

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-03-11

宏观策略

2025 年 03 月 11 日

海外周报 20250309：紧财政冲击美股情绪，非农暂缓衰退担忧

核心观点：本周公布的美国经济数据喜忧参半，非农就业略不及预期但走弱幅度相对可控，一定程度上缓解了近期市场对于美国经济过于悲观的预期。但同时，特朗普及其内阁“紧财政”思路逐步浮出水面，欧美财政叙事的分化给美股市场情绪带来更大的冲击，美元、美股大跌。下周关注 2 月美国 CPI 和 3 月 14 日再度到来的政府停摆风波。向前看，我们认为美国经济仍有韧性，但特朗普政策对市场情绪的扰动仍是当前大类资产的主导因素。虽然短期美国财政赤字实质性削减的空间十分有限，但考虑到本届共和党在众议院较为微弱的优势、债务上限的掣肘等因素，不可忽视“紧财政”预期对市场情绪和风险资产的打压。

宏观量化经济指数周报 20250309：新增贷款：2 月同比少增，1-2 月同比持平

2 月国内挖机销量同比增长 99.4%，指向项目开工进程或开始提速

固收金工

固收周报 20250309：“抢跑”的降息预期修复了吗？

在 3 月 6 日召开的经济主题记者会上，央行行长潘功胜就 2025 年货币政策进行了展望。总结来看，市场关注的主要有两点言论：一是将中美的货币政策取向进行了对比。美联储虽然降息，但政策利率仍然处于高位，因此货币政策为限制性，而目前我国的融资成本处于历史低位，货币政策的状态是支持性的。二是在政策传导上，提出对一些不合理的，容易削减货币政策传导的市场行为加强规范。

固收周报 20250309：再次强调转债同纯债组合中的控回撤角色

国内权益市场出现一定幅度的波动，国债期货同样出现较大幅度波动，而转债整体虽然同样跟随震荡，但中低价风格明显波动更小，因此我们强调前期观点：转债不仅在同权益比较时展现出低波动特征，在当前特殊历史阶段，转债（主要指中低价、高评级标的）同样可以在同纯债构成的组合中，起到一方面控制回撤，一方面扮演对冲角色的作用。

固收点评 20250308：绿色债券周度数据跟踪（20250303-20250307）

本周（20250303-20250307）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 6 只，合计发行规模约 44.90 亿元，较上周减少 739.61 亿元。绿色债券周成交额合计 562 亿元，较上周增加 119 亿元。

固收点评 20250308：二级资本债周度数据跟踪（20250303-20250307）

本周（20250303-20250307）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 1927 亿元，较上周减少 289 亿元。

行业

环保行业跟踪周报：强化能耗考核，化债、减污降碳持续推进，垃圾焚烧与 IDC 合作契合政策导向

2025 年政府工作报告：强化能耗考核，化债、减污降碳持续推进，发展

晨会编辑 孙婷

执业证书：S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

数字经济&智能化。1) 能耗考核: 24 年单位 GDP 能耗降幅超过 3% (目标: 降低 2.5% 左右), 25 年单位国内生产总值能耗目标降低 3% 左右; 2) 化债: 拟安排地方政府专项债券 4.4 万亿元、比上年增加 5000 亿元, 重点用于消化地方政府拖欠企业账款等方向。3) 减污降碳: 制定固体废物综合治理行动计划, 管控高耗能项目, 加强资源循环利用, 双碳体系建设持续推进。4) 数字经济&智能化: 优化全国算力资源布局, 打造具有国际竞争力的数字产业集群, 发展数字化、智能化基础设施。建议关注: 垃圾焚烧受益于化债, 与 IDC 合作可解决其能耗问题, 促固废商业模式理顺。风险提示: 政策推广不及预期, 财政支出低于预期, 行业竞争加剧。

建筑材料行业跟踪周报: 政策刺激力度符合预期

周观点: (1) 根据两会政府工作报告, 2025 年财政赤字率约 4%, GDP 约 5%, 其中地方专项债增加 5000 亿, 重点用于投资建设、土地收储和收购存量商品房、消化地方政府拖欠企业账款等。政策力度和此前预期相符, 我们认为科技自信有利于地产链的估值修复。短期会比较分化, 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。

工程机械行业点评报告: 2 月销量点评: 内销超预期复苏, 看好板块利润释放空间

投资建议: 看好 2025 年行业国内外共振, 挖机及非挖全面复苏, 行业产能利用率明显复苏背景下主机厂利润有望超预期。推荐【三一重工】【中联重科】【柳工】【山推股份】【恒立液压】。风险提示: 宏观经济波动; 国际政治风险; 行业竞争加剧。

具身智能: 万亿赛道, 落地元年

相关标的: 紧抓具身智能产业化浪潮, 关注三个核心赛道: ①具身智能+应用场景: 能科科技 (军工)、麦迪科技 (康养)、东土科技 (工业)、梅安森 (煤炭)、国安达 (消防)、辰安科技 (消防)、天玛智控 (煤炭)、景业智能 (核电)、中控技术 (工业); ②机器人: 中科创达、科大讯飞、软通动力、海康威视、道通科技、汉王科技; ③核心供应链: 云天励飞、虹软科技、索辰科技、奥比中光、智微智能。风险提示: 相关政策不及预期; 各类型企业 IT 预算不及预期; 市场竞争

燃气 II 行业点评报告: 中石油合同价微增、沿海价格下降, 中石化合同价下降, 预计 2025 年城燃采购成本下行

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 ING 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, 建议关注沿海项目占比更大的【新奥能源】(沿海项目占比 60%, 25 股息率 6.5%) 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 5.1%)【港华智慧能源】。重点推荐: 【华润燃气】(25 股息率 5.4%)【昆仑能源】(25 股息率 4.8%)【中国燃气】(25 股息率 7.2%)【蓝天燃气】(25 股息率 8.0%); 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 2025/3/7)

电力设备行业跟踪周报: 人形机器人亮点不断、锂电新能源旺季启动

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)、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)、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)、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)、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)、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)、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)

建筑装饰行业跟踪周报: 财政政策定调更加积极, 基建投资景气改善可期

周观点: (1) 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。此前1月社融超预期，主要来自企业信贷和政府债券融资拉动，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。基建整体需求景气保持的情况下，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。

医药生物行业跟踪周报：政府工作报告：从市场化定价、商保支付支持创新药

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：从成长性角度选股，主要集中在创新药领域、AI医疗，重点关注百利天恒、百济神州、科伦博泰、迪哲医药、海思科、科伦博泰、信达生物、三生制药、歌礼制药等；润达医疗、晶泰控股、金域医学、安必平、泓博医药、成都先导等。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。从高股息角度选股：主要集中在中药领域，重点关注江中药业、羚锐制药、云南白药、济川药业、葵花药业等。从左侧角度选股，主要集中在原料药、部分CXO、医疗器械，重点关注诺泰生物、普洛药业、奥锐特、华海药业、药明康德、联影医疗等。风险提示：药品或耗材降价超预期；医保政策风险等；产品销售及研发进度不及预期。

汽车周观点：2月第4周乘用车同比+37.6%，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/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。

商贸零售行业跟踪周报：政府工作报告明确 2025 年大力提振消费

投资建议：建议关注黄金珠宝，商业，教育人服等板块，小商品城、安克创新、周大生、周大福、老凤祥、潮宏基、上海家化、若羽臣、蜜雪集团、学大教育、北京人力等。风险提示：消费恢复不及预期，宏观经济波动等。

煤炭开采行业跟踪周报：需求疲弱，煤价承压下行

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。

非银金融行业跟踪周报：长债利率持续上行，利好保险股

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，重点推荐中国太保、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。

机械设备行业跟踪周报：推荐工程机械内需超预期机会；布局 AI 芯片国产化带来的设备投资机会

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。

大炼化周报：国际油价连续下跌，长丝市场震荡偏弱

【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 2662.06 元/吨；国外重点大炼化项目本周价差为 1062.53 元/吨。【聚酯板块】本周 POY/FDY/DTY 行业均价分别为 7250/7611/8468 元/吨，环比分别-86/-39/-7 元/吨，POY/FDY/DTY 行业周均利润为 203/177/149 元/吨，环比分别-12/+19/+40 元/吨，POY/FDY/DTY 行业库存为 22.6/28.0/28.9 天，环比分别+2.6/+2.4/+0.7 天，长丝开工率为 92.00%，环比+1.20pct。下游方面，本周织机开工率为 59.99%，环比+2.11pct，织造企业原料库存为 7.97 天，环比-0.29 天，织造企业成品库存为 24.13 天，环比+0.49 天。【炼油板块】国内成品油：本周汽油/柴油价格下跌，航煤价格上涨。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 848.14 美元/吨，环比-24.71 美元/吨，较原油价差为 331.91 美元/吨，环比-1.68 美元/吨，PX 开工率为 91.53%，环比+0.18pct。【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。

有色金属行业跟踪周报：非农数据缓和美国衰退预期，工业金属表现强劲

铜：关税背景下价差交易进一步发酵，铜价维持震荡向上走势。本周伦铜报收 9,602 美元/吨，周环比上涨 2.57%；沪铜报收 78,320 元/吨，周环比上涨 1.93%。供给端，截至 3 月 7 日，本周进口铜矿 TC 均价再度下探至 -14 美元/吨，表明矿端持续维持紧缺状态；需求方面，下游加工企业复苏进程加快，新能源车及电子变压器需求较好，电缆需求有所恢复，国内社库入库态势初显；宏观方面，随着美国财长贝森特以及联储主席鲍威尔纷纷出面安抚市场情绪，以及对长期美债收益率曲线下行乐观表态，市场整体风偏有所提升，此外随着市场进一步发酵 25% 的铜关税，周内美铜/伦铜价差进一步扩大至近 1000 美元/吨，随着实物铜进一步向美国仓库转移，全球铜供应或出现短期短缺，本周海内外铜价全面上涨，预计短期铜价偏强走势。 **铝：**社库增速大幅放缓，旺季已至铝价有望走势震荡偏强。本周 LME 铝报收 2,689 元/吨，较上周上涨 3.26%；沪铝报收 20,835 元/吨，较上周上涨 0.94%。库存方面，LME 库存 51.09 万吨，周环比下降 1.98%；上期所库存 22.48 万吨，周环比下降 3.48%。供应端，本周山西及四川地区电解铝企业持续复产，本周电解铝行业理论运行产能 4360.00 万吨，较上周增加 4.5 万吨；需求端，本周铝板带箔企业开工率环比增长 0.05%，铝棒企业开工率环比增长 0.65%，电解铝的理论需求有所上升。本周铝锭社会库存进一步增长至 90.08 万吨，但 0.74% 的周环增速率已大幅放缓，我们认为随着市场进入旺季，社库的拐点已初步显现，看好铝价短期震荡偏强。 **黄金：**市场短期流动性缺失风险已缓解，看好黄金在滞胀周期内的表现。本周 COMEX 黄金收盘价为 2917.70 美元/盎司，周环比上涨 1.76%；SHFE 黄金收盘价为 679.48 元/克，周环比上涨 1.10%。本周周中，亚特兰大联储 GDPNow 模型再度下调其对美国 2025 年 Q1 实际 GDP 增长预测值至 -2.8%，低于 2 月 28 日的 -1.5%（该模型此前的预测值为 +2.3%），结合近期不及预期的零售与 PMI 数据，利率市场大幅提高年内的降息预期至 125bp。随着美国财长贝森特表明政府决心降低长期国债收益率曲线，贵金属价格环比上涨；本周五，美国 2 月就业数据出炉，美国 2025 年 2 月新增非农就业 15.1 万，略低于预期值 16 万；失业率录得 4.1% 略高于预期值和前值 4.0%；非农数据虽

基础化工周报：聚氨酯价格承压

【聚氨酯板块】本周纯 MDI/聚合 MDI/TDI 行业均价为 18980/18230/12765 元/吨，环比分别 -380/-330/-830 元/吨，纯 MDI/聚合 MDI/TDI 行业毛利分别为 5727/6006/699 元/吨，环比分别 -253/-189/-333 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 1560/4351/550/4524 元/吨，环比分别 +122/-66/-15/-223 元/吨。②本周聚乙烯均价为 8138 元/吨，环比 +50 元/吨，乙烷裂解/CTO/石脑油裂解制聚乙烯理论利润分别为 1097/2021/-154 元/吨，环比分别 -94/+81/+254 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 -182/1597/-388 元/吨，环比分别 +60/+48/+221 元/吨。 **【煤化工板块】**本周合成氨/尿素/DMF/醋酸行业均价为 2394/1844/4115/2765 元/吨，环比分别 +143/+39/-195/-0 元/吨，合成氨/尿素/DMF/醋酸行业毛利分别为 341/148/-359/63 元/吨，环比分别 +130/+42/-322/-66 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。

原油周报：OPEC+宣布恢复增产，国际油价下跌

【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。

金融产品跟踪周报：权益 ETF 系列：短期谨慎，中期乐观

A 股市场行情展望：（2025.3.10-2025.3.14）观点：短期谨慎，中期乐观。历史回测中，汇率是短期对股市影响最大的因素之一，因此本周在美元指数大幅度走弱的背景下，A 股和港股都走出了持续上涨的态势。后续随着汇率进入相对平稳的状态，A 股和港股的走势可能也会进入一段相对震荡的时期。周五的行情，相对高位的科技板块发生了冲高回落，而相对低位的权重板块则发生了小幅度上涨，这说明市场短期情绪偏谨慎。根据日历效应统计，两会后一周时间大盘指数走势相对偏震荡，三月中下旬则可能再次发生一波上涨走势。因此我们认为后续一周时间可能走势相对震荡，但再往后到三月底，我们持乐观态度。市场后续我们需要关注的重点是经济数据是否有进一步复苏。如果经济进一步转暖，则风格上可能会逐渐往顺周期方向转移；如果没有，则高位题材板块可能继续上涨。这个风格转换的时间点可能会发生在三月底、四月初左右的时间段。所以我们的结论是：短期谨慎，中期乐观。小盘成长风格我们认为短期震荡后，可能会持续到三月底。顺周期板块则可以考虑左侧观察。港股方向，我们维持短期谨慎、长期看好的观点。如果短期认为恒生科技涨幅较大，则可以考虑恒生消费等相对低位的板块。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短期调整，然后继续上涨。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。

