

第一创业证券研究所

分析师：李怀军

证书编号：S1080510120001

电话：010-63197789

邮箱：lihuaijun@fcsc.com

分析师：郭强

证书编号：S1080524120001

电话：0755-23838533

邮箱：guoqiang@fcsc.com

晨会纪要

核心观点：

一、宏观经济：

事件一：

3 月 7 日（上周五）中国海关公布 2025 年 1-2 月外贸数据。

点评：

以美元计价，中国 2025 年 1-2 月出口同比增长 2.3%，前值（2024 年 1-12 月）增长 5.9%；进口增长-8.4%，前值增长 1.1%；贸易顺差 1705 亿美元，2024 年 1-2 月为 1246 亿美元。

以人民币计价，1-2 月出口同比增长 3.4%，前值为 7.1%；进口同比-7.3%，前值为 2.3%。可见，今年 1-2 月人民币汇率较去年同期有所贬值。

分国别来看出口值增速，较 2024 年“一升三降”：以美元计，对美国出口同比从 2024 年 4.9%降至 2025 年 1-2 月 2.3%，对欧盟出口同比从 2024 年 3.0%降至 2025 年 1-2 月 0.6%，对东盟出口从 2024 年 12.0%降至 2025 年 1-2 月 5.7%；而对日本出口同比从 2024 年-3.5%升至 2025 年 1-2 月 0.7%。

分类别看累计出口增速：以美元计，高新技术产品从 2024 年 4.8%升至 2025 年 1-2 月 5.4%；机电产品由 2024 年 7.5%降至 2025 年 1-1 月的 4.2%。其中，汽车（包括底盘）出口由 2024 年 15.5%降至 2025 年 1-2 月的 2.5%；集成电路出口由 2024 年 17.4%降至 2025 年 1-2 月的 11.9%；家用电器出口由 2024 年 14.1%降至 2025 年 1-2 月的 6.3%；手机出口由 2024 年-3.1%降至 2025 年 1-2 月的-3.3%；而自动处理设备及其零部件出口由 2024 年 9.9%升至 2025 年 1-2 月的 10.5%。

事件二：

3 月 7 日（上周五）晚 9 点半，美国劳工部(BLS)公布 2 月劳动力市场数据。

点评：

美国 2 月季调后新增非农就业人口增加 15.1 万人，预期增 16 万人，前值 1 月由增 14.3 万人修正至增 12.5 人，去年 12 月由新增 30.7 万人修正至增 32.3 万人；2 月季调后新增私人非农就业人口增加 14 万人，前值 1 月增 8.1 万人。

2 月失业率为 4.1%，低于预期 4.0%，前值 4.0%；劳动参与率为 62.4%，预期为 62.6%，前值为 62.6%。从劳动力成本看，2 月私人非农平均每小时工资同比升 4%，预期为升 4.1%，前值由升 4.1 修正为升 3.9%；环比升 0.3%，预期升 0.3%，前值

由升 0.5%修正为升 0.4%。

从就业结构上看，2 月政府新增 1.1 万人，较上月少增 3.3 万人；私人商品生产新增 3.4 万人，较上月多增 4.1 万人；私人服务业新增 10.6 万人，较上月多增 1.8 万人。这其中，教育和保健业新增 7.3 万人，较上月多增 0.7 万人；休闲酒店业新减 1.6 万人，较上月多减 0.2 万人；专业和商务服务业新减 0.2 万人，较上月少减 3.7 万人；金融业新增 2.1 万人，较上月多增 0.7 万人；而零售业新减 0.6 万人，较上月少增 3.6 万人。

美国 2 月就业数据公布后，市场仍预计美联储今年将降息约 75 个基点，分别在 6 月份、9 月份、12 月份降息 25 个基点。从市场反映看，隔夜美元指数下滑 31 个基点至 103.9；美债收益率出现上涨：十年期美债收益率涨 3 个 BP 至 4.32%，1 年期美债收益率涨 3 个 BP 至 4.05%。贵金属方面，收盘时伦敦现货黄金跌 0.06%至 2909 美元/盎司，白银跌 0.33%至 32.51 美元/盎司；美股方面全面上涨：NASDAQ 涨 0.7%、道琼斯涨 0.52%、标普 500 涨 0.55%。

事件三：

2 月 9 日（星期日）国家统计局公布 2 月物价数据。

点评：

2 月 CPI 同比增长-0.7%，WIND 预期为-0.4%，前值（1 月）同比增长 0.5%；核心 CPI 同比增长-0.1%，2021 年 3 月以来首次转为负值，前值为 0.6%；2 月 PPI 同比增长-2.2%，WIND 预期为-2.1%，前值同比增长-2.3%。

