

晨会纪要

数据日期: 2025-03-10	上证综指	深证成指	沪深300指数	中小板综指	创业板综指	科创50
收盘指数(点)	3366.16	10825.70	3928.80	11866.80	3033.83	1105.16
涨跌幅度(%)	-0.18	-0.16	-0.38	0.08	0.02	-0.22
成交金额(亿元)	5950.26	9106.33	2925.74	3206.66	4385.92	1338.21

晨会主题

【常规内容】

宏观与策略

策略专题: AI 赋能资产配置(五)-AI+ESG 投研实践工具书

行业与公司

海外市场专题: 美元债双周报(25年第10周)-非农数据走弱, 降息预期升温

传媒互联网周报: Manus 开启内测, 北京拟开展全市中小学 AI 通识教育
汽车行业周报(25年第10周): 特斯拉 Autopilot 城市领航开启推送, 吉利发布千里浩瀚智驾系统

社服行业3月投资策略: 提振内需政策预期强化, 龙头经营回暖信号初现

社会服务行业双周报(第102期): 如何理解蜜雪集团上市后首周股价的优异表现?

交通运输行业周报: Cape 船型运价强劲, 物流龙头陆续公布年报业绩

公用环保行业周报: 公用环保202503第2期-中石油中石化天然气年度合同定价方案初步确定, 可控核聚变进展更新

农林牧渔2025年3月投资策略: 看好低估值养殖龙头修复, 关注橡胶中长期景气向上

农业行业周报: 农产品研究跟踪系列报告(151)-豆粕中长期供需或迎收紧, 看好中长期橡胶景气向上

黑芝麻智能(02533.HK) 海外公司快评: 黑芝麻智能预计2024年收入同比增长44%-60%, A1000 芯片助力吉利千里浩瀚智驾系统

科锐国际(300662.SZ) 公司快评: 经营变革进入收获期, AI 赋能助推发展新阶段

远东宏信(03360.HK) 财报点评: 资产质量稳定, 从关注 EPS 到 DPS

得邦照明(603303.SH) 财报点评: 四季度经营回暖, 高分红下股息价值凸显

拼多多(PDD.O) 海外公司深度报告: 短期投入夯实长期竞争力, 海内外业务发展进入新阶段

金融工程

金融工程周报: ETF 周报-上周沪深300和科创板ETF净赎回规模均超百亿, 本周将有3只A50ETF发行

金融工程日报: A股震荡走弱, AI 软硬件方向集中回调

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

主要市场指数 03月11日

	收盘指数	涨跌幅%
道琼斯	33597.92	0
纳斯达克	10961.46	-0.48
S&P500	3801.78	-0.44
法国CAC40	6000.24	-0.72
德国DAX	14261.19	-0.57
日经225	27574.43	-0.4
恒生	23783.49	-1.84

基金指数 03月11日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3223.91	-0.11
股票基金指数	10321.91	-0.11
混合基金指数	9588.56	-0.35

汇率 03月11日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.08	0.44
美元兑人民币	7.23	-0.07
美元兑港币	7.77	0.01
美元兑日元	147.64	-0.27

非流通股解禁 03月11日

名称	解禁数量(万股)	流通股增加%	解禁日期
长安汽车	2590.64	45.92	2025-03-05
山水比德	2525.00	100.00	2025-02-13
霍普股份	2880.00	100.00	2025-01-28
浙版传媒	180000.02	100.00	2025-01-23
洪兴股份	6497.49	100.00	2025-01-22
云南旅游	6857.37	100.00	2025-01-16
广百股份	18692.79	100.00	2025-01-06
德才股份	2865.13	100.00	2025-01-06

【常规内容】

宏观与策略

◆ 策略专题:AI 赋能资产配置（五）-AI+ESG 投研实践工具书

AI 技术在 ESG 投研中的应用正逐步改变传统投资决策模式。随着环境、社会和治理（ESG）因素在投资决策中的重要性日益凸显，AI 技术凭借其在数据处理、风险量化、情绪分析和投资组合优化等方面的核心优势，为 ESG 投研带来全新的解决方案。本文通过深入分析 AI 技术在 ESG 投研中的应用场景，总结了主流 AI-ESG 平台的功能特点，并结合实际案例展示了其在投资实践中的应用价值。随着技术的不断进步，AI 有望进一步推动 ESG 投研的智能化和个性化发展，助力投资者实现可持续发展目标。

AI 技术通过数据整合与清洗、风险量化与动态监测、公众情绪与品牌声誉管理以及投资组合优化等核心应用场景，全面赋能 ESG 投研。AI 利用自然语言处理和自动化爬虫技术，将碎片化的 ESG 数据转化为结构化信息，显著提升数据处理效率；通过机器学习模型实现 ESG 风险的量化和动态监测，帮助企业主动预警并降低合规成本；借助情感分析技术，将公众情绪和品牌声誉从模糊感知转变为精准量化，为投资者提供关键情绪洞察；并根据投资者偏好和目标，提供个性化的投资组合构建方案，实现财务回报与环境及社会责任的平衡。

主流 AI-ESG 平台在数据覆盖、技术先进性和成本效益等方面各有优势。例如，Clarity AI 和 MSCI 在数据覆盖方面表现出色，Signal AI 和 Symanto 在技术先进性上表现突出，而 IBM、Clarity AI 和 Signal AI 在成本效益方面更具竞争力。投资者可以根据自身需求选择合适的平台，以满足不同的应用场景。这些平台通过高频数据更新、深度行业对标、非结构化数据处理、气候风险建模和个性化投资等功能，为投资者提供了强有力的支持，助力其在 ESG 投研中实现更高效、更科学的决策。

实际应用案例与操作流程演示展示了 AI 技术在 ESG 投研中的具体应用价值。例如，IBM Environmental Intelligence Suite 通过其强大的环境智能工具，帮助用户快速访问和分析环境数据，实现海平面上升风险的预测；Clarity AI 则通过其卓越的数据覆盖和透明性，助力 BlackRock 满足欧盟可持续金融披露法规（SFDR）等监管要求，显著提升其 ESG 投研能力。这些案例不仅证明了 AI 技术在 ESG 投研中的实际应用效果，也为投资者提供了可借鉴的操作流程和经验，推动 ESG 投研向智能化和个性化方向发展。

风险提示：历史复盘对未来指引有限，市场政策出现调整，技术算法存在模型偏差，文中个股仅作数据梳理，不构成投资推荐意见。

证券分析师：王开（S0980521030001）

联系人：郭兰滨

行业与公司

◆ 海外市场专题:美元债双周报（25 年第 10 周）-非农数据走弱，降息预期升温

美国 2 月非农就业数据走弱。美国 2 月非农就业新增 15.1 万人，略低于市场预期的 16 万人，同时前值由 14.3 万人下修为 12.5 万人，失业率升至 4.1%创三个月新高，时薪环比增 0.3%符合预期。分行业来看，医疗、交通和金融业成就业主力，制造业、零售及政府岗位增长疲软。本次非农数据反映就业市场降温趋势，叠加通胀粘性引发滞胀担忧。

美联储褐皮书显示经济小幅增长，物价温和上涨，美联储持观望态度。美联储周三公布的褐皮书显示 1 月中旬以来美国经济活动小幅增长，但消费支出下降，消费者对价格更加敏感，多数地区物价温和上涨。报告多次提及关税，显示特朗普政府政策带来不确定性。美联储主席鲍威尔周五公开发言中表示，鉴于贸易、移民等政策不明朗，将暂缓调整货币政策，等待更清晰的经济信号。总体来看，美国经济当前虽保持稳健增长，但前景不明，美联储对未来的货币政策路径保持观望态度。

德国宽财政计划带动欧元快速升值，美元指数回落。德国于上周三推出“历史性”财政扩张计划，拟修改

宪法豁免国防支出债务限制，并设立 5000 亿欧元基础设施基金。市场对此计划反应剧烈，10 年期国债收益率单日飙涨 31 基点至 2.79%，创 1990 年以来最大单日涨幅；德国 DAX 指数上涨 3.5%，基建和军工股领涨。该计划被视为德国战后重要政策转向，旨在刺激连年萎缩的经济，可能带动下半年增长加速。受此影响，欧元兑美元快速升值至 1.08 左右，美元指数则回落至 104 以下。

避险情绪蔓延，美债利率曲线陡峭化持续。近两周在经济数据走弱和特朗普贸易政策反复的影响下，市场避险情绪蔓延，美债利率曲线呈现牛陡走势，短端利率在降息预期升温的影响下继续回落，长端利率先跌后升，1 年/2 年/3 年/5 年/10 年/20 年/30 年期美债近两周分别变动-10/-20/-18/-17/-10/-3/-5bp，10Y 和 2Y 分别录得 4.32% 和 3.99%，10Y-2Y 利差走阔至 33bp。