工程机械行业点评报告：工程机械开工销售旺季即将来临，重视板块春季躁动行情【勘误版】

风险提示：宏观经济波动；国际政治风险；行业竞争加剧。

推荐个股及其他点评

东诚药业（002675）：十年磨一剑，高壁垒核药产业平台进入收获期

主业稳定向上+核药产业链进入收获期。原有业务肝素原料药价格于 2024 年见底，预期 2025-2027 年将会贡献稳定收益。自 2015 年公司通过收购云克、安迪科，成立创新核药蓝纳成，造就核药全产业链网络。公司近 30

家核药房投产,大规模资产开支基本结束,一方面是诺华等核药在医院放量的关键端口,另一方面蓝纳成创新诊断及治疗核药进入收获期,将给公司带来巨大业绩弹性。核药行业需求扩容,双寡头供应格局稳定:RDC核药相较ADC,配体可选择性更多,无需细胞内吞或断裂连接子,也无需特定抗原识别,具备独特治疗与安全性优势。核磁影像硬件设备增加,核药治疗医疗环境提升,核药产业政策扶持等产业机会多。根据Precedence Research,2023年全球核药市场规模为107亿美元,2024-2033年CAGR为11.5%;并根据弗若斯特沙利文测算,2023年我国核药市场规模约50亿人民币,2021-2025年CAGR为32.4%。核药领域竞争环境较好,因为核医学原料供应、生产流通、医院准入、政策监管等方面产业链壁垒高,格局较为稳定。对标海外影射,公司核药产业全链条网络化供应优势突显:诺华自2017年起通过连续收并购成为核药龙头,率先实现核药商业化且放量迅速。两款标志性治疗性靶向核药Pluvicto和Lutathera,分别于2022年和2018年获FDA批准上市,便快速于2024年分别实现营收13.92亿美元(+42.0%,括号内为同比增速,下同)和7.24亿美元(+19.7%)。伴随治疗性核药放量,配套的诊断核药示踪剂需求同步飞升。两款标志性产品均于2021年上市,Plarify于2023年营收8.51亿美元(+61.45%),Illuccix于2024年营收5.4亿美元(+56%)。估算21亿美元的治疗市场约对应14亿美元的诊断市场,诊断性核药市场亦不容小觑。Pluvicto于2024年9月被我国CDE纳入优先审评,其将于25-26年在中国大陆获批上市。风险提示:新药研发进展不及预期,核药政策改革,汇率波动,肝素原料药采购及价格波动,以及折旧增加导致业绩下滑的风险。

优必选(09880.HK): 促发人形机器人群体智能觉醒,协同提效有望加速产业落地

促发人形机器人群体智能觉醒,协同提效有望加速产业落地

满帮集团(YMM): 2024Q4 业绩点评: 收入利润双超预期,继续看好平台价值显现

我们看好公司在货主/司机端的份额进一步提升,带动交易服务收入高增,我们将公司2025-2026年Non-GAAP归母净利润预测由51/65亿元上调至54/70亿元,新增2027年预测89亿元,对应PE分别为18/14/11倍,公司注重股东回报(2025年现金股息2亿美元,2026/3/12之前额外回购最多2亿美元股票),维持“买入”评级。

三生制药(01530.HK): SSGJ707 II期数据积极,创新药进入收获期
SSGJ707 II期数据积极,创新药进入收获期

远东宏信(03360.HK): 2024 年年报点评: 业绩相对承压,产业运营业务表现突出

盈利预测与投资评级:根据公司2024年经营情况及外部环境,我们下调此前盈利预测,预计2025-2026年公司归母净利润分别为48.89/54.32亿元(前值分别为63.13/71.18亿元),对应增速26.57%/11.11%。预计2027年归母净利润为59.51亿元,对应增速9.56%。当前市值对应2025-2027年PE分别为4.94/4.45/4.06倍。看好公司通过丰富服务内容实现产业运营和新型金融业务的稳健增长,带动ROE稳步提升,维持“买入”评级。风险提示:1)监管政策趋严限制融资租赁业务开展;2)产业运营业务增长不及预期;3)利率大幅波动。

东鹏饮料(605499): 2024 年年报点评: 24 年高质量收官,确定性与成

长性兼具

结合公司最新业绩，我们略调整 2025-2026 年归母净利润为 44.8/58.0 亿元(2025~2026 年前值为 45.1、58.0 亿元)，同比+35%、29%，新增 2027 年归母净利润 70.8 亿元，同比+22%，对应 PE 为 27、21、17 倍，维持“买入”评级。

乖宝宠物（301498）：宠物蓝海，乖宝先航

宠物食品属于景气赛道，行业空间仍在扩容，而且国产品牌的市占率有逐步提升的趋势，公司在国产品牌中有领先优势，头部地位稳固，已经证明在品牌、研发、渠道上的管理能力，凭借行业红利和自身的优势，在宠物行业大有可为。预计公司 2024-2026 年营收同比增长 21%/20%/18%；归母净利润同比增长 44%/23%/27%，对应 PE 为 54/44/34X，首次覆盖，给予“买入”评级。

宏观策略

海外周报 20250309: 紧财政冲击美股情绪, 非农暂缓衰退担忧

核心观点: 本周公布的美国经济数据喜忧参半, 非农就业略不及预期但走弱幅度相对可控, 一定程度上缓解了近期市场对于美国经济过于悲观的预期。但同时, 特朗普及其内阁“紧财政”思路逐步浮出水面, 欧美财政叙事的分化给美股市场情绪带来更大的冲击, 美元、美股大跌。下周关注 2 月美国 CPI 和 3 月 14 日再度到来的政府停摆风波。

向前看, 我们认为美国经济仍有韧性, 但特朗普政策对市场情绪的扰动仍是当前大类资产的主导因素。虽然短期美国财政赤字实质性削减的空间十分有限, 但考虑到本届共和党在众议院较为微弱的优势、债务上限的掣肘等因素, 不可忽视“紧财政”预期对市场情绪和风险资产的打压。

大类资产: 衰退预期略有缓释, 美国紧财政预期升温, 美元资产大跌。本周公布的美国经济数据喜忧参半, 非农就业略不及预期但尚在市场预期范围内, 一定程度上缓解了近期市场对于美国经济衰退的担忧情绪。但另一方面, 特朗普及其内阁成员本周讲话释放“紧财政”思路, 与欧元区的“财政宽松”转向叙事形成鲜明分化, 加之关税政策的反复, 美股延续大跌, 美元持续下挫。全周(3 月 3 日至 7 日)来看, 美元指数大跌 3.51%, 最新收至 103.84, 为去年 11 月以来新低; 美债利率走势震荡, 10 年美债利率升 9bps 至 4.30%, 2 年美债利率持平 4.0%; 标普 500、纳斯达克指数分别下跌 3.1%、3.45%; 恒生指数则逆势上涨 5.62%, 领先全球主要股指表现。

海外经济: 服务业 PMI 与非农就业缓解市场对美国经济衰退担忧。本周公布的美国 PMI 和就业数据喜忧参半, 但整体上部分纠偏了近期对美国“衰退”叙事的悲观情绪。景气指数方面, 美国制造业和服务业 PMI 表现分化: 2 月 ISM 美国制造业 PMI 录得 50.3, 预期 50.8, 较前值 50.9 有所回落, 服务业 PMI 录得 53.5, 好于预期的 52.5 和前值 52.8, 其中, 二者的就业指数分项分化, 服务业 PMI 报告显示, 招聘增加来自提前招聘(赶在非法移民劳动力彻底流失前增加招聘, 以提前锁定工资), 另有采购经理回复政府行动导致招聘延迟。就业方面, 本周公布的美国一揽子就业数据连续逊于预期, 但也未至衰退水平。周三公布的 2 月 ADP 美国私营就业+7.7 万, 大幅低于预期的+14 万, 前值+18.3 万; 周四公布的 2 月美国挑战者裁员人数录得 17.2 万, 同比+103%, 为疫情以来新高, 报告称 DOGE 部门裁员和对关税的担忧是主要影响。周五公布的 2 月美国非农就业略不及预期, 但由于下行幅度相对有限且市场对政府就业等的减少已有一定预期, 资产反应较为平淡。主要受本周偏弱的建筑开支、PMI、国内批发贸易和进出口数据影响, 亚特兰大联储 GDPNow 模型对 25Q1 美国 GDP 环比年率预测值由上周的-1.48%再度下调至最新的-2.41%, 纽约联储 Nowcast 模型将预测值由上周的+2.94%下调至+2.67%。

非农就业: 总体弱于预期但幅度可控, 结构数据显示劳务市场仍在趋势降温。2 月美国新增非农就业+15.1 万, 预期+16 万, 前两个月累计下修 0.2 万; 失业率小幅反弹至 4.1%, 时薪环比+0.3%, 较前值+0.5%回落至正常区间。总体来看, 2 月非农就业证实了美国劳务市场延续温和降温, 但走弱幅度尚在市场预期范围内, 因而部分缓解了近期市场对于美国经济“衰退”的过度担忧情绪, 数据发布后, 资产走势较为纠结, 美债利率小幅震荡下行。①从行业结构看, 就业的走弱集中于部分行业, 就业扩散指数有所改善: 2 月联邦政府就业减少 1 万人, 休闲餐旅就业减少 1.6 万人, 其中餐饮行业减少 2.8 万人, 为 2 月就业的主要拖累。对于前者市场已有一

定预期，后者则部分受 2 月寒冷天气影响；1 个月就业扩散指数由前值 52.4 回升至 58.4。②居民端就业显著走弱，失业和就业结构仍在恶化：2 月新增非劳动力 54.6 万，其中 16.2 万来自平民人口增加，38.5 万来自劳动力减少，因此劳动参与率跌 0.2% 至 62.4%；2 月居民就业减少 58.8 万，其中 38.5 万来自劳动力减少，20.3 万来自失业增加，因此失业率小幅上升至 4.1%。可见，失业率的小幅回升伴随劳动参与率的走低，意味着“实际”失业者情况或将更差。从失业结构看，在 2 月新增的 20.3 万失业中，有 4 万来自永久失业（需求恶化），较前值大增；从就业结构看，2 月减少的就业者中，全职就业减少 122 万，而兼职就业则增加了 61 万。兼职就业人数的大增也使得全口径 U6 失业率（包括气馁工人、边际劳动力、因经济原因兼职就业者）由前值 7.5% 大幅跃升至 8.0%。非农数据发布后，白宫国家经济委员会主任 Hassett 称，未来就业报告将更明显地反映政府裁员影响。海外政治：关税政策反复而市场反应趋于平淡，紧财政预期打击市场风险情绪。本周特朗普政策议题不断，关税政策的“反复”令市场对其的反应趋于平淡，而特朗普及其内阁官员近期发言所体现的“紧财政”思路则越来越被市场所定价，进一步打压美股风险情绪。美东时间 3 月 4 日，特朗普在国会发表讲话，称将实现 24 年来未达成的目标：实现联邦预算平衡。周四和周五，美国财长贝森特在讲话和采访中为关税政策辩护，称关税的“一次性”影响可能是暂时的；市场和经济已经沉迷于政府支出，将会有有一个“排毒期”；强势美元政策没有变化。结合近期参议院和众议院通过的 FY2025 财政预算案均在不同程度考虑未来的财政减支空间，特朗普任期内“紧财政”思路逐步浮出水面。相较之下，俄乌冲突局势的变化加速了欧元区向“财政宽松”的转向。3 月 4 日，欧盟委员会主席表示，欧洲准备大幅提高国防支出；随后，德国候任总理默茨表示，德国将修改宪法以豁免国防和安全支出的财政支出限制，受此影响，当日 10 年期德国国债收益率暴涨 30bps，创下 1990 年来有数据记录以来的最大单日涨幅，欧元看涨情绪飙升。美国“紧财政”与欧元区“财政宽松”叙事之间的分化在近期快速升温，成为冲击美股风险情绪的又一个预期差。向前看，我们认为虽然在社保、利息等强制性支出制约下，美国财政赤字实质性削减的空间十分有限，但考虑到本届共和党在众议院较为微弱的优势，加之债务上限对共和党预算和拨款法案谈判的掣肘等因素，不可忽视“紧财政”预期对市场情绪和风险资产的打压。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 20250309：新增贷款：2 月同比少增，1-2 月同比持平

观点 周度 ECI 指数：从周度数据来看，截至 2025 年 3 月 9 日，本周 ECI 供给指数为 50.39%，较上周回落 0.04 个百分点；ECI 需求指数为 49.95%，较上周回升 0.02 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 50.02%，较上周回升 0.03 个百分点；ECI 消费指数为 49.69%，较上周回升 0.05 个百分点；ECI 出口指数为 50.31%，较上周回升 0.01 个百分点。月度 ECI 指数：从 3 月第一周的高频数据来看，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 50.02%，较 2 月回升 0.08 个百分点；ECI 消费指数为 49.69%，较 2 月回升 0.08 个百分点；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月初工业生产的修复有所放缓，而需求端的景气度仍在边际回升，乘用车零售、基建实物工作量等指标均明显优于去年同期，一季度经济“开门红”的趋势仍在延续。工业生产方面，3月初主要行业开工率边际有所回落，同比增速也有所收窄，煤炭、建筑钢材等行业库存仍延续去库态势；投资方面。基建实物工作量相关高频数据绝对值仍偏低，但已超过去年同期水平，此外根据中国工程机械工业协会的相关数据，2月国内挖机销量同比增长99.4%，指向项目开工进程或开始提速；出口方面，受高基数、工作日减少等因素影响，1-2月出口增速略低于市场预期，但从高频来看，2月末3月初监测港口货物吞吐量仍延续增长，预计随着基数的走低3月份出口增速有望回升，全年来看，关税政策不确定性仍是制约出口修复的主要因素。

