

晨会纪要

数据日期: 2025-03-07	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)	3372.54	10843.73	3944.01	11856.30	3032.96	1107.62
涨跌幅度 (%)	-0.25	-0.50	-0.30	-0.38	-1.03	-1.24
成交金额 (亿元)	6878.79	11303.60	3406.26	3941.55	5518.41	1466.25

晨会主题

【常规内容】

宏观与策略

宏观快评: 进出口数据快评-出口维持正增长

宏观快评: 中国通胀数据快评-1-2 月国内 CPI 延续弱势, PPI 同比继续上升

宏观周报: 高技术制造业宏观周报-国信周频高技术制造业扩散指数降幅继续持平

宏观周报: 宏观经济宏观周报-投资领域景气开始回升

固定收益专题研究: 固定收益专题报告-探索保险公司次级债

固定收益专题研究: 海外债市系列之一-“负利率”的政策演变和启示

固定收益快评: 可交换私募债跟踪-私募 EB 每周跟踪 (20250303-20250307)

固定收益周报: 转债市场周报-转债估值再抬升, 关注红利+科技、医药板块机会

固定收益周报: 超长债周报——货币政策预期回归正常, 积极把握交易机会

固定收益周报: 公募 REITs 周报 (第 8 期)-部分修复上周回撤, 各板块表现分化

策略专题: AI 赋能资产配置(四)-DeepSeek 在大盘择时与行业轮动中的应用

策略专题: 估值周观察 (3 月第 2 期)-人工智能、军工集团估值再扩张

行业与公司

57 714 601 928" data-label="Text">

传媒行业 3 月投资策略: AI 与景气周期双重拐点, 看好游戏及 AI 应用

医药行业专题: 海外制药企业 2024Q4&全年业绩回顾

医药行业月报: 医药生物行业 2025 年 3 月投资策略——继续推荐创新药械和 AI 医疗主线

化工行业月报: 油气行业 2025 年 2 月月报-受供应扰动及关税政策施压, 国际油价震荡下行

银行理财 2025 年 3 月月报: 整改与转型的“赛跑”

机械行业周报: 制造成长周报 (第 4 期)-政府工作报告提及机器人和低空经济; 优必选展示机器人协同实训

通信行业周报 2025 年第 11 周: 政府工作报告重点提及商业航天, Manus 全球首发通用 AI Agent

电新行业周报: 锂电产业链双周评 (3 月第 1 期)-钴产品价格短期暴涨, 欧盟发布汽车工业行动计划



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

主要市场指数

03月10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	24231.3	-0.56

基金指数

03月10日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3227.68	-0.02
股票基金指数	10333.85	1.64
混合基金指数	9623.01	1.73

汇率

03月10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	148.04	0.04

非流通股解禁

03月10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

电新行业周报:AIDC 电力设备/电网产业链周评(3月第1周)-AI 智能体有望进一步带动算力需求, 国网主网第一次招标规模再创新高

电新行业周报:风电产业链周评(3月第1周)-年初以来陆风招标大幅增长, 三峡大丰海风项目全面开工

汽车行业周报:人形机器人行业周报(第五期)-智元机器人有望迎催化, 特斯拉新视频人形机器人多次出境

海外市场专题:美股市场速览-科技与金融走弱, 防御性板块较优

海外市场专题:港股市场速览-互联网再次发力, 带动大盘上涨

电子行业投资策略:半导体3月投资策略:看好前期储备料号有望放量的模拟芯片企业

中孚实业(600595.SH) 深度报告:乘时代之风, 迎蜕变之年

京东健康(06618.HK) 海外公司财报点评:京东健康(06618.HK)-2024H2 财报点评:收入利润表现亮眼, 2025 年公司将加大长期战略投入力度

京东集团-SW(09618.HK) 海外公司财报点评:以旧换新带动零售收入快速增长, 公司持续优化供应链效率提升利润率

三一重能(688349.SH) 财报点评:2024 年营收同比增长超两成, 海外业务拓展持续推进

地平线机器人-W(09660.HK) 海外公司快评:地平线征程 6 量产上车, 共启全民智驾时代新篇

金融工程

金融工程周报:热点追踪周报-由创新高个股看市场投资热点(第184期)