投资建议：经济前景不确定性较高，优先中短债防御，长债高抛低吸，依衰退/再通胀调仓。短期来看在特朗普贸易政策不确定性的压制下，美国经济数据边际走弱但通胀预期抬升，股债重回负相关性，10 年期美债利率在先跌后升后仍处于 4.3% 左右的较高水平，与我们在最新展望报告中预测的年内中枢水平相符。展望后市，美国经济前景仍有较大不确定性，若经济维持“软着陆”情景，则优先持有中短债+长债波段交易，若经济陷入短期衰退，则增配长债对冲衰退风险同时博弈曲线牛陡，若再通胀则减仓长债转向浮息债或 TIPS。

重要事件与数据方面，未来两周建议重点关注 2 月 CPI 数据与 3 月美联储 FOMC 会议。

风险提示：美国经济和货币、财政、贸易政策的不确定性。

证券分析师：王学恒（S0980514030002）、徐祯霆（S0980522060001）

◆ 传媒互联网周报：Manus 开启内测，北京拟开展全市中小学 AI 通识教育

传媒板块本周表现：行业上涨 5.19%，跑赢沪深 300，跑赢创业板指。本周（3.1-3.7）传媒行业上涨 5.19%，跑赢沪深 300（1.39%），跑赢创业板指（1.61%）。其中涨幅靠前的分别为蓝色光标、湖北广电、顺网科技、焦点科技等，跌幅靠前的分别为紫天科技、宝通科技、ST 富润、大晟文化等。横向比较来看，本周传媒板块在所有板块中涨跌幅排名第 4 位。

重点关注：Manus 开启内测爆火科技圈，北京拟开展全市中小学校人工智能通识教育。1）3 月 6 日，全球首款通用 Agent（自主智能体）产品 Manus 开启内测。与传统 AI 助手相比，这款产品具备独立思考、规划及执行复杂任务的能力，能够直接交付完整成果，展现出强大的通用性与执行力；2）根据风险投资公司 Andreessen Horowitz 发布的最新报告，OpenAI 目前每周活跃用户数达到 4 亿，其中有 1.75 亿是通过移动设备访问的；3）3 月 8 日讯，北京从 2025 年秋季学期开始全市中小学校开展人工智能通识教育，所有中小学生每学年将接受不少于 8 课时的人工智能课程。

本周重要数据跟踪：《哪吒之魔童闹海》带动观影需求释放。1）本周（3 月 3 日-3 月 8 日）电影票房 5.46 亿元。票房前三名分别为《哪吒之魔童闹海》（3.44 亿元，票房占比 62.9%）、《唐探 1900》（0.50 亿元，票房占比 9.1%）、《天堂旅行团》（0.17 亿元，票房占比 3.1%）；2）综艺节目方面，《种地吧第三季》、《妻子的浪漫旅行》、《一路繁花》、《盒子里的猫第二季》和《现在就出发第二季》排名居前；3）游戏方面，2025 年 1 月中国手游收入前三名分别为点点互动《Whiteout Survival》、米哈游《原神》和腾讯《PUBG Mobile》。

投资建议：持续看好 AI 应用以及高景气的 IP 谷子，关注游戏、影视、广告板块反转机会。1）全球首款通用助手 Manus 发布、ChatGPT 周活跃用户数达 4 亿、北京从 2025 年秋季学期开始全市中小学校开展人工智能通识教育，AI 应用端安卓时刻临近，持续看好 AI 应端机会（具体标的见正文投资建议部分）。国漫崛起，IP 谷子产业景气度持续向上，看好 IP、运营、渠道等环节，核心推荐泡泡玛特，关注产业链其他个股机会（广博股份、姚记科技等）。同时关注 VR/AR、数据要素、文化出海等泛科技主题方向主题；2）《哪吒 2》带领之下国内影视板块持续复苏，推荐渠道（万达电影等）以及内容（光线传媒、华策影视等）；游戏板块景气度有望底部持续改善，推荐恺英网络、吉比特等标的；媒体端关注经济底部向上带来的广告投放增长（分众传媒、芒果超媒等）；同时从高分红、低估值角度关注出版板块。

风险提示：监管政策风险；业绩风险；商誉及资产减值风险等。

证券分析师： 张衡（S0980517060002）、陈瑶蓉（S0980523100001）

◆ 汽车行业周报（25 年第 10 周）：特斯拉 Autopilot 城市领航开启推送，吉利发布千里浩瀚智驾系统

月度产销：根据乘联会数据初步统计，2月1-28日，全国乘用车市场零售139.7万辆，同比去年同期增长26%，较上月下降22%。今年以来累计零售319.1万辆，同比增长1%。2月1-28日，全国乘用车厂商批发178.1万辆，同比去年同期增长35%，较上月下降15%；今年以来累计批发388.2万辆，同比增长13%。

周度数据：根据上险数据，2月24日-3月2日，国内乘用车上牌40.60万辆，同比+38.0%，环比+10.0%；其中新能源乘用车上牌21.82万辆，同比+67.7%，环比+7.9%。2月累计更新(2.3-3.2)：2月国内乘用车累计上牌136.34万辆，同比+48.2%；其中新能源乘用车累计上牌69.64万辆，同比+100.2%。

 ; ; ;

本周行情：本周（20250303-20250307）CS 汽车上涨 3.38%，CS 乘用车上涨 1.2%，CS 商用车上涨 3.04%，CS 汽车零部件上涨 5.54%，CS 汽车销售与服务上涨 0.51%，CS 摩托车及其他下跌 1.35%，电动车上涨 1.99%，智能车上涨 5.55%，同期的沪深 300 指数上涨 1.39%，上证综合指数上涨 1.56%，CS 汽车强于沪深 300 指数 2pct，强于上证综合指数 1.83pct，年初至今上涨 13.14%。

成本跟踪和库存：截至 2025 年 2 月 28 日，浮法平板玻璃、铝锭类、锌锭类价格分别同比去年同期-33.1%/+9.4%/+15.9%，分别环比上月同期-0.4%/+1.9%/-2.9%。1 月汽车经销商综合库存系数为 1.40，环比上升 22.8%，同比上升 1.4%。

市场关注：1) 智驾进展：吉利发布千里浩瀚智驾系统；特斯拉 Autopilot 城市领航开启推送；文远知行欧洲落地 L4 级自动驾驶出行服务；2) 机器人：长安汽车在机器人领域将开展类人机器人等相关产业布局；何小鹏透露 L3 级人形机器人明年量产；3) 车型相关：BYD 和吉利等车企后续智能化车型发布，后续汽车板块公司业绩。

核心观点：中长期维度，关注自主崛起和电动智能趋势下增量零部件机遇。一年期维度，看好强新品周期的华为汽车及车型元年的小米汽车产业链。

投资建议：1) 整车推荐：小鹏汽车、宇通客车、赛力斯、吉利汽车；2) 智能化推荐：科博达、华阳集团、均胜电子、伯特利、保隆科技；3) 机器人产业链推荐：拓普集团、三花智控、双环传动；4) 国产替代（全球化）推荐：星宇股份、福耀玻璃、继峰股份、新泉股份、玲珑轮胎等。

风险提示：汽车供应链紧张、经济复苏不及预期、销量不及预期风险。

证券分析师：唐旭霞（S0980519080002）、杨彬（S0980523110001）、唐英韬（S0980524080002）、孙树林（S0980524070005）、贾济恺（S0980524090004）

联系人：余珊

◆ 社服行业 3 月投资策略：提振内需政策预期强化，龙头经营回暖信号初现

两会速递：扩大内需跃居 2025 年工作任务首位，提振内需政策预期强化。总体上，2025 年政府工作报告将“全方位扩大国内需求”置于工作任务首位，奠定全年政策基调，并从供需多维度明确提振消费意愿与消费能力，有助于夯实未来服务消费的基础。需求层面，政府工作报告从“完善劳动者工资正常增长机制、更大力度稳定和扩大就业”等方面稳定居民收入预期，其中服务消费作为重要劳动力蓄水池或有望受益政策支持；同时首次提出“发放育儿补贴”，据跟踪国家卫生健康委正在会同有关部门起草育儿补贴的操作方案，有助于释放进一步家庭消费潜力；供给层面，报告从“落实和优化休假制度，完善免税店政策，推动扩大入境游消费”等方面打开消费时间与场景制约，从“加快推进部分品目消费税征收环节后移并下划地方、强化企业境外参展办展支持等方面”提升地方扩消费与促外贸的能动性和实力。

行情回顾：2 月至今社服板块跑赢基准 3.4pct，板块预期有所升温。2.1-3.7 A 股消费者服务板块涨 6.74%，跑赢沪深 300 3.41pct，A 股 AI 推动商业模式底层逻辑变革的教育板块以及 AI 叠加周期预期转暖的人资板块领涨。港股部分龙头预期好转叠加蜜雪上市带动连锁消费估值修复。

