互联速率、芯片散热、电力供给提出更高要求，建议持续关注 CPO 芯片及 CPO 交换机、1.6T 光模块、冷板式液冷相关 QDC 及 CDU、服务器电源、机器人解决方案等板块。

Manus 宣布与阿里合作，阿里推出 AI 应用“新夸克”，持续利好国产算力

3 月 11 日，Manus 宣布将与阿里通义千问团队正式达成战略合作，双方将基于通义千问系列开源模型，在国产模型和算力平台上实现 Manus 全部功能。

3 月 13 日，阿里巴巴推出 AI 旗舰应用“新夸克”。新夸克基于阿里通义的推理及多模态大模型，告别传统搜索，将 AI 对话、深度思考、深度搜索、深度研究、深度执行整合到一起，升级为一个 AllinOne 的“AI 超级框”，满足用户工作、学习、生活的各类 AI 需求。我们认为 Manus 等 AI 应用发展或将持续驱动国产算力全产业链需求。

全面看好国产 AIDC 产业链四大方向

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

风险提示：5G 建设不及预期、AI 发展不及预期、中美贸易摩擦

【电子】GB300 猜想二：功耗提升催化超级电容在 AI 服务器中的应用大趋势-20250316

陈蓉芳（分析师）证书编号：S0790524120002 | 刘琦（分析师）证书编号：S0790525020001

猜想：GB300 为应对功耗提升及过载冲击，预期新增超容模组作为调峰组件

GB300 新变化：GB300 新芯片的逻辑结构将与 B200 芯片类似，但是性能及功耗有多方面提升：（1）FP4 计算性能提升 50%；（2）高带宽内存(HBM)容量由 192GB 提升 50%至 288GB，由 HBM3e8 升级至 HBM3e12 高堆叠技术；（3）功耗增加 200W（GB300 和 B300HGX 的 TDP 分别达到 1.4KW 和 1.2KW，GB200 和 B200HGX 则为 1.2KW 和 1KW）。

预期使用超容的原因：为应对功耗提升等原因导致的过载冲击，需要使用超容作为调峰组件，新设计整合了超级电容器和电池备份单元（BBU），显著提升了电源质量和系统可靠性，同时优化了能效和空间利用率，提升了数据中心应对高功耗 AI 负载的能力，GB300 机柜中有望将超级电容作为重要配置元件。

超容优势明显：日本武藏是英伟达超容重要合作商，江海股份正在全力突破中

超容性能优异：相比于带电池的 UPS 电源，超容在数据中心的性能优异，（1）应对突发性负载：AI 训练和推理任务常伴随突发性算力需求，导致电力负载瞬间飙升，超级电容可在瞬间响应电力波动，避免传统 UPS 因响应速度慢导致的电压暂降或宕机。（2）供电稳定性：AI 芯片在并行计算时可能因瞬时电流激增引发供电不稳定，超级电容可作为“缓冲器”平滑电流波动，保护硬件免受损害。（3）高功率密度：AI 数据中心机房空间有限，同样的空间超级电容可以提供锂电池几十倍的功率输出。（4）长循环寿命：传统铅酸/锂电池 UPS 存在充放电循环寿命短（通常几百次）、维护成本高的问题，而超级电容循环寿命可达百万次。

供应格局：目前日本武藏 CESS 方案主要提供 28 个超容组合成的锂离子电容器（LIC）模组，功率 20kW。江海股份超级电容器已经布局多年，LIC 和 EDLC 均有批量出货产品，在 AI 服务器领域，配合台达等重要客户进行超容方案设计，有望长期受益于 AI 大趋势。