ELI指数：截至2025年3月9日，本周ELI指数为-0.13%，较上周回落0.42个百分点。预计2月份新增贷款或同比少增、社融或延续多增。1月份新增贷款抵抗住工作日较少的压力实现同比多增，2月份金融数据是验证贷款“开门红”成色的重要窗口，由于去年四季度贷款规模冲量、银行负债成本边际抬升和“化债”压力渐起，2月份新增贷款或恢复同比少增，可政府债券融资依旧支持社融同比多增。（1）从表征贷款投放景气度的国股银票转贴现利率看，2025年2月末3个月期票据利率下滑至0.9%，全月以月度最低值收盘，2月份均值从1月份的1.69%下滑至1.35%，票据仅是银行体系的资产端，作为对比，3个月期同业存单到期收益率在2月份系统性抬升，月度均值反而上升15bps至1.92%，同期限票据利率和同业存单利率之差大幅走扩至-57bps，银行体系或在2月份同时面临“负债荒”和“资产荒”，导致一方面提价发行同业存单以充实负债来源，另一方面买入票据以冲量贷款。预计2025年2月新增贷款1.0-1.2万亿，同比少增约2500-4500亿元。（2）2月份“化债”或继续推动政府债券融资同比多增，并成为拉动社融的主要动力，根据Wind统计数据显示，2月政府债券净融资规模1.69万亿，同比多增约1.0万亿，政府债融资或推动社融增长2.6万亿左右，相比2024年1月份大幅同比多增约1.1万亿，社融存量增速或提升至8.3%左右。基于预测值，2025年1月至2月新增贷款规模和2024年1月至2月基本持平，在地方政府“化债”压力的持续影响下，新增贷款与去年尚未受到二季度金融行业增加值改革的量基本持平，反映出2024年三季度以来调降存量房贷利率、股市预期好转等多种因素，正在推动实体经济流动性好转。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

固收周报 20250309：“抢跑”的降息预期修复了吗？

观点 两会召开，央行领导发言定调全年货币政策，同时债券市场迎来了大幅度调整，如何看待当前点位的配置价值？在3月6日召开的经济主题记者会上，央行行长潘功胜就2025年货币政策进行了展望。总结来看，市场关注的主要有两点言论：一是将中美的货币政策取向进行了对比。美联储虽然降息，但政策利率仍然处于高位，因此货币政策为限制性，而目前我国的融资成本处于历史低位，货币政策的状态是支持性的。回顾来看，2024年央行创设了不少新的货币政策工具，包括买断式逆回购和买卖国债，就目前使用的情况来看，定位

多为流动性投放，与支持性的货币政策立场相符合。截至3月7日，DR007与7天期逆回购利率之间的差值为30.66bp，2023年1月1日至2025年3月7日这一差值的中枢为15.49bp，目前水平处于87%的分位数水平，显然偏离了资金利率围绕政策利率波动的宗旨。基于此，我们认为1-2月资金市场的“紧货币”体感将会缓解。二是在政策传导上，提出对一些不合理的，容易削减货币政策传导的市场行为加强规范。债券投资者在2024年12月便出现了降息预期的抢跑，因此对这一言论反应较大，3月6日和7日10年期国债收益率分别上行3.7bp和5.5bp。在此我们选择了两个时间点，时间点一为2024年TS价格与3月7日大致相同的日期，即2024年7月19日，时间点二为提出“适度宽松”货币政策基调的日期，即为2024年12月9日。通过对比当前与该两个时间点上的各期限国债收益率，观察债券市场是否实现了降息预期抢跑后的纠偏。通过表1可以发现，7Y及以下的国债收益率已经上行至降息预期发酵之前，叠加前文所说的“紧货币”体感将有所缓解的判断，短端债券的配置价值已经凸显，预计收益率曲线将陡峭化。

美国25年2月制造业PMI指数、非制造业PMI指数及2月失业率数据公布，后市美债收益率如何变化？上周(0303-0307)海外美债收益率长端下探有所放缓，最低触及4.1%，长短端收益率差(10y-2y)约35bp，较前期有所修复，我们认为联储将维持该指标在20-40bp区间，从历史上来看，在出现倒挂风险时联储将及时出手通过降息对短端收益率进行压降。同期美元持续走贬，德国政府将增加军费的声明刺激了资金流出前往欧洲，对欧元反转走升形成提振，同时日元跟随欧元进一步震荡走升。美债、美元的左侧机会是我们前期海外方面一直维持的观点，背后是由于我们观察到美国经济一枝独秀的不可持续性，且特朗普政府的关税、地缘政策正在削弱而非改善美国企业竞争力，同时目前我们也观察到非周期性的阻碍美元全球回流顺畅的一些边际迹象，这或从结构上对欧元、日元形成系统性的支撑。因此我们结合增量数据，思考如下：

(1) 美国2月制造业PMI指数下降；2月非制造业PMI指数有所回升，超过前值及预期。美国2月ISM制造业指数50.3，低于前值50.9及预期50.8。重要分项指数方面：新订单指数48.6，较1月的55.1下降6.5个点，结合库存指数上涨，从1月的45.9增加至49.9，表明库存周期暂未趋势性回升；就业指数收缩，从1月的50.3降至2月的47.6，招聘步伐放缓，或阻碍GDP增长。美国非制造业PMI走强，2月美国非制造业PMI指数53.5，超过前值52.8及预期52.5。重要分项指数，新订单指数回升0.9个点至2月的52.2，商业活动指数微小下降0.1个点至2月54.4，物价指数回升2.2个点至2月的62.6，表明物价大幅上扬。

(2) 2025年2月美国失业率上升，非农新增就业人口增长不及预期。2月官方失业率——即衡量积极找工作失业人数的U3失业率为4.1，高于前值4.0及预期4.0，包括临时工在内的U6失业率高于1月份，失业率抬头表明美国就业市场疲软，一定程度上印证了2月制造业PMI指数下降现象。美国2月非农新增15.1万，不及市场预期的16万，高于前值的12.5万，其中，贡献最大的仍是服务业，尤其是教育和保健服务(+7.3万)贡献了近5成的新增就业。

(3) 美联储维持观望，等待经济前景更明朗。3月7日，美联储主席鲍威尔发表讲话表示现阶段无需急于调整政策利率，美联储可以耐心等待形势变得更加清晰，保持谨慎的代价非常、非常低。强调特朗普政策变化带来的不确定性仍偏高。美联储正在评估贸易政策变化带来的影响，而这些变化已加剧了经济不确定性。美联储当前的重点是在经济前景变化的过程中，分辨真正的信号与市场噪音。截至3月9日，

Fedwatch 预期 2025 年 3 月降息 25bp 的概率为 12.0%，上周为 7.0%；5 月份降息的可能性为 52.1%，上周为 32.0%；6 月份在 5 月份降息的基础上再次降息的可能性为 38.6%，上周为 23.8%。风险提示：地方偿债高峰临近；外部加息预期扰动。

（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 20250309：再次强调转债同纯债组合中的控回撤角色

本周（0303—0307）海外美债收益率长端下探有所放缓，最低触及 4.1%，长端短收益率差（10y—2y）约 35bp，较前期有所修复，我们认为联储将维持该指标在 20—40bp 区间，从历史上来看，在出现倒挂风险时联储将及时出手通过降息对短端收益率进行压降。同期美元持续走贬，德国政府将增加军费的声明刺激了资金流出前往欧洲，对欧元反转走升形成提振，同时日元跟随欧元进一步震荡走升。美债、美元的左侧机会是我们前期海外方面一直维持的观点，背后是由于我们观察到美国经济一枝独秀的不可持续性，且特朗普政府的关税、地缘政策正在削弱而非改善美国企业竞争力，同时目前我们也观察到非周期性的阻碍美元全球回流顺畅的一些边际迹象，这或从结构上对欧元、日元形成系统性的支撑。国内权益市场出现一定幅度的波动，国债期货同样出现较大幅度波动，而转债整体虽然同样跟随震荡，但中低价风格明显波动更小，因此我们强调前期观点：转债不仅在同权益比较时展现出低波动特征，在当前特殊历史阶段，转债（主要指中低价、高评级标的）同样可以在同纯债构成的组合中，起到一方面控制回撤，一方面扮演对冲角色的作用。下周预测转债下修概率最大的前十名分别为：帝欧转债、文科转债、普利转债、紫银转债、中装转 2、首华转债、鲁泰转债、维尔转债、蓝帆转债、青农转债。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、大丰转债、海环转债、核建转债、伊力转债、海亮转债、万凯转债、美锦转债、希望转债、希望转 2。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 20250308：绿色债券周度数据跟踪（20250303-20250307）

观点 一级市场发行情况：本周（20250303-20250307）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 6 只，合计发行规模约 44.90 亿元，较上周减少 739.61 亿元。发行年限多为 3 年；发行人性质为地方国有企业、中央国有企业、央企子公司；主体评级多为 AAA、AA+级；发行人地域为北京市、湖南省、江苏省；发行债券种类为交易商协会 ABN、企业 ABS、商业银行普通债。二级市场成交情况：本周（20250303-20250307）绿色债券周成交额合计 562 亿元，较上周增加 119 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 254 亿元、218 亿元和 68 亿元；分发行期限来看，3Y 以下绿色债券成交量最高，占比约 80.23%，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 243 亿元、114 亿元和 15 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 202 亿元、75 亿元和 45 亿元。估值偏离度前三十位个券情况：本周（20250303-20250307）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，折价成交的比例小于溢价成交。折价个券方面，折价率前三的个券为 22 万科 GN003（-2.1667%）、22 万科 GN001（-0.6763%）、G 三峡 EB2（-0.4807%），其余折价率均在 -0.40% 以内。主体行业以建

筑、房地产和公用事业为主，中债隐含评级以 AA+、AAA、AAA- 评级为主，地域分布以广东省、北京市、湖北省居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为 22 广东债 10(1.2777%)、22 广东债 08(0.8656%) 和 21 深圳债 15 (0.7994%)，其余溢价率均在 0.75% 以内。主体行业以金融、房地产和建筑为主，中债隐含评级以 AAA、AA+、AA 评级为主，地域分布以广东省、天津市、北京市居多。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 20250308：二级资本债周度数据跟踪 (20250303-20250307)

观点 一级市场发行与存量情况：本周 (20250303-20250307) 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 7 日，二级资本债存量余额达 44,117.75 亿元，较上周末 (20250228) 无变化。二级市场成交情况：本周 (20250303-20250307) 二级资本债周成交量合计约 1927 亿元，较上周减少 289 亿元，成交量前三个券分别为 25 工行二级资本债 01BC (237.91 亿元)、24 建行二级资本债 03BC (60.22 亿元) 和 24 建行二级资本债 02A (58.70 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 1463.71 元、175.83 亿元和 92.03 亿元。从到期收益率角度来看，截至 3 月 7 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：10.69BP、11.35BP、11.35BP；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：13.13BP、12.94BP、12.94BP；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：10.79BP、10.82BP、10.82BP。估值偏离%前三十位个券情况：本周 (20250303-20250307) 二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交的比例小于溢价成交，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 21 九台农商二级 (-5.0624%)、23 日照银行二级资本债 01 (-0.4489%)、22 威海商行二级资本债 01 (-0.3584%)，其余折价率均在 -0.35% 以内。中债隐含评级以 AA-、AA 评级为主，地域分布以山东省、吉林省居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为 24 丽水莲都农商行二级资本债 01 (1.2441%)、24 工行二级资本债 01B(BC) (1.0988%)、24 浦发银行二级资本债 02B (0.9640%)，其余溢价率均在 0.95% 以内。中债隐含评级以 AAA-、AA+ 评级为主，地域分布以北京市、上海市居多。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

环保行业跟踪周报：强化能耗考核，化债、减污降碳持续推进，垃圾焚烧与 IDC 合作契合政策导向

投资要点 重点推荐：瀚蓝环境，美埃科技，宇通重工，光大环境，昆仑能源，三峰环境，兴蓉环境，洪城环境，景津装备，伟明环保，九丰能源，龙净环保，高能环境，仕净科技，金宏气体，蓝天燃气，新奥股份，赛恩斯，路德环境，盛剑科技，华特气体，金科环境，英科再生。建议关注：绿色动力环保，粤海投资，北控水务集团，永兴股份，军信股份，武汉控股，碧水源，海螺创业，旺能环境，重庆水务，凯美特气，三联虹普。2025 年政府工作报告：强化能耗考核，化债、减污降碳持续推进，发展数字经济&智能化。1) 能耗考核：24 年单位 GDP 能耗降幅超过 3% (目标：降低 2.5% 左右)，25 年单位国内生产总值能耗目标降低 3% 左右；2) 化债：拟安排地方政府专项债