金融工程周报:多因子选股周报-成长因子表现出色, 中证500指增组合年内超额1.77%

金融工程周报:主动量化策略周报-主动股基持续走强, 成长稳健组合年内排名主动股基前1/4

金融工程周报:港股投资周报-恒生科技领涨, 港股精选组合本周上涨7.20%

金融工程周报:基金周报-《2024 基金配置洞察报告》发布, 基金行业“她”力量崛起

金融工程日报:沪指震荡回调, 封板率创近一个月新低

【常规内容】

宏观与策略

◆ 宏观快评:进出口数据快评-出口维持正增长

3月7日,据海关统计,2025年前两个月,我国货物贸易(下同)进出口总值6.54万亿元人民币。其中,出口3.88万亿元,增长3.4%;进口2.66万亿元,下降7.3%。按美元计价,前两个月,我国进出口总值9093.7亿美元,下降2.4%。其中,出口5399.4亿美元,增长2.3%;进口3694.3亿美元,下降8.4%。

证券分析师: 邵兴宇(S0980523070001)、董德志(S0980513100001)

◆ 宏观快评:中国通胀数据快评-1-2月国内CPI延续弱势,PPI同比继续上升

3月9日国家统计局公布,2月份中国CPI同比为-0.7%,较上月明显回落1.2个百分点;PPI同比为-2.2%,降幅继续收窄。

结论:为了规避春节错月带来的影响,一般使用1-2月的累计同比来判断1月和2月的价格走势。与去年12月当月同比相比,今年1-2月CPI累计同比延续回落趋势,表明国内物价走势仍偏弱,其中食品和服务品CPI构成主要拖累;1-2月PPI累计同比小幅上升,其中生活资料价格同比上升是主要拉动。

从环比来看,2月国内CPI以及核心CPI环比均低于季节性水平,表现偏弱。2月PPI环比低于季节性水平,但受消费支持政策影响的耐用消费品PPI环比明显高于季节性水平。

基于高频价格指标的表现,考虑稳增长政策显效对2025年3月价格的影响,预计3月国内CPI食品价格环比约为-1.5%,CPI非食品价格环比约为-0.1%,CPI整体环比约为-0.4%,3月CPI同比或约为-0.1%,与1-2月累计同比基本持平;预计3月国内PPI环比约为0.1%,3月PPI同比或约为-2.0%,较1-2月累计同比继续上升。

证券分析师: 李智能(S0980516060001)、董德志(S0980513100001)

◆ 宏观周报:高技术制造业宏观周报-国信周频高技术制造业扩散指数降幅继续持平

国信周频高技术制造业扩散指数降幅继续持平。截至2025年3月1日当周,国信周频高技术制造业扩散指数A录得-0.4,降幅与上周持平;国信周频高技术制造业扩散指数B为51.8,较上期小幅回落。从分项看,丙烯腈、动态随机存储器价格下降,航空航天、半导体行业景气度下降;六氟磷酸锂、6-氨基青霉烷酸、中关村电子产品价格指数不变,新能源、医药、计算机行业景气度不变。

高技术产业跟踪方面:

高技术制造业高频数据跟踪上,6-氨基青霉烷酸价格320元/千克,与上周持平;丙烯腈价格9550元/吨,较上周下降1000元/吨;动态随机存储器(DRAM)价格0.7650美元,较上周下降0.001美元;晶圆(Wafer)价格最新一期报2.42美元/片,较上周下降0.01美元/片;六氟磷酸锂价格6.25万元/吨,与上周持平;中关村电子产品价格指数:液晶显示器最新一期报91.04,与上周持平。

高技术制造业政策动向上,3月5日,国务院总理李强在政府工作报告中介绍今年政府工作任务时提出,因地制宜发展新质生产力,加快建设现代化产业体系。培育壮大新兴产业、未来产业。深入推进战略性新兴产业融合集群发展。开展新技术新产品新场景大规模应用示范行动,推动商业航天、低空经济等新兴产业安全健康发展。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。