2 月 CPI 环比为-0.2%（前值为 0.7%），核心 CPI 环比为-0.2%（前值为 0.7%）；食品环比因季节性因素环比下跌-0.5%（前值为 1.3%）。其中，蛋类下跌 5.5%，鲜菜价格下跌 3.8%，畜肉类价格下跌 0.9%（其中猪肉价格下跌 1.9%），而鲜果价格上涨 1.8%，水产品上涨 1.2%。

2 月非食品环比为-0.1%（前值为 0.6%），各分项环比“一涨二平四降”。其中，教育文化娱乐下跌 0.6%（旅游下跌 4.4%），交通通信价格下跌 0.4%（其中交通工具使用与维修下跌 0.6%、通讯工具下跌 0.4%、交通工具用燃料上涨 1.3%），生活用品及服务、衣着下跌 0.1%，医疗保健下跌 0.1%；居住和医疗保健环比为零。而其它用品及服务涨 0.7%。

2 月 PPI 环比-0.1%（前值为-0.2%）：其中，生产资料价格环比上涨-0.2%，与上月持平；生活资料价格上涨 0.0%，与上月持平。生产资料中，上游采掘环比为-1.3%（前值为-0.2%），中游原材料环比为 0.1%（前值为 0.0%），下游加工业环比为-0.2%（前值为-0.3%）。

具体从行业看，2 月涨幅最高的是有色金属矿采选业上涨 1.8%，排名第一；其次是黑色金属矿采选业，石油、煤炭及其他燃料加工业涨幅为 0.9%；有色金属冶炼及压延加工业涨幅 0.3%排名第三。环比跌幅居前的行业包括：煤炭开采和洗选业跌 3.3%，电力、热力的生产和供应业跌 0.5%，纺织服装、服饰业跌 0.3%。

产业链	2 月	1 月	代表行业	2 月	1 月
采掘（上游）	-1.3	-0.2	石油和天然气开采业	0.3	4.5
			煤炭开采和洗选业	-3.3	-2.2
			黑色金属矿采选业	0.9	-0.4
			有色金属矿采选业	1.8	0.4
原材料（中游）	0.1	0.0	石油、煤炭及其他燃料加工业	0.9	1.0
			化学原料及化学制品制造业	0.0	-0.2
			化学纤维制造业	0.1	-0.4
			黑色金属冶炼及压延加工业	-0.2	-0.9
			有色金属冶炼及压延加工业	0.3	-0.4
加工（下游）	-0.2	-0.3	电力、热力的生产和供应业	-0.5	-0.1

			橡胶和塑料制品业	-0.2	-0.1
			纺织业	-0.2	-0.4
			纺织服装、服饰业	-0.3	-0.4
			汽车制造业	-0.1	0.5
			金属制品业	-0.2	-0.2

风险提示：

对上述事件发展趋势的点评，存在由于经济增长、行业竞争、外部经济环境和政策等变化，而不如预期的可能。

二、策略和先进制造组：

3月7日华为正式宣布成立医疗卫生军团，依托昇腾AI算力底座、盘古大模型及5G通信等核心技术，联合产业生态伙伴重点构建AI辅助诊断解决方案体系。3月9日国家卫生健康委员会主任雷海潮在十四届全国人大三次会议民生主题记者会上表示，将进一步加强基层的信息化能力，大量应用人工智能辅助技术来提升基层服务能力和水平条件。我们也会进一步督促指导各地进一步提升和更新基层医疗卫生机构所配置的设备设施水平，优化改善看病就诊条件。总体看利好大模型在医疗信息化领域的落地，并将推动药物研发、医学影像、检验诊断等相关公司对信息化的投入。

2025年3月6日，广汽丰田铂智3X正式上市，售价区间10.98万—15.98万元，叠加置换权益价10.48万—14.98万元。该款车型实际为广汽埃安AION V同源开发，提供了两个智驾版本，搭载Momenta 5.0高阶智驾系统，配备英伟达DRIVE AGX Orin X芯片，算力达到254TOPS，并拥有27个传感器矩阵，包括11个高清摄像头、12个超声波雷达、3个毫米波雷达和1个激光雷达，置换权益后售价13.98万。新能源和智能辅助驾驶配置达到当前国产品牌新能源车的顶配水平。但其售价略低于其共平台的广汽埃安车型，也低于比亚迪对应的车型。从销售情况看，根据广汽丰田消息，发布一小时订单破万，后面更是传出后台服务器崩。从本次车型发布和后续的销售反馈情况看，其它合资车厂大概率会从此开始跟进广汽丰田的策略，从而对国内汽车产业链产生如下影响：第一，合资品牌全面高比例引入国产供应链发布新车型，第二大规模降低售价和国产品牌竞争，第三大幅提升智能辅助驾驶的配置。这将对于国内汽车零部件产业链，特别是智能辅助驾驶产业链上游构成较大利好。