子行业：人力资源龙头业绩环比加速，旅游出行延续韧性表现。OTA：携程四季度 Trip 海外扩张提速，短期对阶段利润率存在扰动，但一方面现阶段公司以现有模式投入产出具备有效性，有助于提振中线盈利前景；另一方面 OTA 龙头有望受益于 2025 年政策 β 弹性及 AI 工具潜在提效。酒店：据酒店之家数据，1-2 月 RevPAR 同比下滑 4%，与 Q4 基本持平，酒店行业进入个位数降幅震荡阶段，商旅需求提振仍需政策传导。餐饮：年初以来多个龙头告别“低价内卷”转向供应链效率、数字化运营及全球化布局等扩张成长。结合跟踪，酒店餐饮部分优质龙头 2025 年 1-2 月同店表现开始转正。景区：部分景区天气因素扰动叠加去年基数不低，1-2 月自然景区客流表现相对平稳，旅游淡季板块预期也逐步回落。演艺：年初至今宋城演艺项目场次合计同比增长 19%，其中爬坡项目带动自营项目增长 14%，其他成熟项目相对平稳。免税：春运离岛免税同比下滑 10%，相比 2024 年降幅收窄。人力资源：2024Q4 科锐国际业绩增速环比提升，经营复苏动能积聚。

投资建议：2024 年经过压力测试，板块龙头已经逐渐开始适应环境并自主调节进化；2025 年以来，政府工作报告将促内需放在首位，提振内需政策预期强化，未来服务消费的基础有望得到夯实；同时国内 AI 技术不断突破及应用场景裂变有助于龙头降本增效并发展新成长曲线。目前经济环境和市场风格下建议配置美团-W、携程集团-S、海底捞、科锐国际、亚朵、同程旅行、学大教育、天立国际控股、同庆楼等；中线优选中国中免、美团-W、华住集团-S、学大教育、携程集团-S、海底捞、天立国际控股、同程旅行、北京人力、BOSS 直聘、科锐国际、锦江酒店、同庆楼、行动教育、宋城演艺、百胜中国、九毛九、粉笔、海南机场、米奥会展、传智教育、君亭酒店、王府井、峨眉山 A、天目湖、三特索道、黄山旅游、广州酒家、首旅酒店、中青旅、奈雪的茶、东方甄选等。

风险提示：宏观、疫情等系统性风险；政策风险；收购低于预期、股东减持风险、市场资金风格变化等。

证券分析师： 曾光（S0980511040003）、张鲁（S0980521120002）、杨玉莹（S0980524070006）

◆ 社会服务行业双周报（第 102 期）：如何理解蜜雪集团上市后首周股价的优异表现？

周观点：如何理解蜜雪集团上市后首周股价的优异表现？截至 3 月 7 日公司股价相较发行价 202.5 港元已上涨 75.3%至 355 港元。纵观海内外连锁消费业态龙头，高速扩张期的估值中枢通常显著高于成熟期（60-100 倍 vs 稳定期 15-30 倍），而成熟期优秀企业凭借经营阿尔法仍有望获得相对估值溢价。其核心逻辑在于，门店数量扩张能为连锁企业收入增长提供更强劲的信心，考虑新店爬坡期过后的盈利兑现有较强预期，市场往往愿意对高速拓店企业给予估值溢价。而步入成熟期后，增长动能切换为运营驱动的同店增长及盈利质量验证，经营能力较优的企业仍能保持横向对比的优势。2024 年蜜雪集团逆势下兼顾相对突出的扩张及优秀的盈利能力。根据蜜雪集团全球发售招股书，2024 年门店网络实现 GMV583 亿元/+22%，公司实现归母净利润不低于 44 亿元/+40%以上。2024 年末，合计 4.6 万家门店/+24%。业绩层面，受益于规模效应，2024 年前三季度毛利率由 2023 年同期 29.7%自然改善至 32.4%，归母净利率由 15.6%改善至 18.7%。后续，凭借庞大门店体系，公司逐步释放供应链规模效应，预计毛利率有望持续改善。成长性来看，依托下沉和出海，门店扩张预计仍有较良好增长空间（下沉门店已覆盖 4900+个乡镇，但目前中国约有 3 万个乡镇，海外门店数 21-24 年三季度末复合增速为 185%）。

板块复盘：消费者服务板块报告期内上涨 0.08%，跑赢大盘 0.95pct。报告期内，国信社服板块涨幅居前的股票为科锐国际、同道猎聘、中国东方教育、奈雪的茶、国旅联合、海底捞、BOSS 直聘、东方甄选、银河娱乐、同程旅行。

行业新闻：政府工作报告指出实施提振消费专项行动，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。国务院发布《优化消费环境三年行动方案（2025-2027 年）》，部署各地区、各部门全面优化消费环境。国家卫健委正在会同有关部门起草育儿补贴操作方案。海底捞旗下焰请烤肉铺子登陆广州，三店齐开；客单价约 110 元/人。

风险提示：自然灾害等系统风险；政策风险；门店扩张速度不及预期等。

投资建议：维持“优于大市”评级。伴随国家不断出台扩大内需的利好政策，报告期内社服板块估值有望迎来持续修复。目前经济环境和市场风格下建议配置美团-W、携程集团-S、海底捞、科锐国际、亚朵、同程旅行、学大教育、天立国际控股、同庆楼等。中线优选中国中免、美团-W、华住集团-S、学大教育、携程集团-S、海底捞、天立国际控股、同程旅行、北京人力、BOSS 直聘、科锐国际、锦江酒店、同庆

楼、行动教育、宋城演艺、百胜中国、九毛九、粉笔、海南机场、米奥会展、传智教育、君亭酒店、峨眉山 A、天目湖、三特索道、黄山旅游、广州酒家、首旅酒店、中青旅、奈雪的茶、东方甄选等。

证券分析师： 曾光（S0980511040003）、张鲁（S0980521120002）、杨玉莹（S0980524070006）

◆ 交通运输行业周报：Cape 船型运价强劲，物流龙头陆续公布年报业绩

航运：本周油运集运表现延续疲软态势，但是散运继续维持强势。分行业来看，油运方面，当前 VLCC 的供给侧仍旧偏紧，即便需求因美俄关系好转、OPEC+或推迟增产等因素未能放量，但运价仍维持于较高位置，中东-宁波的运价约为 3.4 万美元/天，继续维持于盈亏平衡点之上，我们认为，行业已经进入了配置的高性价比区间，在 2025 年全年供给增速仅约 0.5%的强制约束下，我们持续看好需求一旦好转有望带来的运价向上弹性，继续推荐中远海能、招商轮船，关注招商南油。集运方面，本周维持全线下跌，中期来看行业供给格局或仍加剧恶化，年内集运船东的盈利能力或将承压。投资标的上，中远海控 2024 年度预计实现归母净利润 490.82 亿元，同比增长约 105.71%，假设海控维持此前的分红政策，股息率或较为可观，建议持续关注。此外，当前中国建筑业 PMI 表现较好，叠加南美粮季下散货运价超预期，建议关注油散双核的招商轮船。

航空：本周整体和国内客运航班量环比有所下降，整体/国内客运航班量环比分别为-5.5%/-6.3%，整体/国内客运航班量分别相当于 2019 年同期的 98.9%/103.3%，国际客运航班量环比下降 0.4%，相当于 2019 年同期的 79.5%，近期国际油价小幅低于去年同期水平。春运结束后，2 月中旬以来航空客运票价呈现淡季的正常回调，3 月国内票价同比仍然有所下滑。展望 2025 年全年航空价格表现，由于局方在全国民航工作会议上提出“规范重点时段和特殊情况航空运输价格行为，加强价格收费监管，维护航空运输市场价格秩序”，且 2025 年供需格局将确定性改善，我们认为 2025 年航空国内扣油票价有望实现企稳回升。投资建议方面，民航经营底部已过，未来民航供需缺口将持续缩小，航司盈利能力将持续修复，考虑到航空板块基本面的向下风险可控以及股价的向下空间有限，继续推荐中国国航、东方航空、南方航空以及春秋航空。

快递：近期，极兔速递、京东物流以及德邦股份陆续公布了 2024 年度业绩。极兔速递和京东物流 2024 年的扣非净利均实现了扭亏为盈，其中，极兔速递主要得益于件量规模快速增长以及物流网络持续降本增效，京东物流主要得益于主动优化收入结构以及物流网络大幅降本增效。德邦股份下游需求虽然受到宏观经济拖累，但是得益于公司主动开拓下沉市场以及网络融合带来降本增效，公司 2024 年归母净利仍然实现了 15%的较快增长，表现符合预期。加盟制快递市场现阶段仍然处于良性竞争阶段，但是中期来看，由于中通快递今年的战略已经明确为市场份额优于利润表现，今年行业价格竞争可能存在反复，但行业长期竞争格局向好趋势不改，建议紧密跟踪行业价格变化，把握阶段性投资机会。投资建议方面，考虑到快递龙头估值仍然偏低，推荐顺周期属性较强且成本持续优化的高端快递服务商顺丰控股以及受益于消费降级的中通快递、圆通速递、韵达股份和申通快递。