高技术制造业前沿动态上,3月3日,2025年载人飞行任务发布。2025年,工程规划了2次载人飞行任务和1次货运飞船补给任务,执行2次载人飞行任务的航天员乘组已经选定,正在开展相关训练。与此同时,瞄准2030年前实现中国人首次登陆月球的目标,载人月球探测工程登月阶段任务各项研制建设

工作按计划稳步推进。

风险提示：高技术制造业发展和结构调整带来指标失灵；经济政策和产业政策干预；经济增速下滑。

证券分析师： 邵兴宇（S0980523070001）、董德志（S0980513100001）

◆ 宏观周报：宏观经济宏观周报-投资领域景气开始回升

投资领域景气开始回升。本周国信高频宏观扩散指数 A 维持负值，指数 B 继续小幅回落。从分项来看，本周投资领域景气有所回升，消费领域景气变化不大，房地产领域景气回落；本周投资领域表现相对较优。从季节性比较来看，春节后 2-3 个月内指数 B 均会季节性回升，平均每周上升 0.17，本周指数 B 标准化后继续回落，表现逊于历史平均水平，指向国内以房地产、基建为代表的经济增长动能环比仍偏弱。

基于国信高频宏观扩散指数对资产价格进行预测，显示当前国内利率偏低，上证综合指数偏高，从均值回归的角度看，预计下周（2025 年 3 月 14 日所在周）十年期国债利率将上行，上证综合指数将下行。

周度价格高频跟踪方面：

（1）本周食品价格继续下跌，非食品价格小幅上涨。预计 2025 年 2 月 CPI 食品环比约为-1.0%，非食品环比约为零，CPI 整体环比约为-0.2%，2 月 CPI 同比或明显回落至-0.7%。

（2）月上旬国内流通领域生产资料价格再次小幅上涨，中旬小幅下跌。预计 2025 年 2 月国内 PPI 环比约为 0.1%，PPI 同比回升至-2.0%。

风险提示：海外市场动荡，存在不确定性。

证券分析师： 李智能（S0980516060001）、董德志（S0980513100001）

◆ 固定收益专题研究：固定收益专题报告-探索保险公司次级债

偿二代二期下保险资本紧缺，保险公司资本补充需求提升。保险公司偿付能力监管政策经历了从“偿一代”到“偿二代”的变迁。与偿一代以规模为导向不同，偿二代的核心是以风险为导向。偿二代二期工程实施，对资本认定及核心资本认定的标准更加严格，倒逼保险公司资本补充的需求大幅提升。

保险公司次级债存量较小，仅占金融债总规模的 1%。保险公司存量债券主要为资本补充债和永续债，两者分为用于补充附属一级资本和核心二级资本。从近十年变化情况来看，保险公司债存续规模总体呈现上升趋势。从当前存量保险公司债的发行主体和债项评级来看，均以 AAA 为主。保险公司债绝大多数发行年限为 10 年，发行期限结构大多为 5+5 年。当前大多保险公司债剩余期限在 8-10 年之间。从发行方式看，目前存量的保险公司债均为公募发行。当前保险公司次级债存量为 4055 亿元，仅占金融债总规模的 1%。

保险公司偿付能力承压，债券发行量有望继续提升。从保险公司偿付能力充足率来看，近年来保险公司的综合偿付能力充足率和核心偿付能力充足率呈现下降趋势。截至 2024 年 9 月，保险公司综合偿付能力充足率、核心偿付能力充足率分别降低至 197.4%、135.1%。在“偿二代”对偿付能力的监管要求下，保险公司仍有资本补充压力，债券发行有望放量提升。商业银行和保险公司是保险公司债的主要持有机构。目前基金持仓保险公司债的量较小，持有保险公司债占基金净值比重最高的为 10.85%。