券 4.4 万亿元、比上年增加 5000 亿元，重点用于消化地方政府拖欠企业账款等方向。3) 减污降碳：制定固体废物综合治理行动计划，管控高耗能项目，加强资源循环利用，双碳体系建设持续推进。4) 数字经济&智能化：优化全国算力资源布局，打造具有国际竞争力的数字产业集群，发展数字化、智能化基础设施。建议关注：垃圾焚烧受益于化债，与 IDC 合作可解决其能耗问题，促固废商业模式理顺。公司跟踪：1) 粤丰环保：业绩回归纯运营，现金流大增。2024 年持续经营业务收入 41.98 亿港元，同比-15.4%，归母净利润 9.24 亿港元（不含并购要求已剥离的停车业务），同比-9.7%，其中建设收入 0.22 亿港元，同比-97.8%，收入占比降至 0.5%。2024 年，真实经营现金流净额 18.7 亿港元，同比-3.5%，资本开支 5.1 亿港元，同比-65.3%，测算自由现金流为 13.6 亿港元，2023 年为 4.7 亿港元。2) 军信股份：签约奥什市垃圾科技处置项目框架协议，探索垃圾焚烧+IDC 合作应用。项目包括绿电中心（通过垃圾焚烧发电）、供热中心（利用垃圾焚烧产生的蒸汽提供热能）和算力中心（利用绿电为算力设备供电以及利用蒸汽制冷等技术降低附属设备能耗）。项目的特许经营期限拟定为最长 35 年，垃圾处理规模预计为日处理 2000 吨。深度研究：垃圾焚烧助力超低 PUE 零碳项目，关注 IDC 合作机会。政策提出到 2025 年底，国家枢纽节点数据中心项目电能利用效率不得高于 1.2、新建数据中心绿电占比超过 80%。各地明确 PUE 上限，超标实行差别电价或强制关停等措施。IDC 合作优势：1) 清洁：垃圾焚烧发电属于绿电，可解决能耗指标问题。溴化锂机组利用余热制冷取代用电制冷，降低制冷系统能耗。2) 稳定：优质项目垃圾充足，年利用小时 8200h 可比核电。3) 经济性：垃圾发电度电营业成本约 0.37 元/度，相较于风光配储、燃气发电具备优势。4) 区位：垃圾焚烧发电相对分布式，与国内分布式数据中心的现状更匹配。IDC 合作有望增厚盈利&改善现金流。1) 供电：考虑算力中心使用工商业电价平均 0.7 元/度，对于补贴期内项目，垃圾焚烧直供电价有望不低于当前平均上网电价 0.6 元/度，to B 无现金流风险；对于无补贴项目，有望超出燃煤标杆电价。2) 供热：按 150 元/吨蒸汽测算，供热较发电单吨垃圾增收 70 元/吨，单吨净利率弹性约 75%。关注产能布局与国家“东数西算”工程重点区域匹配的企业。重点推荐【瀚蓝环境】整合粤丰，粤丰韶关项目可匹配韶关集群发展，建议关注【军信股份】独揽长沙垃圾焚烧市场，长沙智算中心具备合作潜力，【旺能环境】固废产能半数位于浙江，【永兴股份】【绿色动力】【中科环保】等。行业跟踪：1) 环卫装备：2025M1 新能源渗透率同增 5.36pct 至 14.36%。春节影响下，25M1 环卫车销量 5535 辆（同比-16%），其中新能源 795 辆（同比+35%），盈峰环境/宇通重工/福龙马新能源市占率分别为 36%/13%/7%。2) 生物柴油：生物柴油价格回升，盈利修复。2025/2/28-2025/3/6 生柴均价 8104 元/吨（周环比+0.7%），地沟油均价 6093 元/吨（周环比+3.1%），考虑一个月库存周期测算单吨盈利为 813 元/吨（周环比+16.3%）。3) 锂电回收：金属价格上行&折扣系数微增，盈利小幅下降。截至 2025/3/7，三元黑粉折扣系数周环比微增，锂/钴/镍系数分别为 76.5%/76.5%/76.5%。截至 2025/3/7，碳酸锂 7.51 万（周环比-0.1%），金属钴 20.70 万（周环比+13.1%），金属镍 13.09 万（周环比+2.9%）。根据模型测算单吨废料毛利-1.15 万（周环比-0.023 万）。4) 电子特气：价格整体持稳，市场平稳运行。2025/2/23-2025/3/1 氙气周均价 2.88 万元/m³（周环比持平），氦气周均价 315 元/m³（周环比持平），氟气周均价 125 元/m³（周环比持平），氩气周均价 657 元/瓶（周环比-0.08%）。风险提示：政策推广不及预期，财政支出低于预期，行业竞争加剧。

(证券分析师: 袁理 证券分析师: 陈致文)

建筑材料行业跟踪周报: 政策刺激力度符合预期

投资要点 本周(2025.3.3-2025.3.7, 下同): 本周建筑材料板块(SW)涨跌幅 2.62%, 同期沪深 300、万得全 A 指数涨跌幅分别为 1.39%、2.43%, 超额收益分别为 1.24%、0.19%。大宗建材基本面与高频数据: (1) 水泥: 本周全国高标水泥市场价格为 390.3 元/吨, 较上周+2.8 元/吨, 较 2024 年同期+32.7 元/吨。较上周价格持平的地区: 长三角地区、泛京津冀地区、华北地区、华东地区; 较上周价格上涨的地区: 两广地区(+10.0 元/吨)、东北地区(+13.3 元/吨)、中南地区(+3.3 元/吨)、西南地区(+2.0 元/吨)、西北地区(+3.0 元/吨); 较上周价格下跌的地区: 长江流域地区(-2.9 元/吨)。本周全国样本企业平均水泥库位为 55.2%, 较上周-2.0pct, 较 2024 年同期-9.3pct。全国样本企业平均水泥出货率(日发货率/在产产能)为 38.1%, 较上周+7.2pct, 较 2024 年农历同期-7.4pct。(2) 玻璃: 卓创资讯统计的全国浮法白玻原片平均价格为 1358.1 元/吨, 较上周-28.7 元/吨, 较 2024 年同期-681.8 元/吨。卓创资讯统计的全国 13 省样本企业原片库存为 6168 万重箱, 较上周+184 万重箱, 较 2024 年同期+810 万重箱。(3) 玻纤: 本周, 国内无碱粗纱市场价格稳中有涨, 周内个别大厂缠绕纱价格小幅提涨。截至 3 月 6 日, 国内 2400tex 无碱缠绕直接纱市场主流成交价维持 3600-3700 元/吨不等, 全国企业报价均价在 3813.33 元/吨, 主流含税送到, 较上一周均价(3789.50 元/吨)上涨 0.63%, 同比上涨 23.91%, 较上周同比涨幅扩大 0.83 个百分点; 本周电子纱市场多数厂报价涨后暂稳, 基于前期部分厂价格提涨后, 周内个别厂亦有跟涨。周内电子纱 G75 主流报价 8800-9200 元/吨不等, 较上一周均价上涨 0.37%; 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) 根据两会政府工作报告, 2025 年财政赤字率约 4%, GDP 约 5%, 其中地方专项债增加 5000 亿, 重点用于投资建设、土地收储和收购存量商品房、消化地方政府拖欠企业账款等。政策力度和此前预期相符, 我们认为科技自信有利于地产链的估值修复。短期会比较分化, 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行，涨幅为 0.7%。价格上涨区域有吉林、广东、云南和陕西地区，幅度 20-40 元/吨；价格下调区域主要是重庆，幅度 20 元/吨。三月初，受降温、雨雪天气，以及下游资金紧张影响，国内水泥市场需求缓慢恢复，全国重点地区企业出货率环比提升约 7 个百分点。价格方面，受益于各地企业错峰生产执行情况良好，库存压力不大，加之企业为提升盈利主动推涨价格，南方部分地区价格陆续落实到位，带动全国价格整体上行，预计后期价格将延续稳中有升的走势。(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，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)

工程机械行业点评报告: 2月销量点评: 内销超预期复苏, 看好板块利润释放空间

投资要点 1-2月挖机内销增长51%, 国内挖机市场超预期复苏 据中国工程机械工业协会对挖掘机主要制造企业统计, 2025年2月销售各类挖掘机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。国内非挖表现同样优异, 除房地产直接挂钩品种外均底部向上 根据协会数据, 1月国内平地机/压路机/摊铺机国内销量同比分别+23.9%/-4.14%/+5.66%, 相比于2024年明显回暖, 2024年三类机型销量分别同比+17.6%/-14.4%/-19.0%, 1月即使有春节影响依然表现优异, 这三类机型销量回暖侧面印证市政工程、基建等下游需求边际改善。根据我们草根调研, 2月除塔吊外, 起重机、混凝土等与房地产相关性较高的产品也已经大幅回暖, 我们判断主要系另一大下游风电需求有支撑, 且行业销量已经跌至较低位置。我们认为2025年非挖回暖对国内主机厂的影响有望从利润拖累变成正向贡献, 主机厂利润表现有望超预期。2月行业出口继续回暖、行业有望迎来国内外共振 2月挖机出口7630台, 同比增长12.7%, 装载机4225台, 同比增长13.2%, 1-2月挖机/装载机累计出口增速分别为7.4%/8.3%, 出口表现持续回暖, 我们判断主要系中东、东南亚、非洲、南美等新兴市场需求保持高景气, 欧美市场降幅逐步收窄, 2025年行业有望迎来国内外共振。投资建议: 看好2025年行业国内外共振, 挖机及非挖全面复苏, 行业产能利用率明显复苏背景下主机厂利润有望超预期。推荐【三一重工】【中联重科】【柳工】【山推股份】【恒立液压】。风险提示: 宏观经济波动; 国际政治风险; 行业竞争加剧。

(证券分析师: 周尔双)

具身智能: 万亿赛道, 落地元年

具身智能(Embodied AI)是指有物理载体的智能体, 在与物理世界的交互过程中, 通过感知、控制和自主学习来积累知识和技能, 形成智能并影响物理世界的能力。根据头豹研究报告显示, 2023年, 中国具身智能市场规模已经达到4186亿元。随着大模型端的技术突破, 具身智能市场规模增长有望逐渐提升, 2027年市场规模有望达到6328亿元。•政府工作报告首提具身智能: 2025年3月5日, 十四届人大三次会议开幕, 在《2025年政府工作报告》中提到, 建立未来产业投入增长机制, 培育生物制造、量子科技、具身智能、6G等未来产业。同时还提到, 大力发展智能网联新能源汽车、人工智能手机和电脑、智能机器人等新一代智能终端以及智能制造装备。具身智能和智能机器人是首次出现在《政府工作报告》当中。具身智能技术不断创新, 国内外知名企业积极布局: 具身智能在各大企业的推动下正快速发展, 技术不断创新, 应用场景日益广泛。从软硬件解耦技术到人形机

机器人的研发与应用，再到与大模型的深度融合，具身智能正逐步成为人工智能领域的重要分支。特斯拉、谷歌、英伟达、Figure one、华为、宇树科技、智元、小米、优必选、科大讯飞等国内外多家知名企业均在具身智能领域积极布局，并已取得显著进展。具身智能涵盖多元产品与应用场景：具身智能在工业制造、服务业、医疗康复、教育娱乐、交通出行、公共安全等领域的多元化应用场景均有广泛应用。主要产品方面，具身智能的实现方式多种多样，可以根据具体任务和环境需求选择合适的智能实体形态，其中人形机器人作为具身智能的典型代表，被视为实现具身智能的最佳载体之一。机器人包括服务机器人、工业机器人、特种机器人等。这些机器人凭借先进的传感器、算法和控制技术，能够在各种环境中执行复杂任务，不仅提升了服务效率和质量，还推动了制造业自动化水平的提升。相关标的：紧抓具身智能产业化浪潮，关注三个核心赛道：①具身智能+应用场景：能科科技（军工）、麦迪科技（康养）、东土科技（工业）、梅安森（煤炭）、国安达（消防）、辰安科技（消防）、天玛智控（煤炭）、景业智能（核电）、中控技术（工业）；②机器人：中科创达、科大讯飞、软通动力、海康威视、道通科技、汉王科技；③核心供应链：云天励飞、虹软科技、索辰科技、奥比中光、智微智能。风险提示：相关政策不及预期；各类型企业 IT 预算不及预期；市场竞争加剧。

（证券分析师：王紫敬 证券分析师：戴晨）

燃气Ⅱ行业点评报告：中石油合同价微增、沿海价格下降，中石化合同价下降，预计 2025 年城燃采购成本下行

投资要点 事件：2025/3/5，2025-2026 年天然气年度合同定价方案出台。中石油降低管制气比例，提高 CLD 挂靠比例市场化程度提升；测算 25 年度合同提价 3 分，沿海地区降价 3 分、内陆地区涨价 8 分；若 2025 年 CLD 价格下行 10%，则中石油合同量价格可以与上一周期持平。根据合同方案，2025 年，1）管制气：非采暖季管制气资源占比由 65%降至 60%，采暖季占比不变，价格上浮比例维持 18.5%。2）非管制气：固定价格部分，采暖季和非采暖季资源占比由 32%和 42%调整为 33%和 38%，价格上浮比例维持 70%（新甘青宁陕蒙黑吉云贵渝上浮比例不低于 80%），与上一周期沿海上浮 80%、内陆上浮 70%的规定差距较大；浮动价格部分资源比例由上一周期的 3%提高到 7%，定价仍旧参考上海石油天然气交易中心“CLD”价格。3）调峰量：由上一周期上浮 100%降低至上浮 90%。综合来看，25 年度合同气价由上一周期的 2.47 元/方提价 3 分至 2.50 元/方；呈现出沿海降价、内陆涨价的趋势，沿海地区合同气价由上一周期的 2.70 元/方降价 3 分至 2.67 元/方，内陆地区合同气价由上一周期的 2.20 元/方提价 8 分至 2.28 元/方。若 2025 年 CLD 价格下行 10%，则中石油合同量价格可以与上一周期持平。中石化基础量资源占比提升、上浮比例下降；市场化定价比例由 50%降为 35%，测算 25 年度合同降价 9 分。根据合同方案，2025 年，1）政府指导价类别：较上一周期的占比（30%）和价格上浮比例（18%）均没有变化。2）基础量：资源占比由 20%提高到 35%，价格上浮比例非供暖季由上浮 40%降低至上浮 30%，供暖季由上浮 60%降低至上浮 50%。3）定价量：资源占比由 40%降低至 30%，定价仍旧参考中石化的综合长协定价。4）顺价量：资源占比由 10%降至 5%，定价仍旧参考上海石油天然气交易中心“CLD”价格指数。综合来看，25 年度合同气价由上一周期的 2.46 元/方降价 9 分至 2.37 元/方。预计 2025 年全国城燃采购成本下行。从 2023 年天然气产量结构来看，中石油占比 58%、中石化占比 17%，合计占到全国产量的 75%。结合前文结论，中石油 25 年度合同提价 3 分、中石化 25 年度

合同降价 9 分；中石油和中石化的合同量综合价格预计持平。同时，我们也观察到中石油和中石化对于市场价格下行的预期，中石油在 25 年合同的调峰量中将上浮比例由上一周期上浮 100%降低至上浮 90%、中石化直接将基础量价格上浮比例下调。随俄乌局势缓解，供给担忧减弱，预计 2025 年全国城燃采购成本下行。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 ING 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，建议关注沿海项目占比更大的【新奥能源】(沿海项目占比 60%，25 股息率 6.5%) 2024 年海外转售利润充分消化，估值合理回归；【深圳燃气】【佛燃能源】(25 股息率 5.1%)【港华智慧能源】。重点推荐：【华润燃气】(25 股息率 5.4%)【昆仑能源】(25 股息率 4.8%)【中国燃气】(25 股息率 7.2%)【蓝天燃气】(25 股息率 8.0%)；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 2025/3/7) 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