投资建议：建议关注具有超容产能布局以及与电源环节客户合作紧密的厂商

超容之前主要应用于轨交等领域，市场需求相对较小，布局厂商较少且产能有限。受益标的：在超容领域长期布局且有稳定电源合作客户的厂商江海股份。

风险提示：GB300 中超容方案应用进展不及预期；超容在 AI 服务器中应用数量不及预期。

【银行】红利价值扩散与布局复苏脉络——行业点评报告-20250315

刘呈祥（分析师）证书编号：S0790523060002 | 丁黄石（分析师）证书编号：S0790524040004

信贷数据 2 月份季节性回落，全年需求仍需观察政策效能

2 月人民币贷款新增 1.01 万亿元，同比少增 4400 亿元。2 月信贷增长趋缓主要源于两方面，第一、结构性因素：Q1 为开门红季度，银行为实现“早投放、早收益”，故投放主要集中于 1 月份，2 月投放动能季节性回落；第二、总量因素：需求尚未完全企稳，同时 2 月份为两会前政策真空期，宏观上全年政策脉络未明、微观上企业融资计划未定，信贷需求相对减弱。信贷结构上，第一、增长主要受对公贷款拖累，企业贷款同比少增 5300 亿元，考虑到票据融资同比多增 4460 亿元，则一般对公贷款少增幅度更大（中长期同比少增 7500 亿元）。2 月对公信贷增长依赖于票据冲量，银行仍面临需求不足下信贷资产荒的问题。第二，居民贷款虽单月负增，同比少减 2016 亿元，主要源于短期贷款同比少减 2127 亿元，反映居民边际消费倾向较 2024 年同期已发生变化。伴随提振消费一系列政策的陆续实施，消费信贷需求或进一步恢复。此外居民中长期贷款同比多减 112 亿元，当下存量房贷利率已处于低位，提前还贷行为已较前期放缓，2 月按揭需求偏弱或源于房企 1 月开门红活动透支部分 2 月需求，叠加当前购房需求仍集中在北上深，按揭需求整体回升仍需待二、三线城市房价企稳。

企业贷款量、价两端均降，政府债发行提速

2 月份社融新增 2.23 万亿元，同比多增 7374 亿元；存量增速为 8.2%，较 1 月增速上升 0.2pct，社融增速自 2024 年 10 月以来持续稳步上升。增量社融中，贡献仍主要来自政府债券，2 月同比大幅多增 1.10 万亿元，当月发行明显提速。“两会”记者发布会上，央行、财政均表示 2024 年置换政策实施成效显著，地方债务压力大幅减轻，同时融资平台改革转型亦加速。2025 年将指导地方尽早发行使用专项债，故政府债发行全年或前置。信贷为

社融主要拖累项：社融口径人民币信贷新增 6506 亿元，同比少增 3267 亿元；人民币贷款余额同比增 7.3%，增速较 1 月下降 0.2pct；价格方面，2 月新发放企业/个人住房贷款利率分别为 3.30%、3.10%，前者较 1 月下降 10bp 后者持平，对公信贷价格延续下行趋势，2 月份量、价两端均承压。其他项目中，表外融资同比多减 257 亿元，直接融资同比多增 241 亿元，贡献主要来自企业债券。

财政存款尚待拨付，非银存款受自律机制影响渐弱

2 月 M2 同比增长 7.0% 与 1 月持平；新口径 M1 同比增长 0.1%，较 1 月增速下降 0.3pct，M2-M1 剪刀差略扩大。M1 增速下降一方面源于再融资专项债虽加速发行，但资金拨付仍有时滞，2 月财政存款同比多增 1.64 万亿元，反映专项债募集资金滞留于财政账户，未流入实体经济形成活期存款；另一方面，企业存款减少 8940 亿元，反映对公信贷需求偏弱下存款派生能力不足，叠加信贷到期规模高，则资产负债表存、贷两方同步减少。总量上，2 月人民币存款新增 4.42 万亿元，同比多增 3.46 万亿元，住户存款同比大幅减少，或向非银存款转化。非银存款当月新增 1.67 亿元，结束连续两月流失趋势，一方面同业存款自律机制对银行的影响已集中发酵，后续影响渐弱；另一方面年内权益市场表现较好，股票、基金等资产配置或带动非银存款增长。

投资建议：当前红利属性仍有支撑，关注下阶段复苏逻辑的切换

2 月金融数据反映需求企稳的逻辑仍待观察，央行通过公开市场操作回收流动性并择机降准降息，或体现政府对 2025 年经济及金融市场稳步运行具有较充分的信心。当前市场风险偏好有所提升，权益市场回暖，债券类资产波动加剧，若经济复苏放缓，则红利类资产仍有支持，推荐港股中信银行，截至 3 月 14 日其 PB (MRQ) 为 0.38 倍，股息率 5.76%，受益标的农业银行；若复苏逻辑证实，则必要收益率的提升将降低高股息标吸引力，此时客群基础好，零售业务具有优势的股份行，以及具有区位优势的城市商行，将在经济修复中获益更明显，推荐苏州银行，受益标的招商银行、宁波银行、江苏银行。