物流：我们看好优质物流龙头企业的发展机会：1）自下而上看好德邦股份，由于宏观经济增长乏力以及京东物流贡献的关联业务量低于预期，公司 2024 年收入和利润增速表现有所承压，但我们认为公司的经营低点已过，四季度经营表现环比显著企稳回升，随着宏观经济企稳以及京东物流关联业务量恢复较快增长，公司 2025 年收入及利润均有望实现双位数以上的较快增长，且未来随着和京东物流同业竞争问题的解决，公司仍然拥有值得期待的发展空间，目前估值便宜，具备投资价值。2）另自下而上推荐嘉友国际，嘉友国际前三季度实现归母净利 10.89 亿元，同比+44.23%，虽单三季度业绩表现一般，但是我们预计是国内焦煤需求短暂被抑制所致，全年高增的趋势不会改变，且员工持股彰显信心，2024-2026 年的净利润目标分别为 15.6 亿元、21.0 亿元、26.3 亿元，同比分别增长 50%、35%、25%。我们认为，公司“轻重结合”的资产布局模式，以及通过贸易、基础设施锁定物流需求的业务模式具备较强可复制性，看好公司通过跨区域扩张不断增加业绩增长点。3）自下而上推荐东航物流，近期，美国总统特朗普决定对进口自中国的商品加征 10%的关税且未来有可能会取消美国对价值低于 800 美元小额货物的“最低限度”关税豁免，该新关税政策对我国航空国际货运运量可能造成一定负面影响，进而导致运价表现承压，但是我们认为整体影响可控，因为首先航空运输的高附加值商品需求往往较为刚性，其次我国商品成本优势显著，税收成本仍有转嫁空间，最后我国也正在加速开拓新兴市场的对外贸易。由于今年中美贸易战存在不确定性，导致市场对公司今年业绩表现存在较大预期差，公司现阶段的

股价及估值已经较为充分地反映了该不确定性风险，而我们认为由于跨境电商高景气度仍在以及高端货物运输需求较为刚性，今年我国国际航空货运运价仍然有望稳步上行，公司仍然具备投资价值。

投资建议：我们看好经营稳健且业绩增长具有潜力的价值股。推荐顺丰控股、中通快递、春秋航空、中国国航、中远海能、招商轮船、圆通速递、申通快递、嘉友国际、德邦股份、招商南油、韵达股份、京沪高铁。

风险提示：宏观经济复苏不及预期，油价汇率剧烈波动。

证券分析师： 罗丹（S0980520060003）、高晟（S0980522070001）

◆ 公用环保行业周报：公用环保 202503 第 2 期-中石油中石化天然气年度合同定价方案初步确定，可控核聚变进展更新

市场回顾：本周沪深 300 指数上涨 1.39%，公用事业指数下跌 0.50%，环保指数上涨 2.29%，周相对收益率分别为-1.89%和 0.90%。申万 31 个一级行业分类板块中，公用事业及环保涨幅处于第 28 和第 12 名。分板块看，环保板块上涨 2.29%，电力板块子板块中，火电下跌 1.24%；水电下跌 0.42%，新能源发电下跌 0.13%；水务板块上涨 0.91%；燃气板块下跌 0.41%。

重要事件：据隆众资讯报道，中石油和中石化天然气年度合同定价方案初步确定。中石油管制气量占比下降，非管制气浮动气量占比提升，调峰量价格上浮比例降低；中石化基础气量占比提高，价格上浮比例降低。整体来看，预计中石油定价较 2024 年略有上升，中石化定价有所下降；中石油仍有价格优势，但和中石化定价差异有所收窄。

专题研究：可控核聚变进展更新。两会期间，中国核电董事长卢铁忠、聚变领域首席科学家段旭如多次提及加快发展核聚变有关事宜。2 月 28 日，中国核电和浙能电力拟以增资方式参股中国聚变能源有限公司。建议关注中国聚变工程实验堆 CFETR 聚变堆主机关键系统综合研究设施 CRAFT 于 2025 年底建成的进展和美国 Helion Energy 实现净能量增益的预期兑现。

投资策略：公用事业：1. 煤价电价同步下行，火电盈利有望维持合理水平，推荐全国大型火电企业华电国际、国电电力以及区域电价较为坚挺的上海电力；2. 国家持续出台政策支持新能源发展，新能源发电盈利有望逐步趋于稳健，推荐全国性新能源发电龙头企业龙源电力、三峡能源以及以及区域优质海上风电企业广西能源、福能股份、中闽能源；3. 装机和发电量增长对冲电价下行压力，预计核电公司盈利仍将维持稳定，推荐核电运营标的中国核电、中国广核；国家电投整合核电资产，打造 A 股第三家核电运营商，推荐重组标的电投产融；4. 全球降息背景下高分红的水电股防御属性凸显，推荐业绩稳健性和成长性兼具的水电龙头长江电力；5. 燃气推荐具有区位优势，量价张力较强的城市燃气龙头华润燃气，以及具有海气贸易能力，特气业务锚定商业航天的九丰能源。环保：水务&垃圾焚烧行业进入成熟期，自由现金流改善明显，再叠加无风险收益率的持续走低，投资者的预期回报率和风险偏好均有所下降，建议关注环保板块中的“类公用事业投资机会”，推荐光大环境。欧盟 SAF 强制掺混政策生效在即，对原材料需求增加，国内废弃油脂资源化行业有望充分受益，推荐山高环能。

风险提示：环保政策不及预期；用电量增速下滑；电价下调；竞争加剧

证券分析师： 黄秀杰（S0980521060002）、郑汉林（S0980522090003）、刘汉轩（S0980524120001）

联系人： 崔佳诚

◆ 农林牧渔 2025 年 3 月投资策略：看好低估值养殖龙头修复，关注橡胶中长期景气向上

月度重点推荐组合：牧原股份（生猪养殖龙头），海大集团（畜禽及水产饲料龙头），乖宝宠物（宠粮自主品牌龙头），中宠股份（境内外业务同步增长的宠粮先锋），海南橡胶（全球最大天然橡胶种植及加工贸易企业之一）。

各细分板块推荐逻辑：1) 宠物：稀缺成长赛道，国产消费保持高增长，出口有望维持较好表现。2) 种植链：关注转基因变革下的种业成长机会；玉米与大豆估值底部，看好天然橡胶景气上行。3) 生猪：整体产能预计维持低波动，拥抱高 ROE 价值标的。4) 黄鸡：供给维持底部，需求有望随宏观修复。5) 白鸡：短期鸡苗供给偏紧，毛鸡受供给偏紧及下游需求改善带动，预计震荡修复。中期父母代同比减量

且存在结构变化，消费中枢或稳步上移。6) 动保：关注宠物疫苗等新品研发进展。7) 饲料：饲料会向技术服务类企业集中，核心看好海大集团等。

农产品价格跟踪：1) 生猪：2 月生猪价格偏弱调整。2 月末猪价 14.46 元/kg，月环比-9%；7kg 仔猪 451 元/头，月环比-11%。2) 禽：短期价格偏弱。2 月末白鸡毛鸡价格 6.24 元/kg，月环比-11%；浙江青脚麻鸡价格为 3.90 元/斤，月环比-5%。3) 大豆：价格历史底部。2 月末国内大豆现货价 3879 元/吨，月环比-1%。4) 玉米：收储有望托底。2 月末国内玉米现货价 2210 元/吨，月环比+4%。5) 白糖：2 月末广西南宁糖现货价为 6060 元/吨，月环比+1%。

2 月市场行情：一号文件发布，农产品加工与种植板块涨幅领先。2 月 SW 农林牧渔指数上涨 0.20%，沪深 300 指数上涨 1.91%，板块跑输大盘 1.71%。涨幅排名前五的个股依次为田野股份、大禹生物、润农节水、欧福蛋业、驱动力，涨幅分别 42.00%/36.35%/23.15%/17.42%/16.26%。

投资建议：重点推荐宠物、橡胶。1) 宠物推荐：乖宝宠物、中宠股份、瑞普生物等。2) 种植链推荐：海南橡胶、荃银高科、丰乐种业、隆平高科、登海种业等。3) 生猪推荐：牧原股份、华统股份、温氏股份、神农集团、新五丰、巨星农牧、唐人神、天康生物等。4) 禽推荐：立华股份、益生股份、圣农发展等。5) 动保推荐：科前生物、回盛生物等。6) 饲料推荐：海大集团等。7) 肉制品：双汇发展。