(证券分析师：袁理 证券分析师：谷玥)

电力设备行业跟踪周报：人形机器人亮点不断、锂电新能源旺季启动

投资要点 电气设备 7338 上涨 0.64%，表现弱于大盘。核电涨 3.71%，新能源汽车涨 2.59%，风电涨 2.46%，发电设备涨 1.96%，锂电池涨 1.14%，电气设备涨 0.64%，光伏跌 0.48%。涨幅前五为东软载波、泰豪科技、杭电股份、万马股份、方正电机；跌幅前五为南都电源、新时达、新宏泰、英威腾、杉杉股份。 行业层面：人形机器人：上交所举办人形产业座谈会；上海人工智能实验室发布了“全球首个人形机器人自主站立控制算法”；优必选在极氪 5G 智慧工厂开展全球首例多台、多场景、多任务的人形机器人协同实训；智元姚卯青：人形机器人走进家庭还需 5 年左右时间；银河通用重磅发布全球首个端到端具身抓取基础大模型 GraspVLA。储能：云南省发改委、云南省能源局：云南下发 14.5GW 新能源项目，按 10%配储；浙江省能源局：发布《2025 年新型储能项目建设及储备计划》，全省将新增并网 140 万千瓦新型储能设施；国家发改委：2025 年进一步规范新型储能并网管理，深化新能源上网电价市场化改革；老挝：首个光伏+储能项目并网发电投产。电动车：乘联会：2 月国内电动车批发预估 84 万辆，同环比+82%/-5%；欧盟“松绑”车企碳排放规则，可放宽至 3 年内实现原定 25 年需达成的目标；宁德时代逾 50 亿元加码电池回收；鸿蒙智行问界 M8 定档 4 月上市，定位“家庭智慧旗舰 SUV”；零跑 B10 定价 13 万元标配激光雷达；奇瑞在港提交上市申请；东风日产牵手华为、Momenta；2025 年第 9 周销量榜：理想回归榜首，小米升至第二；特朗普政府再次对所有中国商品追加 10%的关税，自中国进口的锂电池的最终综合税率达到了 48.4%；宁德时代推出“坤势”底盘商用车解决方案，与一汽解放/陕汽集团/庆铃汽车达成战略开发合作；18 亿欧元！欧盟拟强化电动汽车电池原材料供应链；市场价格及周环比：钴：SMM 电解钴 21.00 万/吨，+14.1%；镍：上海金属网 13.07 万/吨，+2.8%；碳酸锂：SMM 工业级 7.31 万/吨，-0.2%；SMM 电池级 7.51 万/吨，-0.2%；国产主流厂商 7.52 万/吨，-0.5%；金属锂：百川 65 万/吨，-1.5%；氢氧化锂：SMM 国产 7.0 万/吨，-0.1%；前驱体：SMM 四氧化三钴 16.00 万/吨，+37.3%；硫酸镍 2.72 万/吨，+1.7%；三元 523 型 7.30 万/吨，+10.6%；正极：SMM 钴酸锂 16.35 万/吨，+17.4%；SMM 磷酸铁锂-动力 3.38 万/吨，+0.04%；三元 811 型 14.65 万/吨，

+1.7%; 三元 622 型 12.80 万/吨, +4.1%; 负极: 百川石油焦 0.32 万/吨, -2.7%; 人造石墨低端 2.05 万/吨, +7.9%; 人造石墨中端 3.15 万/吨, +3.3%; 六氟磷酸锂: 百川 5.85 万/吨, -1.7%; 电池: SMM 方形-三元 523 0.381 元/wh, +0.3%。新能源: 3 月 6 日郑栅洁表示, 国家发展改革委将分行业出台化解重点产业结构矛盾具体方案; G12R 硅片涨价落地, 分布式组件持续上涨; 大唐集团 22.5GW 光伏组件框架公布中标候选人, 价格 0.692-0.705 元/W; 李强总理政府工作报告中提出, 发展海上风电, 综合整治内卷式竞争。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 182 硅片 1.20 元/片, 环比涨 1.69%; 双面 Topcon182 电池片 0.30 元/W, 环比涨 1.69%; PERC182/双面 TOPCon182 组件 0.70/0.72 元/W, 环比持平/涨 1.41%; 玻璃 3.2mm/2.0mm 22.25/13.75 元/平, 环比涨 14.10%/涨 14.58%。风电: 本周招标 1.31GW: 陆上 1.31GW/海上暂无; 本周开/中标 1.67GW: 陆上 1.67GW/海上暂无; 本月招标 3.21GW: 陆上 2.91GW/海上 0.3GW; 本月开/中标 2.73GW: 陆上 2.73GW/海上暂无; 25 年招标 11.35GW: 陆上 10.50GW/海上 0.85GW; 25 年开/中标 8.86GW: 陆上 8.35GW/海上 0.50GW; 本月开标均价: 陆风 1710 元/kW, 陆风(含塔筒) 2061 元/kW。公司层面: 隆基绿能: “隆 22 转债”转股价格由 58.28 元/股向下修正为 17.50 元/股, 自 3 月 11 日起生效。科华数据: 发布提前赎回“科数转债”公告, 赎回价 100.32 元/张。禾迈股份: 控股股东杭开集团拟增持, 金额不低于 1.115 亿, 不超过 2.23 亿。通威股份: 经国际权威认证机构 TÜV 测试, 通威 THC 210 高效异质结组件在 2384*1303mm 标准组件尺寸下, 功率达到 783.2W, 转换效率突破 25.21%, 再度打破由通威保持的组件功率纪录, 并第 8 次刷新异质结组件功率世界纪录。天合光能: 实际控制人、董事长高纪凡、天合富家董事长高海纯将同时担任天合富家联席总裁。特变电工: 控股公司防城港中丝路新材料科技有限公司投资建设年产 240 万吨氧化铝项目, 总投资 68 亿, 资本金 20 亿元。圣阳股份: 上海宽德私募基金管理中心通过深交所集中竞价交易累计增持 0.25 亿股, 占总股本 5.5543%。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, 因 26 年储能电池关税增加, 当前已进入加单抢装期; 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 月国内电动车批发预估 84 万辆, 同环比+82%/-5%, 略好于预期, 1-2 月累计批发 173 万辆, 同比增长 49%, 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

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%，组件招投标价格开始企稳回升；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。产业端，主链条几乎全行业亏现金成本，供给侧改革力度超预期，近期国内抢装开始，硅料、硅片、电池价格小涨，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，国内特高压+新能源基建，海外新能源+AI+电网升级+制造业回流，AI 数据中心催生新的需求，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）、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）、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）、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）、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）、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）、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、前聚体龙头）、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：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、良信股份、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、连升科技、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）

建筑装饰行业跟踪周报： 财政政策定调更加积极，基建投资景气改善可期

投资要点 本周（2025.3.3-2025.3.7，下同）：本周建筑装饰板块（SW）涨跌幅-0.22%，同期沪深 300、万得全 A 指数涨跌幅分别为 1.39%、2.43%，超额收益分别为-1.61%、-2.65%。行业重要政策、事件变化、数据跟踪点评：（1）十四届全国人大三次会议开幕，李强作政府工作报告：报告提出今年发展主要预期目标是：国内生产总值增长 5%左右。将实施更加积极的财政政策，实施适度宽松的货币政策。今年赤字率拟按 4%左右安排、比上年提高 1 个百分点。一般公共预算支出规模 29.7 万亿元、比上年增加 1.2 万亿元。拟发行超长期特别国债 1.3 万亿元、比上年增加 3000 亿元。拟发行特别国债 5000 亿元，支持国有大型商业银行补充资本。拟安排地方政府专项债券 4.4 万亿元、比上年增加 5000 亿元，重点用于投资建设、土地收储和收购存量商品房、消化地方政府拖欠企业账款等。合计新增政府债务总规模 11.86 万亿元、比上年增加 2.9 万亿元。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。周观点：（1）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。此前1月社融超预期，主要来自企业信贷和政府债券融资拉动，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。基建整体需求景气保持的情况下，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）

医药生物行业跟踪周报：政府工作报告：从市场化定价、商保支付支持创新药

投资要点 本周、年初至今A股医药指数涨幅分别为1.06%、2.19%，相对沪深300的超额收益分别为-0.32%、1.95%；本周、年初至今H股生物科技指数涨跌幅分别为2.68%、20.29%，相对于恒生科技指数跑赢-5.8%、-15%；本周A股医疗服务（+2.63%）、原料药（+2.08%）及医疗器械（+1.32%）等股价涨幅较大，化药（+0.79%）、中药（+0.17%）及生物制药（+0.65%）等股价涨幅相对较小；本周A股涨幅居前热景生物（+39%）、贝瑞基因（+34%）、安必平（+26%），跌幅居前江苏吴中（-14%）、百利天恒（-9%）、迈威生物（-8%）；本周港股涨幅居前迈博药业（+78%）、百心安（+49%）、心通医疗（+31%），跌幅居前友芝友生物（-23%）、CLSAPREMIUM（-21%）、福森药业（-17%）。本周板块表现特点：小市值个股表现更佳，但创新药板块及AI医疗涨幅较大。创新药再获政策支持，定价松绑+支付突围驱动产业升级：2025年政府工作报告从国家政策层面对创新药产业的支持力度再度强化，围绕“市场化定价”与“支付端创新”双主线，构建了涵盖研发、定价、支付及市场准入的立体化政策框架：1）价格机制改革层面，通过分层定价、企业自主定价及动态调整机制，稳定创新药企的盈利预期，驱动高质量研发投入；2）支付端创新以“丙类目录”为核心突破口，探索商保先行支付与医保渐进覆盖的协同模式，结合集采规则优化，加速高临床价值药物市场放量。中长期看，政策红利将推动行业从仿制向创新加速转型，具备全球竞争力的本土药企有望借势抢占技术高地，叠加商保支付扩容预期，中国创新药产业链的全球话语权

及市场渗透率提升趋势明确，行业进入“政策驱动+产业升级”的双重红利兑现期。诺华放射性癌症疗法 1 类新药在中国获批临床；罗氏旗下基因泰克宣布 FDA 已批准血栓溶解剂 TNKase 上市；复星医药宣布丁二酸复瑞替尼胶囊上市申请获国家药品监督管理局受理。3 月 3 日，诺华申报的 1 类新药 Ac-PSMA-617 注射液获批临床，拟开发治疗 Lu-PSMA 靶向治疗期间或之后进展的 PSMA 阳性转移性去势抵抗性前列腺癌；3 月 4 日，罗氏旗下基因泰克宣布，美国 FDA 已批准血栓溶解剂 TNKase (tenecteplase) 上市，用于治疗成人急性缺血性中风 (AIS)；3 月 6 日，复星医药成员企业复星万邦申报的 1 类新药丁二酸复瑞替尼胶囊的上市申请获得受理。具体建议：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：从成长性角度选股，主要集中在创新药领域和 AI 医疗，相关标的有百利天恒、百济神州、科伦博泰、迪哲医药、海思科、科伦博泰、信达生物、三生制药、歌礼制药等；润达医疗、晶泰控股、金域医学、安必平、泓博医药、成都先导等。从低估值角度选股，主要集中在中药领域，相关标的有佐力药业、东阿阿胶、昆药集团、华润三九、方盛制药等。从高股息角度选股，主要集中在中药领域，相关标的有江中药业、羚锐制药、云南白药、济川药业、葵花药业等。从左侧角度选股，主要集中在原料药、部分 CXO、医疗器械，相关标的有诺泰生物、普洛药业、奥锐特、华海药业、药明康德、联影医疗等。风险提示：药品或耗材降价超预期；医保政策风险等；产品销售及研发进度不及预期。

(证券分析师：朱国广)

汽车周观点：2 月第 4 周乘用车同比+37.6%，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）。n n3 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/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】。nnn 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)

商贸零售行业跟踪周报：政府工作报告明确 2025 年大力提振消费

投资要点 2025 年政府工作报告在消费领域的提法相较于近五年的报告呈现出显著变化，消费政策从短期刺激向系统性扩内需转型。1) 政策优先级提升：消费首次跃居政府工作报告任务首位。2) 政策工具创新：财政支持力度空前，专项行动细化。3) 消费领域扩展：服务消费与新业态成核心。4) 长期战略调整：新质生产力与消费升级结合。我们从消费刺激、提振消费专项行动、教育、生育补贴和消费税改革等方面具体分析政府工作报告的内容。消费刺激方面：超长期特别国债

3000 亿支持消费品以旧换新，GDP 增长目标 5%，赤字率 4%，基本符合市场预期。在我们此前所发《消费券刺激效果如何预期》中 GDP 目标及赤字率均落在敏感性测算表上沿，加上 3000 亿消费品刺激规模，测算 2025 年消费券/补贴发放规模约在 5200 亿量级，对终端消费刺激增量大概率能到过万亿级别。其中 3000 亿两新刺激主要作用于家电家居汽车等大宗商品，另外由地方政府对商品/服务消费进行消费券补贴。提振消费专项行动：落实和优化休假制度，释放文化、旅游、体育等消费潜力。完善免税店政策，推动扩大入境消费。深化国际消费中心城市建设，健全县域商业体系。从供给侧和需求侧两方面继续释放消费潜力，同时兼顾不同层级的消费场景。教育方面：扩大高中阶段教育学位供给，2024 年提法为“加强县域普通高中建设”；另未提及 2024 年的“持续深化双减”说法。生育补贴：制定促进生育政策，发放育儿补贴，大力发展托幼一体服务，增加普惠托育服务供给；并将逐步推行免费学前教育。消费税改革：提出“加快推进部分品目消费税征收环节后移并下划地方，增加地方自主财力”。消费税立法或许是今年下半年重要关注点。投资建议：建议关注黄金珠宝，商业，教育人服等板块，小商品城、安克创新、周大生、周大福、老凤祥、潮宏基、上海家化、若羽臣、蜜雪集团、学大教育、北京人力等。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 证券分析师：阳靖