保险公司次级债月度成交额较小，换手率相对较高。2024 年，保险公司次级债月均成交额为 408 亿元，远低于银行二级资本债的 6690 亿元，但高于券商次级债的 99 亿元；从换手率来看，保险公司次级债的月均换手率为 11.6%，低于商业银行次级债的 17.2%，远高于券商次级债的 1.7%。

当前保险公司次级债利差高于银行二级资本债和证券公司次级债。我们构建了不同种类金融债和相同期限国开债的利差模型，并比较了债项评级同为 10 年期 AA+ 级的保险公司次级债信用利差、证券公司次级债、银行二级资本债，截至 2025 年 3 月 6 日，三者利差分别为 75BP、74BP、56BP，保险公司次级债利差高于证券公司次级债和银行二级资本债。我们再比较不同中债隐含评级、同期限的保险公司次级债信用利差，AA+、AA、AA- 的保险公司次级债的利差分别为 75BP、86BP、116BP，分别处于 2021 年以来历史分位数 65%、50%、45%的水平。

构建保险公司主体的信用评级框架筛选个券：参考国内外主流评级机构对保险公司的信用评级框架，我们从外部支持、业务经营、风险管理、偿付能力四个维度，筛选相应的一级和二级指标，构建模型对公司进行打分，该评分结果和发债主体的中债市场隐含评级结果拟合度较高。最终得分前六的保险公司为：中国人寿、中国平安人寿、泰康人寿、太平洋人寿、英大泰和财产保险、中国人民保险集团。

风险提示：相关政策变动对业务经营的影响；发债主体出现超预期风险事件；评分模型存在偏差；历史数据统计有误差等。

证券分析师：戴丹苗（S0980520040003）、赵婧（S0980513080004）、董德志（S0980513100001）

◆ 固定收益专题研究：海外债市系列之一——“负利率”的政策演变和启示

主要结论：全球负利率历史从 2009 年开始，到 2024 年结束，涉及到 5 个国家共 7 次的政策尝试。从出现负利率货币政策的原因来看，主要有两类：（1）对抗本币升值压力，维持本币汇率的稳定，包括丹麦和瑞士；（2）国内经济低迷，为刺激本国经济发展，包括日本、瑞典和欧元区。然后退出的原因也类似，货币当局往往在政策出台目的达到后选择退出。另外从各国金融市场的运行来看，多数国家市场利率转负时点领先于货币政策，后续市场利率转正时点也领先于货币政策。

全球“负利率”的起源：本文所探讨的负利率专指名义负利率，即这一利率是名义上的负数。全球首个实施负利率的国家是瑞典，尔后丹麦央行、欧洲央行、瑞士央行和日本央行也相继开启了负利率时代。

“负利率”货币政策推出的背景：历史上各国推出“负利率”货币政策的原因大致可以分为两类：（1）对抗本币升值压力，维持本币汇率的稳定，包括丹麦和瑞士；（2）国内经济低迷，为刺激本国经济发展，实行负利率政策，包括日本、瑞典和欧元区。

“负利率”时代：政策利率和市场利率的传导关系考察：我们发现，多数国家市场利率领先于政策利率转负。对于基于汇率考量实行负利率货币政策的丹麦和瑞士，它们的市场利率转负时间均早于政策利率。基于经济低迷实行负利率货币政策的国家，只有瑞典的市场利率转负在政策利率之后，欧元区和日本也是市场利率领先于政策利率。

走出负利率：随着日本最后一个退出负利率，上述实施负利率政策的国家均已经结束负利率政策。从退出情况来看，退出的原因也大致有两类，和开启负利率的因果关系基本对应。一是汇率压力明显缓解，比如丹麦 2014 年第一次退出；二是经济转暖，比如欧元区和日本。

风险提示：本报告为历史分析报告，不构成任何对市场走势的判断或建议，使用前请仔细阅读报告末页“免责声明”。

证券分析师：赵婧（S0980513080004）、季家辉（S0980522010002）、董德志（S0980513100001）

联系人：王奕群

◆ 固定收益快评：可交换私募债跟踪-私募 EB 每周跟踪（20250303-20250307）

我们定期梳理从公开渠道可获得的最新的可交换私募债（私募 EB）项目情况，对私募可交换债项目做基本要素跟踪，私募发行条款发行过程可能有更改，请以最终募集说明书为准，发行进度请与相关主承销商咨询。