风险提示：恶劣天气带来的风险；不可控动物疫情引发的潜在风险。

证券分析师： 鲁家瑞 (S0980520110002)、李瑞楠 (S0980523030001)、江海航 (S0980524070003)

◆ 农业行业周报:农产品研究跟踪系列报告(151)-豆粕中长期供需或迎收紧，看好中长期橡胶景气向上

周度农产品价格跟踪：猪价环比回调，新季美豆种植面积预期调减。

生猪：产能维持低波动，预计 2025 年猪价景气有望延续。3 月 7 日生猪价格 14.45 元/公斤，周环比-0.07%；7kg 仔猪价格约 451 元/头，周环比持平。

白鸡：中期父母代同比减量且存在结构变化，消费或逐步上移。3 月 7 日，鸡苗价格 2.61 元/羽，周环比+8.30%；毛鸡价格 6.48 元/千克，周环比+3.85%。

黄鸡：供给维持底部，有望率先受益内需改善。3 月 7 日浙江快大三黄鸡/青脚麻鸡/雪山草鸡斤价分别为 4.7/4.1/6.0 元，周环比+0.0%/+5.1%/+3.5%。

鸡蛋：祖代引种充裕，远月供给压力较大。3 月 7 日，鸡蛋主产区价格 3.41 元/斤，环比-0.58%，同比-13.67%。

豆粕：新季美豆种植面积调减，中长期供需支撑走强。3 月 7 日大豆现货价 3857 元/吨，周度环比-0.57%；豆粕现货价 3642 元/吨，周度环比-2.15%。

玉米：价格底部已现，远期供需宽松有望收紧。3 月 7 日国内玉米现货价 2232 元/吨，周环比+1.00%，较去年同期下降 7.35%。

白糖：短期国内供强需弱，中期关注北半球天气。3 月 7 日，国内广西南宁糖现货价为 6040 元/吨，较上周环比-0.33%。

橡胶：短期震荡调整，中期看好景气向上。3 月 7 日，20 号标胶现货价为 15058 元/吨，周环比-2.37%；全乳山东市价为 16800 元/吨，周环比-1.75%。

核心观点：看好宠物消费高景气，关注种植链催化。1) 宠物：稀缺成长赛道，国产消费保持高增长，出口维持较好表现。2) 种植链：中央一号文件重视程度升温，关注转基因变革下的种业成长机会；看好玉米、豆粕低位修复，天然橡胶中长期景气上行。3) 生猪：产能预计维持低波动，拥抱高 ROE 价值标的。4) 黄鸡：上游补栏谨慎，供给维持底部，需求有望随宏观修复。5) 白鸡：短期鸡苗供给偏紧，毛鸡价格受供给偏紧及下游需求改善带动，预计震荡修复。中期父母代同比减量且存在结构变化，消费中枢或稳步上移。6) 动保：关注宠物疫苗等新品研发进展。7) 肉制品：看好双汇发展现金高分红。8) 饲料：饲料会向技术服务类企业集中，核心看好海大集团等。

投资建议：重点推荐宠物、种子。1) 宠物推荐：乖宝宠物、中宠股份、瑞普生物等。2) 种植链推荐：

海南橡胶、荃银高科、丰乐种业、隆平高科、登海种业等。3) 生猪推荐：牧原股份、华统股份、温氏股份、神农集团、新五丰、巨星农牧、唐人神、天康生物等。4) 禽推荐：立华股份、益生股份、圣农发展等。5) 动保推荐：科前生物、回盛生物等。6) 饲料推荐：海大集团等。7) 肉制品：双汇发展。

风险提示：恶劣天气带来的不确定性风险；不可控动物疫情引发的潜在风险

证券分析师： 鲁家瑞（S0980520110002）、李瑞楠（S0980523030001）、江海航（S0980524070003）

◆ 黑芝麻智能 (02533.HK) 海外公司快评:黑芝麻智能预计 2024 年收入同比增长 44%-60%, A1000 芯片助力吉利千里浩瀚智驾系统

公司公告：根据公司公告，2024 年 2 月 17 日，黑芝麻智能发布 2024 年业绩预告，预计 2024 年实现收入约人民币 4.5-5 亿元，同比增长约 44%-60%，预计 2024 年实现权益持有人应占净利润不低于人民币 1 亿元，而 2023 年亏损净额约为人民币 48.55 亿元。公司 2024 年业绩增长主要原因在于：1) 自动驾驶产品及解决方案的收入增加，主要系(a)公司持续向国内领先的汽车原始设备制造商 OEM（包括 BYD、东风及吉利等）和一级供应商出口芯片及解决方案等产品，且在量产车型中的使用数量稳步增加；(b)公司产品线扩张及发展带来的商用车领域市场渗透率的提高；(c)随着相关政府政策的发布，公司车路云一体化等领域的收入增加；及 2) 向投资者发行的金融工具的公允价值收益主要由于投资者持有的附有优先权的股权的公允价值变动所致。黑芝麻华山 A1000 芯片于 2020 年 6 月推出，是国内最早基于自研车规级核心 IP 开发的自动驾驶高性能芯片，算力达 58TOPS（INT8），全面支持 L2 至 L3 级别自动驾驶，目前，华山 A1000 家族芯片已处于规模化量产状态，获得国内多家头部车企采用，包括一汽集团、东风集团、吉利集团、江汽集团等国内多家头部车企采用，量产车型包括领克 08、合创 V09、东风 eπ 007 及首款纯电 SUV 等。2024 年 3 月 3 日，吉利汽车举办吉利 AI 智能科技发布会，其中千里浩瀚 H1 传感器方案采用 10V5R，支持高速 NOA 以及自动泊车 APA，据黑芝麻智能消息，作为车规级智能汽车计算芯片及基于芯片的解决方案供应商，公司的华山 A1000 方案助力了千里浩瀚 H1，该智驾系统全系标配黑芝麻智能华山芯片 A1000 两颗。

国信汽车观点：黑芝麻智能为领先的智能汽车计算芯片及解决方案国产供应商，产品端，黑芝麻智能 SoC 芯片产品全面覆盖低中高阶智能驾驶和跨域融合场景，包括专注于自动驾驶的华山系列，及专注于跨域计算的武当系列，除自有 SoC 外，公司提供自动驾驶配套软件，以支持客户在 SoC 上开发及部署应用程序时进行定制；客户端，公司与诸多汽车 OEM、一级供应商、软硬件及移动出行合作方合作，打造丰富的生态圈，合作车企包括长安汽车、吉利汽车、上汽集团、一汽集团等。考虑到 2024 年，公司净利润预计超过 1 亿元人民币，主要系投资者持有的附有优先权的股权的公允价值变动所致（2024H1 公司净利润 11.05 亿人民币，其中确认公允价值收益 19.32 亿人民币，主要原因是投资者持有的附有优先权的股权的公允价值变动所致），我们维持营收预测，上调 2024 年利润预测，预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 4.8/7.5/11.8 亿元，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1.1/-9.98/-7.2 亿元（前次预测为-7.6/-9.98/-7.2 亿元）。考虑到黑芝麻智能：1）收入端受益于智能驾驶行业渗透率加速提升，华山和武当系列芯片需求加大，未来业绩有望保持高速增长。2）智能驾驶业务具备较强稀缺性，公司为当前国产智能驾驶芯片优质企业，行业自动驾驶芯片稀缺标的，我们维持“优于大市”评级。

风险提示：1、行业价格战风险；2、车型销售不及预期的风险；3、行业竞争格局或技术迭代等因素对收入预测的风险；4、净利润受公允价值变动、产品结构等因素影响较大，导致盈利预测可能不及预期等。

证券分析师：唐旭霞（S0980519080002）、杨钊（S0980523110001）

◆ 科锐国际(300662.SZ) 公司快评:经营变革进入收获期, AI 赋能助推发展新阶段

1、公司披露 2024 年年度业绩快报，公司营业收入 117.93 亿元/+21%；归母净利润 2.04 亿元/+2%；扣除非经常性损益后的归属于上市公司股东的净利润 1.37 亿元/+2%。

2、据新浪科技访谈信息，科锐国际 CTO 刘之提及公司将在 2025 年开始推出 PC 端寻访自动化 Agent、

关系图谱预测的 GTN 等能力。

国信社服观点

1) 2025 年成长展望：1) 灵活用工韧性增长：公司过往 2 年持续深耕绑定大客户，依托于大客户的稳定贡献，灵活用工业务净增人数保持韧性增长。宏观企稳叠加下游部分产业需求爆发下，2025 年增长有望提速，据跟踪 2025 年 1 月单月净增人数已超过 2024Q1 净增数据；2) 招聘需求回暖&内部降本增效，猎头盈利边际改善：据智联招聘数据，春节后劳动力市场供需两端快速升温，活跃职位数和求职人数同步大幅增长；与此同时，公司过往 2 年推进猎头降本增效，2024 年猎头人效同比已提升至 40 万/年，伴随招聘需求回暖 2025 年人效进一步提升值得期待；3) 新技术平台减亏：伴随新业务研发投入进入尾声，叠加收入增长释放规模效应，技术平台减亏有望达到千万量级。综合而言，公司经过过去 2 年对不同业务管线的潜在耕耘布局，2025 年有望迎来收获期。