证券分析师：郝越 研究助理：王琳婧）

煤炭开采行业跟踪周报：需求疲弱，煤价承压下行

行业近况 本周（3 月 3 日至 3 月 7 日）港口动力煤现货价环比下跌，报收 688 元/吨。供给端，本周环渤海四港区日均调入量 181.27 万吨，环比上周增加 1.81 万吨，增幅 1.01%。本周矿山产地煤矿正常供应，部分地区如内蒙等地需安检停产检修，部分露天矿因天气原因生产受限，港口供给略有提升，整体供应稳定。需求端，环渤海四港区日均调出量 143.53 万吨，环比上周减少 42.23 万吨，减幅 22.73%；日均锚地船舶共 57 艘，环比上周减少 2 艘，减幅 2.68%。库存端，库存 3158.3 万吨，环比上周增加 230.8 万吨，增幅 7.88%。港口本周日均调出量较上周下降明显，库存回升，主要仍受需求不佳影响。我们分析认为：煤炭价格目前主要受需求不及预期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，同时进入 3 月天气回暖，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）

非银行业金融跟踪周报：长债利率持续上行，利好保险股

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 03 日-2025 年 03 月 07 日）非银板块各子行业中仅有保险板块跑赢沪深 300 指数。保险行业上涨 1.69%，多元金融行业上涨 1.17%，证券行业上涨 0.70%，非银金融整体上涨 0.97%，沪深 300 指数上涨 1.39%。证券：2025 年 03 月至今交易量同比大幅提升；证监会主席就资本市场热点答记者问。1）3 月交易量同比大幅提升。截至 2025 年 03 月 07 日，2025 年 03 月日均股基交易额 19018 亿元，较上年 3 月

上涨 71.15%，较上月下降 6.66%。截至 03 月 06 日，两融余额 19207 亿元，同比提升 28.30%，较年初提升 3.01%。截至 2025 年 03 月 07 日，3 月 IPO 发行 1 家，募集资金 6.66 亿元。2) 证监会主席吴清在十四届全国人大三次会议经济主题记者会上答记者问。①加快推进新一轮资本市场改革开放。证监会将坚决贯彻落实党中央、国务院决策部署，持续推动新“国九条”和“1+N”政策体系落地见效，以深化资本市场投融资综合改革为牵引，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。②加快健全专门针对科技企业的支持机制。下一步证监会将加快健全专门针对科技企业的支持机制，大力度培育长期资本、耐心资本，加大支持科创的金融产品服务供给。③长周期考核制度更加健全。证监会在即将推出的公募基金改革方案中，将进一步提高公募基金三年以上长周期考核比重。3) 2025 年 03 月 07 日券商行业（未包含东方财富）平均估值 1.7x 2024EP/B，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) 李云泽参加全国两会“部长通道”集体采访，提及保险资金长期投资改革试点。前期试点规模超过 1000 亿元，今年会进一步加大力度，近日再新增 600 亿元，这不仅为资本市场带来实实在在的中长期增量资金，而且进一步壮大了机构投资者群体。2) “车险好投保”平台运行 1 个月，已有超 11 万辆新能源汽车成功投保。上海保险交易所搭建“车险好投保”平台于 1 月 25 日上线。截至 2 月 25 日，平台累计注册用户 18.5 万，首批接入的 10 家大中型财险公司已通过平台承保 11.4 万辆新能源汽车，提供保险保障 944.9 亿元。2 月底第二批 20 家左右财险公司将陆续接入平台。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 07 日保险板块估值 0.52-0.81 倍 2024E P/EV，处于历史低位，行业维持“增持”评级。 多元金融：1) 信托：金监总局发布《关于加强监管防范风险推动信托业高质量发展的若干意见》，强监管、防风险成发展主题。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%。2) 期货：2025 年 1 月全国期货交易市场成交量为 5.53 亿手，成交额为 48.87 万亿元，同比分别增长 0.1%和增长 10.9%。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，重点推荐中国太保、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）

机械设备行业跟踪周报：推荐工程机械内需超预期机会；布局 AI 芯片国产化带来的设备投资机会

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 月挖机国内销量同比+99%，看好国内工程机械超预期

复苏 2025 年 2 月销售各类挖掘机 19270 台, 同比增长 52.8%。其中国内销量 11640 台, 同比增长 99.4%; 出口量 7630 台, 同比增长 12.7%。1-2 月共销售挖掘机 31782 台, 同比增长 27.2%; 其中国内销量 17045 台, 同比增长 51.4%; 出口 14737 台, 同比增长 7.37%, 国内外表现均超市场预期, 其中国内表现更加亮眼。为了迎合上一轮周期快速上行带来的增量需求, 行业头部厂商的产能快速扩张, 我们预估 2024 年行业产能利用率仅约 40%。若行业 2025 年快速复苏, 我们预计行业产能利用率有望恢复至 60% 左右的水平。产能利用率的提升将有效压降固定生产成本, 2025 年挖机板块将迎来国内外共振行情, 周期较快复苏背景下看好规模效应带来的利润端改善。推荐三一重工、中联重科、柳工、山推股份、恒立液压。

【半导体设备】AI 浪潮下国产芯片不断发展, 看好制造端设备受益 DeepSeek 显著降低大模型训练成本, 且加速 AI 应用落地, 驱动国产 AI 芯片需求持续增长带动上游制造链扩产需求, 带来制造端设备投资机会: (1) 国产 AI 芯片制造采用 7nm 及更高的先进制程, 国内先进制程扩产有望加速, 刻蚀、薄膜沉积等设备有望充分受益; (2) 国产 AI 芯片采用 CoWoS 先进封装, 中国在封测环节具备较强全球竞争力, 利于设备国产化, 先进封装如键合设备等有望受益; (3) 国产 AI 芯片的功耗、管脚数等都对测试设备提出了更高的要求, 看好国产封测设备龙头在 AI 芯片高端测试领域的突破。投资建议: (1) 先进制程: 北方华创、中微公司、微导纳米、中科飞测、精测电子。(2) 先进封装: 晶盛机电、迈为股份、华海清科、盛美上海、芯源微、拓荆科技、德龙激光、大族激光。(3) 后道封测: 华峰测控、长川科技。

【人形机器人】硬件降本&模型端能力提升, 具身智能人形机器人加速落地 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) 1X 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】。

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)

大炼化周报: 国际油价连续下跌, 长丝市场震荡偏弱

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

2662.06 元/吨; 国外重点大炼化项目本周价差为 1062.53 元/吨。n【聚酯板块】本周 POY/FDY/DTY 行业均价分别为 7250/7611/8468 元/吨, 环比分别-86/-39/-7 元/吨, POY/FDY/DTY 行业周均利润为 203/177/149 元/吨, 环比分别-12/+19/+40 元/吨, POY/FDY/DTY 行业库存为 22.6/28.0/28.9 天, 环比分别+2.6/+2.4/+0.7 天, 长丝开工率为 92.00%, 环比+1.20pct。下游方面, 本周织机开工率为 59.99%, 环比+2.11pct, 织造企业原料库存为 7.97 天, 环比-0.29 天, 织造企业成品库存为 24.13 天, 环比+0.49 天。n【炼油板块】国内成品油: 本周汽油/柴油价格下跌, 航煤价格上涨。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 848.14 美元/吨, 环比-24.71 美元/吨, 较原油价差为 331.91 美元/吨, 环比-1.68 美元/吨, PX 开工率为 91.53%, 环比+0.18pct。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)

有色金属行业跟踪周报: 非农数据缓和美国衰退预期, 工业金属表现强劲

投资要点 回顾本周行情(3月4日-3月7日), 有色板块本周上涨 7.08%, 在全部一级行业中涨幅第一。二级行业方面, 周内申万有色金属类二级行业中工业金属板块上涨 8.43%, 贵金属板块上涨 6.48%, 小金属板块上涨 6.10%, 金属新材料板块上涨 5.18%, 能源金属板块上涨 4.58%。工业金属方面, 非农数据缓和美国衰退预期, 工业金属表现强劲, 结合我国需求旺季的来临, 工业金属价格预计偏强走势, 后续需进一步观察经济前景及需求的边际变化。贵金属方面, 当下市场对宏观背景的交易已切换为“滞胀+3次降息”, 在短期衰退风险缓解后, 流动性缺失对黄金的潜在利空已基本消失, 看好黄金后续进一步走出震荡向上走势。

周观点: 铜: 关税背景下价差交易进一步发酵, 铜价维持震荡向上走势。本周伦铜报收 9,602 美元/吨, 周环比上涨 2.57%; 沪铜报收 78,320 元/吨, 周环比上涨 1.93%。供给端, 截至 3 月 7 日, 本周进口铜矿 TC 均价再度下探至-14 美元/吨, 表明矿端持续维持紧缺状态; 需求方面, 下游加工企业复苏进程加快, 新能源电车及电子变压器需求较好, 电缆需求有所恢复, 国内社库入库态势初显; 宏观方面, 随着美国财长贝森特以及联储主席鲍威尔纷纷出面安抚市场情绪, 以及对长期美债收益率曲线下行乐观表态, 市场整体风偏有所提升, 此外随着市场进一步发酵 25%的铜关税, 周内美铜/伦铜价差进一步扩大至近 1000 美元/吨, 随着实物铜进一步向美国仓库转移, 全球铜供应或出现短期短缺, 本周海内外铜价全面上涨, 预计短期铜价偏强走势。

铝: 社库增速大幅放缓, 旺季已至铝价有望走势震荡偏强。本周 LME 铝报收 2,689 元/吨, 较上周上涨 3.26%; 沪铝报收 20,835 元/吨, 较上周上涨 0.94%。库存方面, LME 库存 51.09 万吨, 周环比下降 1.98%; 上期所库存 22.48 万吨, 周环比下降 3.48%。供应端, 本周山西及四川地区电解铝企业持续复产, 本周电解铝行业理论运行产能 4360.00 万吨, 较上周增加 4.5 万吨; 需求端, 本周铝箔带箔企业开工率环比增长 0.05%, 铝棒企业开工率环比增长 0.65%, 电解铝的理论需求有所上升。本周铝锭社会库存进一步增长至 90.08 万吨, 但 0.74%的周环增速率已大幅放缓, 我们认为随着市场进入旺季, 社库的拐点已初步显现, 看好铝价短期震荡偏强。

黄金: 市场短期流动性缺失风险已缓解, 看好黄金在滞胀周期内的表现。本周

COMEX 黄金收盘价为 2917.70 美元/盎司，周环比上涨 1.76%；SHFE 黄金收盘价为 679.48 元/克，周环比上涨 1.10%。本周周中，亚特兰大联储 GDPNow 模型再度下调其对美国 2025 年 Q1 实际 GDP 增长预测值至-2.8%，低于 2 月 28 日的-1.5%（该模型此前的预测值为+2.3%），结合近期不及预期的零售与 PMI 数据，利率市场大幅提高年内的降息预期至 125bp。随着美国财长贝森特表明政府决心降低长期国债收益率曲线，贵金属价格环比上涨；本周五，美国 2 月就业数据出炉，美国 2025 年 2 月新增非农就业 15.1 万，略低于预期值 16 万；失业率录得 4.1%略高于预期值和前值 4.0%；非农数据虽小幅弱于预期，但整体表现并不差，市场对于美国经济衰退的担忧大幅缓和，此外美联储主席鲍威尔在公开演讲中表明了对美国经济当下的看好，市场风险偏好有所回升，我们认为当下市场对宏观背景的交易已切换为“滞胀+3 次降息”，在短期衰退风险缓解后，流动性缺失对黄金的潜在利空已基本消失，看好黄金后续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：聚氨酯价格承压

n【聚氨酯板块】本周纯 MDI/聚合 MDI/TDI 行业均价为 18980/18230/12765 元/吨，环比分别-380/-330/-830 元/吨，纯 MDI/聚合 MDI/TDI 行业毛利分别为 5727/6006/699 元/吨，环比分别-253/-189/-333 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 1560/4351/550/4524 元/吨，环比分别+122/-66/-15/-223 元/吨。②本周聚乙烯均价为 8138 元/吨，环比+50 元/吨，乙烷裂解/CTO/石脑油裂解制聚乙烯理论利润分别为 1097/2021/-154 元/吨，环比分别-94/+81/+254 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-182/1597/-388 元/吨，环比分别+60/+48/+221 元/吨。n【煤化工板块】本周合成氨/尿素/DMF/醋酸行业均价为 2394/1844/4115/2765 元/吨，环比分别+143/+39/-195/-0 元/吨，合成氨/尿素/DMF/醋酸行业毛利分别为 341/148/-359/63 元/吨，环比分别+130/+42/-322/-66 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）

原油周报：OPEC+宣布恢复增产，国际油价下跌

n【美国原油】n1) 原油价格：本周 Brent/wTI 原油期货周均价分别 70.4/67.3 美元/桶，较上周分别-3.2/-2.4 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 8.3/4.3/3.9/0.3 亿桶，环比-233/+361/-595/+112 万桶。n3) 原油产量：美国原油产量为 1351 万桶/天，环比+1 万桶/天。美国活跃原油钻机本周 477 台，环比 0 台。美国活跃压裂车队本周 188 部，环比-4 部。n4) 原油需求：美国炼厂原油加工量为 1539 万桶/天，环比-35 万桶/天；美国炼厂原油开工率为 85.9%，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 581/414/168 万桶/天，环比-11/-5/-5 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 91/95/89 美元/桶，环比+6.9/-6.5/-5.1 美元/桶；与原油价差分别 20/24/18 美元/桶，环比+10.1/-3.4/-2.0 美元/桶。n2) 成品油库存：美国汽油、柴油、航空煤油库存分别 2.5/1.2/0.5 亿桶，环比-143/-132/+61 万桶。n3) 成品油产量：美国汽油、柴油、航空煤