3月7日中国工程机械工业协会公布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%。其中国内销量11640台，同比增长99.4%；出口量7630台，同比增长12.7%。2025年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%。整体来看国内销量复苏非常明显，比较符合市场前期对国内销量复苏的预期。配合住建部在人大会议期间的新闻，“把2000年以前建成的城市老旧小区都要纳入城市更新改造范围，鼓励地方探索居民自主改造老旧住宅；城中村改造现在范围已经扩大到全国地级及以上城市，下一步要继续扩大改造范围。实施城中村改造和危旧房改造，稳妥推进货币化安置，让城中村居民拥有更多自主选择权。支持地方政府在收购存量商品房的收购主体价格和用途方面充分行使自主权”来分析，今年政府在稳定地产和危旧房改造方面会有比较大的真实投入，否则国内工程机械的销量难有超过50%的好转。因此我们认为今年国内地产投资增速大概率会止跌，从而稳住中国经济整个固定资产投资的大盘，有利于2025年经济的复苏增长。

风险提示:

对上述事件发展趋势的点评, 存在由于经济增长、行业竞争、外部经济环境和政策等变化, 而不如预期的可能。

三、消费组:

京东集团在 2024 年的业绩表现呈现出多面性, 既有着增长的亮点, 也面临着诸多挑战。

从整体业绩数据来看, 2024 年全年京东集团收入达到 11,588 亿元人民币(约 1,588 亿美元), 同比增长 6.8%。经营利润为 387 亿元(约合 53 亿美元), 经营利润率为 3.3%。非通用会计准则下净利润 478 亿元, 同比增长 35.8%。而在第四季度, 收入为 3,470 亿元人民币(约 475 亿美元), 同比增长 13.4%, 经营利润为 85 亿元(约合 12 亿美元), 经营利润率为 2.4%, 非通用会计准则下净利润 113 亿元, 同比增长 34.2%。

营收增长方面, 主要得益于带电品类的增长, 该品类营收 1741 亿, 同比增长 15.83%, 这很大程度上受益于国家补贴政策, 京东作为国补最大受益的电商平台, 带电品类作为其根基, 收入占比超过 50%。同时, 日百品类、平台及广告服务收入也都实现了两位数增长, 日百同比增长 11.11%, 平台及广告增长 12.73%, 不过物流收入增速相对较慢, 为 9.52%, 未达到两位数增长。

在开支方面, 销售费用同比增长 28.39%, 是营收增速的两倍, 成为所有费用中增速最高的一项, 这表明京东第四季度的业绩增长在很大程度上依赖于营销费用的投入。由此也带来了毛利率环比第三季度降低 2 个百分点的情况, 这也引发了对于未来京东是否必须保持高额营销费用投入以维持增速的思考。

从业绩增长的驱动因素来看, 京东的业绩增长较为依赖大促以及国家以旧换新、国补等政策, 一旦政策消失、大促结束, 收入可能会出现下降。然而, 如果后续整体经济形势向好, 消费者收入和消费意愿提升, 其业务有望持续上涨。

关于新业务, 京喜、外卖等业务在第四季度亏损 8.85 亿, 环比仅增加 2.7 亿, 其中京喜拓展下沉市场的投入占据大头。京东外卖更多是从战略防御角度出发, 通过几万全职骑手对美团上百万全职骑手的百亿级支出产生影响, 缓解了美团即时零售对京东核心电商的围困。在财报会上, 京东针对外卖业务表示, 需将即时零售或外卖业务放在京东整体零售业务能力和服务体验中通盘考虑, 会进行有纪律的尝试和投入, 以提升股东价值和公司盈利能力为长期目标, 这意味着京东不会大规模投入新业务, 会慎重考虑盈利情况。

从中长期发展来看, 京东的业绩虽有增长, 但尚未展现出明确的未来增长空间和新的叙事逻辑。与其他竞争对手相比, 阿里依靠云服务重回一线科技公司行列, 拼多多有 Temu 拓展海外市场, 抖音快手有 AI 应用, 美团在即时零售和海外市场均有布局且投资了一批科技公司。而京东海外业务刚起步, 国内市场还在与其他平台激烈竞争。同时, 在 AI 浪潮中, 京东多年的技术积累似乎未能释放出有竞争力的新成果, 淘天在蒋凡带领下重回品牌路线吸引品牌商家, 美团在即时零售领域不断扩张, 正在取代京东“快”的心智, 这些都对京东的核心业务领域构成了直接威胁, 京东仍面临着如何解决增长难题的挑战。

风险提示:

宏观经济恢复不及预期, 新业务推广不及预期, 行业竞争加剧。

重要声明:

第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。

本报告仅供本公司研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

联系方式:

公司总部	北京办事处
深圳市福田区福华一路115号投行大厦20楼 TEL: 0755-23838888 FAX: 0755-25831718 P. R. China: 518048 www.firstcapital.com.cn	北京市西城区广宁伯街2号金泽大厦东区16层 TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777 P. R. China: 100140