风险提示：宏观经济增速下行，政策落地不及预期等。

【电力设备与新能源】欧洲新能源汽车系列 3：2024 年欧洲电动车销量复盘——行业深度报告-20250314

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001 | 王嘉懿（联系人）证书编号：S0790123070003

补贴持续退坡，欧洲电动车 2024 年销量 294.4 万台，同比下降 2.2%

2024 年欧洲 31 国 (EU27+EFTA+UK) 新能源车 (BEV+PHEV) 销量 294.4 万辆，同比下降 2.2%。其中 BEV 销量 199.3 万辆，同比-1.3%；PHEV 销量 95.1 万辆，同比-3.8%。欧洲 31 国汽车大盘销量 1297 万辆，同比+1.0%，部分国家经济环境较为低迷。德国、英国、法国全年新能源汽车销量合计 155.9 万台，同比下降 3.6%。三国销量合计占欧洲比例 53%，同比下降 0.8pcts。主要是德国受电动汽车补贴退坡影响销量下滑。

部分国家已完全取消补贴，激励政策逐渐转向税收优惠

补贴政策逐步退坡，部分国家甚至已经完全取消补贴，对新能源汽车的激励政策从补贴逐渐转向税收优惠。德国 2023 年底突然取消原计划持续至 2024 年底的补贴；英国于 2025 年 4 月 1 日起，将对电车的两项税费豁免进行切换，预计 2025Q1 英国将会抢装；法国在补贴政策中添加对环境评分的限制，将部分非欧洲产地的电车排除在补贴名单之外。

大众集团、特斯拉、Stellantis 集团是欧洲纯电销量前三，合计占比 48%

大众集团、特斯拉、Stellantis 集团是欧洲十五国纯电销量前三，分别占据 21%、16%、11% 的市场份额，三家合计占比接近一半。从纯电品牌来看，销量最高的是特斯拉，份额 16%；其次是大众、宝马，份额分别 9%、8%；奔驰、雷诺、奥迪份额接近，均在 5% 左右。具体车型看，特斯拉 ModelY、Model3 包揽欧洲畅销电车前两名，斯柯达 Enyaq、沃尔沃 EX30 紧随其后。

欧盟碳排放考核趋严，英国、挪威另设零排放车辆渗透率目标

欧盟的碳排放要求将在 2025 年收紧。欧盟之外的英国、挪威另设了考核目标，英国要求 2024、2025 年零排放车辆的渗透率目标分别 22%、28%；挪威目标到 2025 年实现 100% 的零排放车辆销售。2024 年英国整体 BEV 渗透率达到 19.6%，接近 22% 的渗透率目标；挪威 2024 年取消对 PHEV 的重量税豁免，部分 PHEV 消费转向 BEV，BEV 渗透率提升至 88.9%。我们测算 2025 年欧洲 31 国新能源车销量有望提升至 339 万辆，同比增长 15%，对应渗透率 24.4%。

2025 年为碳排放考核关键节点，且各车企新一代纯电平台将陆续推向市场，欧洲新能源车市复苏在望。投资建议：（1）锂电池：推荐宁德时代、亿纬锂能、欣旺达、国轩高科；受益标的中创新航；（2）锂电材料：推荐湖南裕能；当升科技、中伟股份、华友钴业；星源材质、恩捷股份；受益标的富临精工、万润新能；容百科技、厦钨新能；天赐材料、新宙邦、天奈科技；（3）锂电结构件：受益标的科达利、铭利达、敏实集团；（4）车载 OBC：推荐威迈斯、富特科技；（5）汽车安全件：受益标的中熔电气、浙江荣泰。

风险提示：欧洲宏观经济增速不及预期、竞争加剧导致盈利能力下降风险。

特别声明

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

分析师承诺

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

股票投资评级说明

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

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

分析、估值方法的局限性说明

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

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

法律声明

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

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

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

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

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

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

开源证券研究所

上海

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

深圳

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

北京

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

西安

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