本周无新增项目信息；（部分项目因合规原因未予列示）

• 风险提示

项目获批进度不及预期，经济增速下滑。

证券分析师：王艺熹（S0980522100006）、赵婧（S0980513080004）、董德志（S0980513100001）

联系人：吴越

◆ 固定收益周报：转债市场周报-转债估值再抬升，关注红利+科技、医药板块机会

上周市场焦点（3月3日-3月7日）

上周转债个券多数上涨，中证转债指数全周+1.39%，价格中位数+1.65%，我们计算的转债平价指数全周+2.50%，全市场转股溢价率与上周相比-1.81%。个券层面，震裕（机器人）、鼎胜（固态电池）、盟升（军工电子）、豪24转债（机器人）、冠盛（固态电池&机器人）转债涨幅靠前，威派（公告强赎）、北方（公告强赎）、科达（算力一体机）转债跌幅靠前。

观点及策略（3月10日-3月14日）

转债估值再抬升，关注红利+科技、医药板块机会：

上周转债市场在人形机器人、AI产业链等主题轮动的带动下，绝对价格、中位数及平均平价均有所上涨，尤其周四平衡及偏股型转债表现普遍好于正股，估值实现了进一步抬升。

在当前转债价格、估值均不便宜的状态下，市场也已显现出一些止盈的端倪。根据沪深交易所公布的月度持仓数据，以面值口径来看，公募基金2月持有转债面值环比1月下降2.20%；从可转债ETF的规模变化来看，两只可转债ETF的规模在2月都经历了先扩张、中下旬开始收缩的走势。此外，近期部分转债含量较高的固收+产品明显跑输转债指数且净值随债市下跌，或因已止盈权益类资产。

近期转债市场强赎个券较多，如上周周内就有智尚、科数、威派、北方等转债陆续公告强赎，而转债市场已有足足2个月未发行新券；债市利率虽较前期上行但仍处于低位，短中期来看转债供需矛盾仍将延续，尽管当前位置转债面临一定止盈压力，配置力量对转债仍有支撑。

展望后市，重要会议已经落地，经济数据将陆续披露，在经济转暖充分验证之前，结构性行情或仍将延续。考虑到近期产业催化不断，不论盈利角度还是估值角度都有较大上修/扩张空间，右侧止盈并保持主线相关持仓暴露或更适合相对收益投资者，绝对收益者仍建议低价为先，布局2025年业绩/估值有反转可能性的低位品种。择券建议关注：

红利+科技杠铃组合再平衡，资金效应下高股息标杆长江电力高点回撤7%股息率重回3.5%以上，当前位置红利资产攻防兼备；

医药行业机构持仓已至历史最低位，关注集采降费的边际变化，医药及医疗器械2025年有望迎来业绩和估值的反转；

智能驾驶、AI应用及算力、端侧AI、机器人等市场主线中，优选产业化落地进度更快、业绩有支撑的标的；

风险提示：海外市场动荡，存在不确定性。

证券分析师：王艺熹（S0980522100006）、赵婧（S0980513080004）、董德志（S0980513100001）

联系人：吴越

◆ 固定收益周报：超长债周报——货币政策预期回归正常，积极把握交易机会

超长债复盘：上周债市先扬后抑，潘行长在人大经济主题记者会提到，“货币政策取向是一种对状态的表述”、“我们将根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机降准降息”，市场对货币政策的预期进一步修正，后两个交易日超长债暴跌。成交方面，上周超长债交投活跃度小幅下降，交投比较活跃。利差方面，上周超长债期限利差缩窄，品种利差也缩窄。