2) AI 赋能规模效应显现，用工需求有望受益。2023 年底时公司成功推出 CRE 大模型，并在 2024 年基于该模型推出支持 RAG 的匹配系统 match system。通过不断训练大量简历需求和招聘顾问行为数据，匹配精准度从最初的 30%提升至 90%以上。据公司 CTO 刘之的访谈介绍，目前系统在匹配精确性能能超过初中级顾问的水平。A 据工信部数据显示，2023 年 AI 核心产业人才缺口达 500 万，算法工程师、数据标注师、AI 产品经理等应用型岗位需求同比增长 217%。行业爆发增长初期的行业，对高端研发人才需求量往往较大，具备招聘能力的科锐国际有望受益于用工需求增长。

3) 投资建议：基于灵活用工稳健增长、猎头盈利稳步复苏以及新技术业务按计划减亏等中性偏乐观假设，我们上调 2025-2026 年归母净利润至 2.77/3.36 亿元（调整幅度+13%/+17%），最新收盘价股价对应动态 PE 23.7/19.6x。基于 2024Q4 公司财报所展现出的收入利润弹性，若外围经营环境进一步助力，灵活用工、猎头需求改善超预期，相对乐观预期下（假设见正文）25-26 年归母净利润有望达 2.97/3.69 亿元，对应动态估值为 22.2/17.9x。复盘公司历史动态 PE 区间为 14-51x，业绩高增长期，公司会享受“戴维斯双击”。展望未来，在股权激励考核指标的指引下，加之各项经营举措取得成效，2025 年有望延续 2024Q4 的经营态势重回业绩快速增长通道；此外 AI 应用持续赋能公司业务变革和整体效能提升，公司属于显著受益群体之一，因此 2025 年属于业绩与估值弹性均有显著看点的品种，纳入我们全年核心看好组合，维持公司“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济承压、行业竞争加剧、大客户流失、AI 商业落地风险、政策变化风险等。

证券分析师： 曾光（S0980511040003）、张鲁（S0980521120002）

◆ 远东宏信(03360.HK) 财报点评:资产质量稳定，从关注 EPS 到 DPS

分红稳定增长，股息率亮眼。公司 2024 年实现收入总额 377 亿元，同比基本持平；2024 年实现归属于普通股股东净利润 39 亿元，同比减少 38%。2024 年平均 ROE7.8%，同比下降 5.2 个百分点。2024 年度每股现金股息 0.55 港元，持续稳定增长，现金分红率达到 56%，2024 年度分红对应的静态股息率接近 9%，预计后续每股分红指标保持增长。

资产规模整体稳定，宏信建发扩张较快。公司 2024 年末总资产同比增长 3%至 3604 亿元，规模保持稳定，其中贷款及应收款项同比下降 4%至 2606 亿元。2024 年全国融资租赁合同余额同比下降 3%，整个行业处于收缩阶段，远东宏信表现与行业整体水平接近。子公司宏信建发扩张较快，2024 年总资产同比增长 17%，主要得益于业务规模扩张，尤其是加速布局海外业务。

生息资产收益率与负债成本均下降，净息差略有降低。公司 2024 年生息资产收益率 8.06%，同比下降 18bps，主要受市场利率下行、客户层级提升等影响。2024 年计息负债成本率 4.06%，同比下降 20bps，主要受高成本负债到期重定价等因素影响。2024 年净息差 4.48%，同比降低 10bps。

产业运营板块增长相对较快，毛利率略有降低。公司 2024 年产业运营分部收入同比增长 10%至 162 亿元，其中宏信建发收入同比增长 20%至 116 亿元，其他板块收入略有下降。2024 年产业运营板块毛利率 30%，同比小幅降低 2 个百分点，主要受宏观经济以及海外业务投入加大等因素影响，宏信建发毛利率有所下降。

期间费用率稳定。公司 2024 年销售及行政开支、其他费用开支以及财务成本等合计占营业收入的比例

在 25%左右，基本上保持稳定。

资产质量整体稳定。公司 2024 年末不良率 1.07%，较年初上升 0.03 个百分点；关注率 5.58%，较年初下降 0.39 个百分点。2024 年不良生成率 0.41%，同比降低 0.12 个百分点。2024 年末拨备覆盖率 228%，较年初持平。拨备计提力度加大，信用成本率同比提高 0.40 个百分点至 0.47%。

投资建议：我们考虑到行业整体规模收缩、市场利率下行等因素调低盈利预测，预计 2025-2027 年普通股净利润 42/44/46 亿元（上次 2025-2026 年预测值 65/67 亿元），同比增速 10%/4%/4%；摊薄 EPS 为 0.98/1.02/1.06 元；当前股价对应 PE 为 5.8/5.6/5.4x，PB 为 0.49/0.47/0.45x。公司资产质量稳定，动态股息率约 10%，我们维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济形势走弱可能对公司资产质量产生不利影响。

证券分析师： 孔祥（S0980523060004）、陈俊良（S0980519010001）、王剑（S0980518070002）

◆ 得邦照明(603303.SH) 财报点评:四季度经营回暖，高分红下股息价值凸显

四季度经营改善，扣非盈利好转。公司 2024 年实现营收 44.3 亿/-5.7%，归母净利润 3.5 亿/-7.5%，扣非归母净利润 3 亿/+0.8%。其中 Q4 收入 11.4 亿/+8.2%，归母净利润 0.9 亿/-9.0%，扣非归母净利润 0.6 亿/+22.1%。非经常性损益主要来源于政府补助。公司拟每股派发现金股利 0.74 元，现金分红率为 99.6%，对应 3 月 7 日收盘价的股息率为 6.0%。公司业务结构调整进入尾声，Q4 收入增速止跌回升，扣非经营性盈利有所提升。

照明灯具出口增长平稳，公司照明内销有所拖累。我国照明产品出口整体表现平稳，海关总署数据显示，2024 年我国灯具照明装置及其零件出口额同比增长 1.0%至 3001.2 亿元，其中 Q4 增长 0.8%。2024 年公司通用照明收入 36.7 亿，同比下降 5.0%；照明工程施工收入下降 36.5%至 1.1 亿。分内外销，公司全年外销收入下降 3.1%至 36.3 亿，内销收入下降 16.7%至 7.8 亿。预计公司照明业务收入受国内工程照明等拖累较大，出现一定下滑；出口虽然受到公司市场策略调整的影响，但表现相对稳定。

车载业务下半年有所修复。公司 2024 年车用照明收入下降 4.4%至 6.0 亿，其中以车载控制器为主的得邦车用照明收入同比增长 7.7%至 4.1 亿，以车灯结构件为主的上海良勤收入同比下降 23.8%至 2.0 亿。考虑到上述两家公司 2024H1 营收合计下降 10.6%，预计 H2 公司车用照明收入有所好转。公司 2024 年新增定点项目总额创新高，持续实现主机厂客户的突破，与零跑汽车达成战略合作。随着定点的陆续量产交付，公司车载业务有望回到持续成长轨道。

主业毛利率提升，扣非利润率改善。公司 2024 年毛利率同比-0.1pct 至 19.2%，其中通用照明毛利率+0.5pct 至 19.8%，车用照明毛利率-3.5pct 至 15.8%，照明工程施工毛利率-5.6pct 至 13.6%。公司主动调整照明外销业务结构，2024 年外销毛利率+0.9pct 至 18.9%；内销毛利率-4.4pct 至 20.0%。公司 Q4 毛利率同比-6.7pct 至 17.0%。公司 Q4 费用率有所压缩，汇兑收益增加，研发/管理/销售/财务费用率同比分别-1.4/-1.5/+0.3/-3.6pct。公司 2024 年归母净利率/扣非归母净利率分别-0.2/+0.4pct 至 7.8%/6.7%，Q4 归母净利率/扣非归母净利率分别-1.5/+0.6pct 至 7.8%/5.6%。

风险提示：行业竞争加剧；车载客户拓展不及预期；行业需求复苏不及预期。

投资建议：调整盈利预测，维持“优于大市”评级

考虑到汇率变动情况及国内工程照明业务的扰动，下调盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 3.9/4.2/4.5 亿（前值 4.0/4.5/-亿），同比+12%/+8%/+6%，对应 PE 为 15/14/13 倍，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 陈伟奇（S0980520110004）、王兆康（S0980520120004）、邹会阳（S0980523020001）