油产量分别 963/458/173 万桶/天, 环比+46/-59/+8 万桶/天。n4) 成品油需求: 美国汽油、柴油、航空煤油消费量分别 888/399/158 万桶/天, 环比+42/-11/+5 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 16/82/66 万桶/天, 环比+12/-3/-16 万桶/天。②美国柴油进口量、出口量、净出口量分别 27/104/77 万桶/天, 环比-10/+16/+27 万桶/天。③美国航空煤油进口量、出口量、净出口量分别 13/20/7 万桶/天, 环比+1/+5/+4 万桶/天。n【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)

金融产品跟踪周报: 权益 ETF 系列: 短期谨慎, 中期乐观

投资要点 A 股市场行情概述: (2025.3.3-2025.3.7) 主要宽基指数涨跌幅: 排名前三名的宽基指数分别为: 北证 50 (6.45%), 科创 100 (4.27%), 中证 2000 (3.99%); 排名后三名的宽基指数分别为: 中证红利 (0.47%), 沪深 300 (1.39%), 上证指数 1.56%)。风格指数涨跌幅: 排名前三名的风格指数分别为: 成长(风格. 中信) (3.52%), 周期(风格. 中信) (3.25%), 巨潮小盘 (3.24%); 排名后三名的风格指数分别为: 稳定(风格. 中信) (0.11%), 消费(风格. 中信) (0.82%), 金融(风格. 中信) (0.92%)。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: 有色金属 (7.08%), 国防军工 (6.96%), 计算机 (6.74%); 排名后三名的申万一级行业指数分别为: 石油石化 (-1.49%), 综合 (-1.03%), 房地产 (-0.91%)。A 股市场行情展望: (2025.3.10-2025.3.14) 观点: 短期谨慎, 中期乐观。历史回测中, 汇率是短期对股市影响最大的因素之一, 因此本周在美元指数大幅度走弱的背景下, A 股和港股都走出了持续上涨的态势。后续随着汇率进入相对平稳的状态, A 股和港股的走势可能也会进入一段相对震荡的时期。周五的行情, 相对高位的科技板块发生了冲高回落, 而相对低位的权重板块则发生了小幅度上涨, 这说明市场短期情绪偏谨慎。根据日历效应统计, 两会后一周时间大盘指数走势相对偏震荡, 三月中下旬则可能再次发生一波上涨走势。因此我们认为后续一周时间可能走势相对震荡, 但再往后到三月底, 我们持乐观态度。市场后续我们需要关注的重点是经济数据是否有进一步复苏。如果经济进一步转暖, 则风格上可能会逐渐往顺周期方向转移; 如果没有, 则高位题材板块可能继续上涨。这个风格转换的时间点可能会发生在三月底、四月初左右的时间段。所以我们的结论是: 短期谨慎, 中期乐观。小盘成长风格我们认为短期震荡后, 可能会持续到三月底。顺周期板块则可以考虑左侧观察。港股方向, 我们维持短期谨慎、长期看好的观点。如果短期认为恒生科技涨幅较大, 则可以考虑恒生消费等相对低位的板块。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短期调整, 然后继续上涨。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）

工程机械行业点评报告：工程机械开工销售旺季即将来临，重视板块春季躁动行情【勘误版】

投资要点 工程机械开工销售旺季即将来临，重视板块“春季躁动”行情 工程机械板块存在明显的春季躁动，一般会在 3-4 月出现明显上涨行情。复盘 2021-2025 年工程机械板块走势，板块一般在 3-4 月会出现为期两周左右的超额涨幅。2021-2022 年春季躁动的超额涨幅是年内最高；2023 年受到国二切国三需求提前释放影响，板块春季躁动不明显；2024 年受益于行业触底反弹，板块春季躁动时间较长。我们认为 2025 年在国内挖机销量复苏背景下，有望迎来明显的春季躁动行情。春季躁动的来源主要系政策导向下，工程机械迎来开工+销售旺季。受预算释放、春节后复工、气候适宜、两会后政策支持、市场促销等多方面因素影响，Q1 一般为工程机械开工+销售旺季。开工层面来看，从小松挖机中国区开工小时数可以看出一般 3-4 月为全年开工高点。销售层面来看，2021-2024 年国内挖机 Q1 销量全年占比分别为 41%/34%/32%/26%，Q1 的销量基本为全年销量定下基调，因此股价也会跟随 Q1 挖机销量反映。Q1 挖机销量有望超预期，2025 年行业迎来国内外共振 国内市场：1 月国内挖机销量同比-0.3%，春节约影响 10 天左右开工，但挖机开工及销量端受影响较小。开工端来看，小松 1 月国内开工小时数 66.2，同比下降 17.3%，表现优于往年有春节影响的月份。展望 2 月，我们认为 2024 年 2 月为春节影响下的较低基数，国内挖机销量同比增速有望达到 20%。以周期维度来看，我们测算本轮周期将于 2028 年到达周期高点，高点销量约 25 万台，相比于 2024 年内销 10 万台仍有 150%的上行空间。出口市场：1 月挖机出口销量同比增长 2.2%，维持温和复苏态势。2024 年上半年出口承压基数较低，我们认为 2025 年上半年出口压力较小，销量回暖可预见性较强。挖机收入&利润占比较高，行业超预期复苏有望带来较大利润弹性 为了迎合上一轮周期快速上行带来的增量需求，行业头部厂商的产能快速扩张，我们预估 2024 年行业产能利用率仅约 40%。若行业 2025 年快速复苏，我们预计行业产能利用率有望恢复至 60%左右的水平。产能利用率的提升将有效压降固定生产成本，我们以上轮周期三一重工的毛利率表现为例：2015-2019 年公司挖机毛利率从 28%提升至 39%，盈利能力的改善来自于规模效应的提升。挖机是工程机械最大品类，也是工程机械板块技术壁垒最高的品类，因此挖机毛利率是各品类中最高，也是各公司核心利润来源。2025 年挖机板块将迎来国内外共振行情，周期较快复苏背景下看好规模效应带来的利润端改善。 投资建议：工程机械板块 2025 年国内外基本面均好于 2024 年，国内外迎来共振，周期较快复苏背景下看好规模效应带来的利润端改善。推荐三一重工、中联重科、柳工、山推股份、恒立液压。 风险提示：宏观经济波动；国际政治风险；行业竞争加剧。

（证券分析师：周尔双）

推荐个股及其他点评

东诚药业（002675）：十年磨一剑，高壁垒核药产业平台进入收获期

投资要点 主业稳定向上+核药产业链进入收获期。原有业务肝素原料药价格于 2024 年见底，预期 2025-2027 年将会贡献稳定收益。自

2015 年公司通过收购云克、安迪科，成立创新核药蓝纳成，造就核药全产业链网络。公司近 30 家核药房投产，大规模资产开支基本结束，一方面是诺华等核药在医院放量的关键端口，另一方面蓝纳成创新诊断及治疗核药进入收获期，将给公司带来巨大业绩弹性。核药行业需求扩容，双寡头供应格局稳定：RDC 核药相较 ADC，配体可选择性更多，无需细胞内吞或断裂连接子，也无需特定抗原识别，具备独特治疗与安全性优势。核磁影像硬件设备增加，核药治疗医疗环境提升，核药产业政策扶持等产业机会多。根据 Precedence Research, 2023 年全球核药市场规模为 107 亿美元，2024-2033 年 CAGR 为 11.5%；并根据弗若斯特沙利文测算，2023 年我国核药市场规模约 50 亿人民币，2021-2025 年 CAGR 为 32.4%。核药领域竞争环境较好，因为核医学原料供应、生产流通、医院准入、政策监管等方面产业链壁垒高，格局较为稳定。对标海外影射，公司核药全产业链条网络化供应优势突显：诺华自 2017 年起通过连续收并购成为核药龙头，率先实现核药商业化且放量迅速。两款标志性治疗性靶向核药 Pluvicto 和 Lutathera，分别于 2022 年和 2018 年获 FDA 批准上市，便快速于 2024 年分别实现营收 13.92 亿美元（+42.0%，括号内为同比增速，下同）和 7.24 亿美元（+19.7%）。伴随治疗性核药放量，配套的诊断核药示踪剂需求同步飞升。两款标志性产品均于 2021 年上市，Plarify 于 2023 年营收 8.51 亿美元（+61.45%），Illuccix 于 2024 年营收 5.4 亿美元（+56%）。估算 21 亿美元的治疗市场约对应 14 亿美元的诊断市场，诊断性核药市场亦不容小觑。Pluvicto 于 2024 年 9 月被我国 CDE 纳入优先审评，其将于 25-26 年在中国大陆获批上市。公司创新核药平台管线收获期，核药研发进度领先：公司核药拥有多款全球自主知识产权的核药靶向药，包括 PSMA、FAP、 $\alpha v \beta 3$ 等多个靶点，均为治疗和诊断配套的一体化精准治疗。我们判断将在近 3 年贡献商业化收益：① 钆标替曲膦已于 2024 年获批上市；② 氟[18F]化钠显像剂已经完成 III 期临床，正处于上市申报阶段；③ 99mTc-GSA 和阿法肽（18F- $\alpha v \beta 3$ ）已经完成 III 期临床试验，并进入 NDA 申报阶段流程；④ 思睿肽注射液（18F-PSMA）已于 2023 年 11 月进入 III 期临床试验。因此我们判断，今年将步入公司管线收获期；伴随新品种的销售放量，协同利用公司成熟的核药网络体系，公司将打开更大市场空间。盈利预测与投资评级：预计 2025-2027 年，公司营业收入分别为 32.2/37.1/41.9 亿元，归母净利润为 2.2/3.2/4.0 亿元，对应当前市值的 PE 为 50/34/27 倍。考虑公司创新核药管线进入收获期，核药网络化供应能力强，同时通过原主业肝素类产品贡献稳定利润，我们判断公司当前创新属性尚未完全体现，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：新药研发进展不及预期，核药政策改革，汇率波动，肝素原料药采购及价格波动，以及折旧增加导致业绩下滑的风险。

（证券分析师：朱国广 研究助理：刘若彤）

优必选（09880.HK）：促发人形机器人群体智能觉醒，协同提效有望加速产业落地

投资要点 事件：2025 年 3 月 3 日，优必选发布视频，展示了优必选机器人在极氪 5G 智慧工厂开展全球首例多台、多场景、多任务的人形机器人协同实训的成果。群体智能是人形机器人在工业场景规模化应用的关键。在工业场景中，有很多需要多人协作的工作场景。人形机器人要实现在工业场景产线级任务中完成协同作业，需要克服软件端到硬件端的众多考验。在协同作业中，以人形机器人集群为物理载体，探索通过群体行为与外部物理环境密集交互能够进化出更高阶的具身智能。协同作业的能力是最大化人形机器人在工业场景工作效

率的核心，为实现高质量的协同作业能力，人形机器人产业需要实现群体智能技术攻关。优必选通过人形机器人脑网络来实现高效协同作业。优必选创新提出了人形机器人脑网络（BrainNet）软件架构，并设计人形智能网联中枢 Internet of Humanoids (IoH)，为群体智能的软硬件实现提供了可借鉴的路径。群脑网络由云端协同的推理型节点和技能型节点灵活链接，形成群体维度下的超级大脑和智能小脑，其中 1) 超级大脑基于多模态具身推理大模型，这一推理大模型基于 DeepSeek-R1 深度推理技术，重点突破智能混合决策技术，实现复杂产线级任务的高维决策；2) 智能小脑则基于 Transformer 模型，创新研发跨场域融合感知技术和多机协同控制技术，支持多机并行分布式学习，加速技能生成与迁移。基于超级大脑和智能小脑的架构，优必选机器人实现了协同分拣、协同搬运和精密装配等任务。1) 协同分拣：采用跨场域纯视觉感知技术与智能混合决策技术，实现动态目标的跨场连续感知、跟踪、决策；2) 协同搬运：通过多机协同控制技术，构建了联合规划控制系统，实现轨迹规划、负载辨识与柔顺控制的多机协同，确保搬运过程中动态调整；3) 精密装配：依靠带触觉的五指灵巧手和自适应技术，实现动态调整和灵活抓取。盈利预测与投资评级 受益于人形机器人产业化进程加速，核心产品服务机器人渗透率提升，我们维持公司 2024-2026 年收入分别为 16.8/23.6/32.1 亿元，当前市值对应 PS 为 28/20/15 倍，考虑到公司群脑网络助力人形机器人协同工作能力提升，商业化落地有望加速，上调至“买入”评级。风险提示：人形机器人协同作业技术进展不及预期，人形机器人商业化进展不及预期，宏观经济风险。

（证券分析师：周尔双 研究助理：钱尧天）

满帮集团（YMM）：2024Q4 业绩点评：收入利润双超预期，继续看好平台价值显现

投资要点 事件：24Q4 公司实现营业收入 31.74 亿，同比增长 31.8%，其中交易服务收入同比增长 71%，占集团总收入比例超过 36%。Non-GAAP 运营利润同比提升 142%至 9.63 亿元，Non-GAAP 运营利润率同比提升 14pct 至 30.3%，Non-GAAP 净利润同比增长 43.5%至 10.52 亿元。公司收入及运营利润均好于预期，净利润受到一次性减值损失等负面影响。25Q1，公司预计收入将在 26.3-26.8 亿元，同比增长 15.9%至 18.1%。平台对货主/司机的价值持续显现，订单量加速增长。1) 货主端：24Q4 公司平均托运人 MAU 为 293 万人，同比/环比分别增长 31.3%/3.2%，主要系中低频直客的增长：24Q4 直客货主履约订单贡献比例环比提升至 50%（首次实现），24Q1/Q2/Q3 为 47%/48%/49%。在货主愈来愈注重降低物流成本和提高效率的背景下，公司受益于强大的网络效应、更高效的成交和履约服务，获取更多直客货主及其订单份额。2) 卡车司机端：受益于平台订单需求的活跃及算法运营优化等，2024 年通过满帮完成订单的活跃卡车司机数量达 414 万，平台司机群体不断扩大，并保持较高留存率，反向加速平台飞轮效应：Q4 履约率同比增长 5.4pct 达 37.5%，履约订单量同比增长 24.3%至 5690 万单，好于行业表现，同比增速快于 Q3。盈利能力更强的抽佣业务收入占比继续提升。24Q4 公司交易服务收入（即抽佣业务）为 11.58 亿元，同比增长 71.1%，占总收入比例提升至超过 36%，带动着公司盈利能力提升。交易服务收入增长主要受订单量、渗透率和每笔订单交易服务费增加的推动，Q4 抽佣订单渗透率环比略微提升至 82.9%（2024Q1 为 77.4%），每单变现金额环比略微提升至 24.6 元（2024Q1 为 22.7 元），且仍有提升空间。我们看好公司交易服务收入占比在 2025 年进一步提升，带动公司整体收入及利润率提升。获客效率较佳，