联系人： 李晶

◆ 拼多多(PDD.O) 海外公司深度报告:短期投入夯实长期竞争力，海内外业务发展进入新阶段

拼多多主要业务分为国内主站和跨境电商两部分，国内主站贡献公司 55%收入、117%利润，跨境电商 TEMU

贡献公司 40%收入、-17%利润，国内主站是公司支柱业务和主要利润来源，跨境电商是公司第二曲线，仍处于早期亏损状态。

主站业务

长期看，低价是消费者长期、广泛、强烈的底层需求之一，不会因经济环境好转大幅减弱或消失，能实现低价且赚钱的平台具有长期竞争力，拼多多借助低价&体验好夯实用户基础，市场份额从 22 年 14% 提升至 24 年 21%，未来有望进一步提升；

短期看，主站收入侧受百亿减免计划影响佣金下滑，但广告收入持续提升，主站货币化率有望从 2024 年 4.8%提升至 2026 年 5.1%；利润侧受平台模式影响家电数码国补参与度低，我们估算平台 2025 年将投入 83-187 亿元销售费用用于数码电器商品补贴以维持低价心智，预计销售费率提升 2-4%，可能部分被其他业务销售费用收缩和杠杆效应抵消。

跨境电商

TEMU 目前已进入美德日韩等 60 多个国家地区，借助中国廉价制造链满足海外消费者性价比需求，欧美 GMV 占比 80%，2024 年实现 GMV 超 600 亿美金，yoy+231%。2025 年 GMV 目标 1000 亿美金，目标 yoy+65%，预计 2025 年平台将持续亏损；

TEMU 解决之前欧美电商平台无法做低价格带折扣商品的问题，包括前端筛选爆品、注重单 SKU 产出的算法能力、后端直连工厂减少流通环节降本、整合订单优化海外仓配费用，据我们统计，目前 TEMU 全托价格是 Amazon 6 折，半托价格是 Amazon 7 折，预计未来将持续保持价格优势；

TEMU 通过业务模式转变规避关税政策风险，从平台统一空运小包从中国仓直发海外的全托管向半托管/平台模式转变，卖家在销售目的地有本地库存并自行配送给当地消费者。

盈利预测：预计 24-26 年收入 3898/4797/5928 亿，调整幅度为-0.3%/-3.6%/+2.7%，CAGR 23%；预计 24-26 年经调整净利润 1188/1245/1565 亿，调整幅度-0.2%/-3.3%/+6.0%，CAGR 15%。

投资建议：目前公司对应 2025 年 10xPE，隐含主站 8xPE，在中国资产重估的当下估值较低，维持“优于大市”评级。

风险提示：政策推行不达预期风险、消费者需求不及预期风险、竞争加剧风险、政府监管风险等。

证券分析师： 张伦可（S0980521120004）、王颖婕（S0980525020001）

金融工程

◆ 金融工程周报:ETF 周报-上周沪深 300 和科创板 ETF 净赎回规模均超百亿，本周将有 3 只 A50 ETF 发行

ETF 业绩表现

上周（2025 年 03 月 03 日至 2025 年 03 月 07 日，下同）股票型 ETF 周度收益率中位数为 1.60%。宽基 ETF 中，中证 1000ETF 涨跌幅中位数为 3.77%，收益最高。按板块划分，科技 ETF 涨跌幅中位数为 3.27%，收益最高。按主题进行分类，军工 ETF 涨跌幅中位数为 6.65%，收益最高。

ETF 规模变动及净申赎

上周股票型 ETF 净赎回 310.09 亿元，总体规模增加 223.25 亿元。在宽基 ETF 中，上周上证 50ETF 净申购最多，为 9.13 亿元；按板块来看，周期 ETF 净申购最多，为 16.77 亿元；按热点主题来看，AI ETF 净申购最多，为 8.56 亿元。

ETF 基准指数估值情况

在宽基 ETF 中，创业板类 ETF 的估值分位数相对较低；按板块来看，消费、大金融 ETF 的估值分位数相对温和；按照细分主题来看，酒、医药 ETF 的估值分位数相对较低。与前周相比，AI、周期、A500、军工、中证 1000ETF 的估值分位数明显提升。

ETF 融资融券情况

上周一至周四股票型 ETF 融资余额由前周的 438.70 亿元下降至 433.81 亿元，融券余量由前周的 21.64 亿份上升至 21.97 亿份。在日均融资买入额、融券卖出量最高的前 10 只 ETF 中，科创板 ETF 和创业板类 ETF 的日均融资买入额较高，中证 1000ETF 和沪深 300ETF 的日均融券卖出量较高。

ETF 管理人

上周新成立 4 只 ETF，为嘉实上证综合增强策略 ETF、科创综指 ETF 国泰、永赢国证商用卫星通信产业 ETF、华宝上证科创板人工智能 ETF。本周将有华夏上证科创板人工智能 ETF、国泰创业板人工智能 ETF、国联中证 A50ETF、国泰上证科创板芯片 ETF、中银上证科创板 50 成份 ETF、新华中证 A50ETF、鹏华中证 A50ETF 7 只 ETF 发行。

风险提示：市场环境变动风险，风格切换风险。

证券分析师：张欣慰（S0980520060001）、杨丽华（S0980521030002）

联系人：杨昕宇

◆ 金融工程日报：A 股震荡走弱，AI 软硬件方向集中回调

市场表现：今日（20250310）规模指数中中证 2000 指数表现较好，板块指数中北证 50 指数表现较好，风格指数中中证 500 价值指数表现较好。煤炭、有色金属、建材、机械、医药行业表现较好，计算机、综合金融、传媒、银行、非银行业表现较差。培育钻石、超硬材料、POE 胶膜、SPD、覆铜板等概念表现较好，云办公、征信、网络可视化、工业软件、华为鲲鹏等概念表现较差。

市场情绪：今日市场情绪较为高涨，收盘时有 91 只股票涨停，有 8 只股票跌停。昨日涨停股票今日收盘收益为 1.12%，昨日跌停股票今日收盘收益为-2.85%。今日封板率 76%，较前日提升 23%，连板率 22%，较前日提升 5%。

市场资金流向：截至 20250307 两融余额为 19110 亿元，其中融资余额 18993 亿元，融券余额 118 亿元。两融余额占流通市值比重为 2.4%，两融交易占市场成交额比重为 9.6%。

折溢价：20250307 当日 ETF 溢价较多的是人工智能 50ETF，ETF 折价较多的是创 50ETF 工银。近半年以来大宗交易日均成交金额达到 16 亿元，20250307 当日大宗交易成交金额为 10 亿元，近半年以来平均折价率 5.16%，当日折价率为 7.28%。近一年以来上证 50 股指期货主力合约年化升水率中位数为 0.56%，近一年以来沪深 300 股指期货主力合约年化贴水率中位数为 1.13%，近一年以来中证 500 股指期货主力合约年化贴水率中位数为 5.91%，近一年以来中证 1000 股指期货主力合约年化贴水率中位数为 9.92%，当日上证 50 股指期货主力合约年化贴水率为 4.38%，处于近一年来 26%分位点，当日沪深 300 股指期货主力合约年化贴水率为 7.78%，处于近一年来 17%分位点；当日中证 500 股指期货主力合约年化贴水率为 24.21%，处于近一年来 3%分位点；当日中证 1000 股指期货主力合约年化贴水率为 39.86%，处于近一年来 1%分位点。

机构关注与龙虎榜：近一周内调研机构较多的股票是恒辉安防、国芯科技、厦门钨业、纳睿雷达、粤高速 A、振华股份、纳科诺尔、安必平等，恒辉安防被 147 家机构调研。20250310 披露龙虎榜数据中，机构专用席位净流入较多的股票是东威科技、金帝股份、海优新材、光华股份、恒锋信息、征和工业、群兴玩具、信测标准、友阿股份、南亚新材等，机构专用席位净流出较多的股票是深桑达 A、威孚高科、铭科精技、酷特智能、创业慧康、通力科技、东方锆业、联合精密、基康仪器、恒勃股份等。陆股通净流入较多的股票是深桑达 A、东威科技、威孚高科、东方锆业、乔锋智能、森远股份等，陆股通净流出较多的股票是海南华铁、云鼎科技、湖北广电、创业慧康、大位科技、南亚新材、大有能源、百傲化学、江海股份等。

风险提示：市场环境变动风险；本报告基于历史客观数据统计，不构成投资建议。

证券分析师：张欣慰（S0980520060001）

联系人：李子靖

【市场数据】

商品期货

商品	收盘价	涨跌幅	商品	收盘价	涨跌幅
黄金	680.44	0.39	ICE 布伦特原油	70.36	1.29
白银	8037.00	0.03	铜	78270.00	-0.44
铝	20850.00	-0.04	铅	17405.00	-0.17
豆一	4096.00	-0.09	锌	23860.00	-0.85
豆粕	3476.00	-0.14	镍	131680.00	1.58
玉米	2163.00	0.00	锡	262590.00	0.51
螺纹钢	3190.00	-0.93	SR503	6000.00	0.84

本月国内重要信息披露

公布日期	项目	本期数据	上期数据	上年同期数据	发布主体
2024/11/30	11月PPI(%)	-2.9	-3.3	-3.4	PPI
2024/11/30	11月CPI(%)	99.4	100.7	100.2	国家统计局
2024/11/30	11月狭义货币(M1)同比(%)	-0.0	-0.02	0.01	中国人民银行
2024/11/30	11月狭义货币(M2)同比(%)	0.07	0.07	0.1	中国人民银行
2024/11/30	11月新增人民币贷款(亿元)	5216.0	2965.0	11120.0	中国人民银行
2024/11/30	11月贸易顺差总额(亿美元)	97443.13	95715.17	69334.24	国家商务部
2024/11/30	11月固定资产投资累计同比(%)	0.03	0.01	0.02	国家统计局
2024/11/30	11月工业增加值(%)	0.05	0.05	0.06	国家信息中心
2024/11/30	11月社会消费品零售总额_同比(%)	0.03	0.03	0.02	国家统计局

近期非流通股解禁明细

代码	简称	本次解禁数量(万股)	流通股股本(万股)	流通股增加%	上市日期
000625.SZ	长安汽车	2590.64	632214.29	45.92	2025-03-05
300844.SZ	山水比德	2525.00	4040.00	100.00	2025-02-13
301024.SZ	霍普股份	2880.00	4239.00	100.00	2025-01-28
601921.SH	浙版传媒	180000.02	222222.22	100.00	2025-01-23
001209.SZ	洪兴股份	6497.49	9394.48	100.00	2025-01-22
002059.SZ	云南旅游	6857.37	101243.48	100.00	2025-01-16
002187.SZ	广百股份	18692.79	61761.91	100.00	2025-01-06
605287.SH	德才股份	2865.13	10000.00	100.00	2025-01-06
600679.SH	上海凤凰	550.77	34369.42	100.00	2024-12-23
000546.SZ	金圆股份	6613.75	78048.26	99.54	2024-12-20
301096.SZ	不适用	3960.00	10816.66	100.00	2024-12-20
688032.SH	不适用	1985.72	4000.00	100.00	2024-12-20
301100.SZ	不适用	15000.00	20000.00	100.00	2024-12-17
600859.SH	王府井	4147.65	113273.80	99.75	2024-12-17
000737.SZ	南风化工	104599.31	169128.73	100.00	2024-12-16
301177.SZ	不适用	36000.00	40001.00	100.00	2024-12-16
000401.SZ	冀东水泥	106598.80	247935.72	99.97	2024-12-16

301138.SZ	不适用	9000.00	12000.00	100.00	2024-12-16
688246.SH	不适用	3663.35	13787.75	100.00	2024-12-16
603216.SH	梦天家居	16600.00	22136.00	100.00	2024-12-16
301101.SZ	不适用	8456.60	13434.14	100.00	2024-12-16
603071.SH	不适用	32026.96	55795.44	100.00	2024-12-16
002074.SZ	国轩高科	38416.33	156267.38	79.01	2024-12-16
301168.SZ	通灵股份	7034.70	12000.00	100.00	2024-12-10
688110.SH	东芯股份	16571.30	44224.97	100.00	2024-12-10
688192.SH	迪哲医药	21784.60	40000.01	100.00	2024-12-10
300678.SZ	中科信息	381.96	12858.48	5.95	2024-12-10
600886.SH	国投电力	48830.64	745417.97	100.00	2024-12-10
301199.SZ	迈赫股份	7650.00	13334.00	100.00	2024-12-09
301193.SZ	家联科技	5985.00	12000.00	100.00	2024-12-09
301111.SZ	粤万年青	8986.15	16000.00	100.00	2024-12-09
301126.SZ	达嘉维康	8187.02	20650.57	100.00	2024-12-09
301179.SZ	泽宇智能	9900.00	13200.00	100.00	2024-12-09
688151.SH	华强科技	24234.68	34450.00	100.00	2024-12-06
301167.SZ	建研设计	2400.00	8000.00	100.00	2024-12-06
301213.SZ	观想科技	4804.56	7999.99	100.00	2024-12-06
000155.SZ	川能动力	17899.55	144899.55	100.00	2024-12-03
301108.SZ	洁雅股份	4571.77	8120.98	100.00	2024-12-03
301198.SZ	喜悦智行	5394.00	10000.00	100.00	2024-12-02
688112.SH	鼎阳科技	7600.80	10666.67	100.00	2024-12-02

全球证券市场统计

股票市场指数

简称	最新收盘价	1日涨跌幅(%)	1周涨跌幅(%)	1个月涨跌幅(%)	3个月涨跌幅(%)	12个月涨跌幅(%)	30天波动率(%)
道琼斯工业平均指数	41911.70	-2.079372	48.05	48.05	48.05	48.05	44.17
德国 DAX 指数	22620.95	-1.686258	77.60	3.23	11.27	26.98	45.73
法 CAC40 指数	8047.60	-0.901389	-1.85	0.51	8.82	0.24	45.60
恒生指数	23783.49	-1.848064	3.37	10.50	17.09	45.43	68.94
沪深 300 指数	3928.80	-0.385700	1.03	0.71	-1.67	10.82	67.41
美国 SP500 指数	5614.56	-2.697307	-4.02	-7.44	-6.96	9.58	50.73
纳斯达克综合指数	17468.32	-4.000281	-4.80	-11.39	-11.27	8.59	57.02
日经 225 指数	37028.27	0.382518	-2.00	-4.56	-5.94	-6.70	不适用

沪深港通资金流入流出 Top10

A 股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流入资金(RMB, 万元)	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流出资金(RMB, 万元)
1	002371.SZ	北方华创	455.9600	-1.9441	无数据	002371.SZ	北方华创	455.9600	-1.9441	无数据
2	601318.SH	中国平安	51.2500	-0.4854	无数据	300760.SZ	迈瑞医疗	245.8000	0.7047	无数据
3	601127.SH	赛力斯	132.8500	-1.2561	无数据	601318.SH	中国平安	51.2500	-0.4854	无数据
4	002236.SZ	大华股份	18.9100	-2.3748	无数据	601127.SH	赛力斯	132.8500	-1.2561	无数据
5	688041.SH	海光信息	163.0000	2.0025	无数据	002236.SZ	大华股份	18.9100	-2.3748	无数据
6	600036.SH	招商银行	43.0700	-1.1476	无数据	688041.SH	海光信息	163.0000	2.0025	无数据
7	600031.SH	三一重工	20.4700	3.0715	无数据	600031.SH	三一重工	20.4700	3.0715	无数据

8	002475.SZ	立讯精密	41.0800	-1.0836	无数据	002475.SZ	立讯精密	41.0800	-1.0836	无数据
9	002261.SZ	拓维信息	34.0000	-6.4392	无数据	002261.SZ	拓维信息	34.0000	-6.4392	无数据
10	600900.SH	长江电力	27.1000	-0.5869	无数据	600900.SH	长江电力	27.1000	-0.5869	无数据

港股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流入资金 (HKD, 万元)	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流出资金 (HKD, 万元)
1	0941.HK	中国移动	83.1000	-0.00538600	91718.23	1810.HK	小米集团-W	52.8500	-0.02759890	402543.41
2	9868.HK	小鹏汽车-W	89.2500	-0.00833333	145819.41	0981.HK	中芯国际	52.0500	-0.04670330	379392.77
3	1024.HK	快手-W	63.1000	-0.00941915	187941.81	9988.HK	阿里巴巴-W	134.5000	-0.03928571	366490.25
4	3690.HK	美团-W	174.9000	-0.04686649	219556.26	0700.HK	腾讯控股	516.5000	-0.03186504	314605.49
5	0981.HK	中芯国际	52.0500	-0.04670330	333001.46	3690.HK	美团-W	174.9000	-0.04686649	163329.10
6	1810.HK	小米集团-W	52.8500	-0.02759890	430411.79	1024.HK	快手-W	63.1000	-0.00941915	150172.74
7	0700.HK	腾讯控股	516.5000	-0.03186504	518955.45	9868.HK	小鹏汽车-W	89.2500	-0.00833333	121060.26
8	2828.HK	恒生中国企业	无数据	无数据	559920.23	0941.HK	中国移动	83.1000	-0.00538600	45078.39
9	9988.HK	阿里巴巴-W	134.5000	-0.03928571	658339.48	0268.HK	金蝶国际	15.8000	-0.07385698	37827.09
10	2800.HK	盈富基金	无数据	无数据	1044193.04	2828.HK	恒生中国企业	无数据	无数据	6502.82

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032