费用率同比下降。24Q4 公司毛利率同比提升 4.0pct 至 56%，销售费用绝对值虽同比增长 12%，但获客效率较佳，销售费用率同比下降 2.6pct，管理及研发费用率同比分别下降 4.7pct/4.1pct，驱动经调整运营利润率同比提升 13.8pct。盈利预测与投资评级：我们看好公司在货主/司机端的份额进一步提升，带动交易服务收入高增，我们将公司 2025-2026 年 Non-GAAP 归母净利润预测由 51/65 亿元上调至 54/70 亿元，新增 2027 年预测 89 亿元，对应 PE 分别为 18/14/11 倍，公司注重股东回报（2025 年现金股息 2 亿美元，2026/3/12 之前额外回购最多 2 亿美元股票），维持“买入”评级。风险提示：佣金提升低预期，货运经纪业务低预期，业务拓展低预期

（证券分析师：张良卫 证券分析师：郭若娜）

三生制药 (01530.HK): SSGJ707 II 期数据积极, 创新药进入收获期
投资要点 基本面扎实+创新药收获期赋予较大弹性。核心产品特比澳、促红素及蔓迪等贡献 80 多亿收入、20 多亿利润，对应 7 倍 PE，估计每年拥有近 5-10% 增长，近 60 亿现金资产全面支持创新药研发，年研发投入近 10 亿处于行业前列；多年创新药不仅孵化三生国健优质自免创新药平台，更培育出或合作开发 SSGJ707、自免系列产品及口服紫杉醇等，尤其 SSGJ707 在 J.P.M 展示积极 II 数据，有 BEST-IN-CLASS 全球竞争力，海外 BD 预期为股价提供较大弹性。SSGJ707: 临床数据优异，具有同类最佳潜力的 VEGF/PD-1 双抗。SSGJ-707 正在推进包括单药一线治疗 PD-L1 阳性的 NSCLC、联合化疗治疗一线 NSCLC，一线和后线转移性结直肠癌（mCRC）、以及包括子宫内膜癌、卵巢癌等在内的晚期妇科肿瘤等 4 项 II 期临床研究，近期于 JPM 大会上披露的 II 期临床阶段性分析数据显示了 707 显著的抗肿瘤活性和良好的安全性，具备同类最佳潜力。预计 SSGJ-707 国内销售峰值约 40 亿元，海外（欧美）销售峰值有望达到 45 亿美金。此外，对比康方生物、礼新医药 BD 首付款均 5 亿美金以上，若 707 海外 BD，有望贡献较大业绩弹性。自免在研管线亮点纷呈、看好口服紫杉醇大单品潜力。公司在自免领域布局了丰富的管线，核心在研管线包括 608、613、611 和 610 等，其中 608 治疗银屑病已经递交 NDA，与其他同靶点药物对比，608 疗效优势明显，并且有望在银屑病治疗上实现更长给药间隔。2024 年 10 月，三生制药获得紫杉醇口服溶液的独家商业化权利。对比依从性看，紫杉醇口服制剂无需超敏处理，无需前往医院，可在家口服，依从性优于注射剂。对比临床数据看，根据 III 期临床结果，口服紫杉醇的疗效非劣效于紫杉醇注射液。基于此我们看好口服紫杉醇大单品潜力。存量品种稳健增长。公司现有存量核心品种均是成熟品种且占据细分品类龙头，我们看好核心产品稳健放量：1) 特比澳：公司第一大单品，也是 CIT 一线用药，2024 年 CLDT 适应症 NDA 申请获受理，适应症拓展打开未来成长空间。2) 促红素：公司拥有短效促红素双品牌，新适应症纳入医保，打开千万人群潜在市场。3) 蔓迪：雄秃一线用药，泡沫剂填补敏感人群用药空白，巩固公司米诺地尔品类领导者优势。盈利预测与投资评级：选择中国生物制药、石药集团、瀚森制药作为可比公司，2024 年平均 PE 为 17 倍，三生制药 2024 年对应 PE7 倍。公司已有商业化品种 20 多亿利润，给予 5 倍 PE，对应约 100 亿元市值。707 海外 45 亿美金销售峰值，按照 10% 分成对应 4.5 亿美金利润，20 倍 PE 后折现（10% 折现率）贡献 188 亿元市值，707 国内销售峰值约 40 亿元，给予 5 倍 PS 后折现（10% 折现率），贡献约 100 亿元市值，目标市值约 400 亿元，对应目标价约 17 元。首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：新药研发及审批进展不及预期；药品的销售不及预期；政策

影响对产品价格的不确定性。

(证券分析师: 朱国广 证券分析师: 张翀翥)

远东宏信 (03360.HK): 2024 年年报点评: 业绩相对承压, 产业运营业务表现突出

投资要点 事件: 远东宏信发布 2024 年业绩: 1) 公司 2024 年收入总额 377.49 亿元, 同比-0.6%, 归母净利润 38.62 亿元, 同比-37.6%。全年利润降幅较大, 主要系部分非经营性财务资产公允价值变动, 以及跨境所得税的一次性集中影响。2) 2024 年平均 ROE 为 7.80%, 同比-5.19pct。金融业务收入小幅下滑, 利差及资产质量保持稳定。2024 年远东宏信金融及咨询分部收入同比-7%至 217 亿元, 其中金融服务利息收入同比-6%至 212 亿元, 主要系生息资产余额有所降低; 咨询服务费用收入同比-42%至 5 亿元, 主要系公司主动调整服务结构以适应客户需求。①净利差小幅提升。2024 年公司净利差为 4.00%, 同比+0.02pct, 过往三年基本保持在 3.95%左右, 体现出公司在资负两端的综合控制能力。②公司资产质量保持稳定。2024 年不良资产率 1.07%, 同比+0.03pct; 逾期 30 天以上生息资产比例 0.90%, 同比-0.01pct。产业运营分部业绩高增, 营收占比不断提升。2024 年远东宏信产业运营分部收入同比+10%至 162 亿元, 产业运营收入占比由 2018 年的 18% 提升至 43%, 有效地对冲了周期及环境影响。①设备运营方面, 宏信建发 2024 年收入同比+21%至 116 亿元。截至 2024 年末, 宏信建发旗下高空作业平台管理规模为 21.63 万台, 排名亚洲第一, 世界前三。②医院运营方面, 宏信健康 2024 年收入同比-3%至 41 亿元。年内宏信健康持续提升管理效能, 截至 2024 年末旗下控股医院数量 26 家。公司派息持续提升。考虑外部环境波动影响, 公司持续提升股东回报, 公司 2024 年末期拟派息每股 0.30 港元, 连同中期派息每股 0.25 港元, 全年累计现金派息每股 0.55 港元, 较 2023 年度提高 10%, 现金派息率超 55%。截至 2025 年 3 月 7 日, 公司收盘价对应静态股息率 8.90% 盈利预测与投资评级: 根据公司 2024 年经营情况及外部环境, 我们下调此前盈利预测, 预计 2025-2026 年公司归母净利润分别为 48.89/54.32 亿元 (前值分别为 63.13/71.18 亿元), 对应增速 26.57%/11.11%。预计 2027 年归母净利润为 59.51 亿元, 对应增速 9.56%。当前市值对应 2025-2027 年 PE 分别为 4.94/4.45/4.06 倍。看好公司通过丰富服务内容实现产业运营和新型金融业务的稳健增长, 带动 ROE 稳步提升, 维持“买入”评级。风险提示: 1) 监管政策趋严限制融资租赁业务开展; 2) 产业运营业务增长不及预期; 3) 利率大幅波动。

(证券分析师: 孙婷 研究助理: 罗宇康)

东鹏饮料 (605499): 2024 年年报点评: 24 年高质量收官, 确定性与成长性兼具

投资要点 事件: 2024 年公司实现总营收 158.39 亿元/同比+40.6%, 归母净利润 33.3 亿元/同比+63.1%, 单 Q4 营收 32.8 亿元/同比+25.1%, 归母净利润 6.2 亿元/同比+61.2%。业绩符合预期, 核心单品势能强劲。1) 分产品看, 24 年东鹏特饮收入 133.03 亿元/同比+28.5%, 电解质饮料 14.95 亿元/同比+280.4%, 其他饮料收入 10.23 亿元/同比+103.2%, 补水啦凭借精准的“快速补充电解质”定位, 成功将消费场景从传统“困累”场景延伸至运动补水的“汗点”场景, 单品迈进十亿单品行列, 形成与原有能量饮料产品协同发展的“双子星”矩阵。2) 分区域看, 24 年广东/其他地区收入同比+15.9%/+49.6%, 省外占比同比+3.4pct 至 56.94%, 全国化扩张潜力持续验证。渠道端看, 24 年末公司经销商 3193 家, 新增/减少 669/457 家, 经销商数量/单商体量分别

同比+7.1%/28.2%，截至报告期末公司已拥有近 400 万家有效活跃终端门店，累计投放冰柜数量超过 30 万台，持续提升渠道建设质量。成本下行&费投优化，盈利弹性持续释放。1) 收现端看，24 年销售收现同比+47%，快于收入增速，截至 24 末合同负债同/环比+21.53/23.81 亿元，报表余力充足。2) 利润端看，25 年毛利率同比+1.74pct 至 44.8%，主系规模效应释放及原材料成本下行，销售/管理费率同比-0.44pct/-0.59pct，共同推动归母净利率同比+2.9pct 至 21%。单 Q4 看，归母净利率同比+4.2pct，主系费率下行贡献：Q4 毛利率同比-1pct 至 44%，小幅下滑预计主系 1 则电解质饮料及其他饮料收入占比提升、毛利率仍低于整体，2 则货折力度或有加大，销售/管理费用率分别同比-1.52pct/-0.57pct，精准投放下费用产出比提升。25Q1 开门红可期，确定性与成长性兼具。春节期间公司持续推动返乡专案等各项行动有效落地，促进市场动销，我们预计 25Q1 有望顺利兑现开门红。展望全年，公司目标营收/净利润增速均不低于 20%，特饮基本盘稳健，根据尼尔森 IQ 数据，2024 年东鹏特饮在我国能量饮料市场销售量占比由 2023 年的 43.0% 提升至 47.9%，全国市场销售份额占比从 30.9% 上升至 34.9%；第二曲线探索成效已显，补水啦口味&规格丰富下，可在多元化渠道进一步释放增量，同时公司在无糖茶等热门赛道已有对应产品储备，逐步培育下有望接力成长。盈利预测与投资评级：结合公司最新业绩，我们略调整 2025-2026 年归母净利润为 44.8/58.0 亿元(2025~2026 年前值为 45.1、58.0 亿元)，同比+35%、29%，新增 2027 年归母净利润 70.8 亿元，同比+22%，对应 PE 为 27、21、17 倍，维持“买入”评级。风险提示：原材料价格低位向上波动风险，增速回落估值反应过激风险，食品安全风险等。

(证券分析师：苏铖 研究助理：于思淼)

乖宝宠物 (301498)：宠物蓝海，乖宝先航

投资要点 业绩回顾：公司自 2013 年启动自有品牌战略，2013 年推出“麦富迪”，2018 年继续推出中高端猫粮品牌“弗列加特”，并收购了美国品牌“Waggin’ Train”。2018-2023 年间自有品牌的占比从 40.6% 提升至 63.4%，增速维持在 30% 以上；为公司的业绩增长和盈利水平提升提供了有力支撑，2018-2023 年间营收 CAGR 达到 28.8%，归母净利率从 3.7% 提升至 12.7%。成功归因：行业东风与企业“敢想敢做”精神的结合。公司自主品牌做到可以后来居上，这背后有行业快速发展的贝塔，公司在经营上也体现出较强的阿尔法。其实公司的成长路径反映了大部分成功消费品公司的共同点：产品上准确把握国内宠物需求趋势，前期用性价比获取优势；渠道上抓住电商渠道红利实现弯道超车；品牌营销上前期敢于投入。继续追溯下去，核心在于管理层的认知、专业度和执行力。公司的确在研发和品牌营销上均有专人能人司职，目前担任公司 CEO 的杜士芳女士，曾任职过国内乳业双强伊利、蒙牛集团，在品牌打造上有丰富经验，其他两位副总裁均是技术出身，具备深厚的食品加工行业经验，包括董事长本人也非常重视研发。未来发展：强化先发优势，继续提升市场份额。从行业发展规律来看，我们判断在未来一段时间中，消费者对于与品质和功效的需求持续提升，这对于企业的研发能力和供应链能力有更高的要求。公司已有的优势在于规模做到内资品牌 TOP1，在研发和供应链上也有足够积淀。仅猫主粮这个赛道，公司的品类系列覆盖度最为广泛，相比同行优势明显。有望在行业上升期继续扩大市场份额，实现强者恒强。投资建议：宠物食品属于景气赛道，行业空间仍在扩容，而且国产品牌的市占率有逐步提升的趋势，公司在国产品牌中有领先优势，头部地位稳固，已经证明在品牌、研发、渠道上的管理能力，

凭借行业红利和自身的优势，在宠物行业大有可为。预计公司 2024-2026 年营收同比增长 21%/20%/18%；归母净利润同比增长 44%/23%/27%，对应 PE 为 57/47/37X，上调为“买入”评级。风险提示：原材料价格波动风险，汇率波动风险，海外经营风险，竞争加剧风险。

（证券分析师：苏铖 证券分析师：吴劲草 证券分析师：李茵琦）

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>