超长债投资展望：

30年国债：截至3月7日，30年国债和10年国债利差为17BP，处于历史偏低水平。上周潘行长在记者会提到，“货币政策取向是一种对状态的表述”，投资者对“适度宽松的货币政策”理解出现修正，10年期国债向1.8%靠近，我们认为由“适度宽松”措辞引发的货币政策大幅宽松预期已经回归正常。考虑到当前市场对经济基本面的走势仍存在分歧，我们认为短期市场存在博弈机会。当然当前30年国债期限利差极低，期限利差保护度有限。

20年国开债：截至3月7日，20年国开债和20年国债利差为0BP，处于历史极低位置。上周潘行长在记者会提到，“货币政策取向是一种对状态的表述”，投资者对“适度宽松的货币政策”理解出现修正，10年期国债向1.8%靠近，我们认为由“适度宽松”措辞引发的货币政策大幅宽松预期已经回归正常。考虑到当前市场对经济基本面的走势仍存在分歧，我们认为短期市场存在博弈机会。当然20年国开债

品种利差极低，品种利差保护度有限。

一级发行：上周超长债发行量大幅下降。和上上周相比，超长债总发行量大幅下降。

成交量：上周超长债交投比较活跃。和上上周相比，上周超长债交投活跃度小幅下降。

收益率：上周债市先扬后抑，潘行长在人大经济主题记者会提到，“货币政策取向是一种对状态的表述”、“我们将根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机降准降息”，市场对货币政策的预期进一步修正，后两个交易日超长债暴跌。

利差分析：上周超长债期限利差缩窄，绝对水平偏低。上周超长债品种利差缩窄，绝对水平偏低。

风险提示：海外市场动荡，全球不确定性上升。

证券分析师： 赵婧（S0980513080004）、季家辉（S0980522010002）、董德志（S0980513100001）

◆ 固定收益周报：公募 REITs 周报（第 8 期）-部分修复上周回撤，各板块表现分化

主要结论：本周中证 REITs 指数周涨幅为 1.1%，总市值达 1798 亿元，较上周修复 15 亿元，各板块表现分化，能源板块迎来反弹。REITs 全周日均换手率为 0.95%，较前一周减少 0.13 个百分点。近期随着权益市场回暖，股债跷跷板效应显现，REITs 市场热度较前期有所下降，基本面短期让位于资产比价效应，REITs 结构性行情明显，短期建议关注政策利好的相应板块，长期可关注保障房、生态环保类对经济周期敏感度低的品种。

中证 REITs 指数周涨幅为 1.1%。本周中证 REITs（收盘）指数收盘价为 849.53 点，整周（2025/3/1-2025/3/7）涨幅为 1.1%，部分修复上周的回撤，表现略弱于沪深 300 指数（1.4%），强于中证全债指数（-0.4%）。近一年中证 REITs 指数回报率为 4.4%，波动率为 7.3%，回报率跑输股债指数，波动率介于股债指数之间。截至 2025 年 3 月 7 日，REITs 总市值在 3 月 7 日为 1798 亿元，较上周增加 15 亿元；周换手率为 0.95%，较前一周减少 0.13 个百分点。

能源、市政、园区类 REITs 领涨。截至 2025 年 3 月 7 日，从不同项目属性 REITs 来看，产权类 REITs 周涨跌幅为+1.10%，特许经营权类 REITs 周涨跌幅为+1.34%；从不同项目类型 REITs 来看，大部分项目收涨。其中涨幅最大的三个项目类型分别为能源基础设施类（2.67%）、市政设施类（2.42%）和园区基础设施类（2.33%）。上周涨幅排名前三的三只 REITs 分别为华夏金隅智造工场 REIT（+7.81%）、工银蒙能清洁能源 REIT（+6.67%）、华夏深国际 REIT（+5.53%）。

市政设施类 REITs 上周交易活跃度最高。市政设施类 REITs 本周交易最活跃，消费基础类 REITs 成交额占比最高。前者区间日均换手率为 0.95%，成交额占 REITs 总成交额 1.5%。后者区间日均换手率为 0.9%，成交额占 REITs 总成交额 26.6%。从上周不同 REITs 产品资金流向来看，主力净流入额前三名分别为华夏金隅智造工场 REIT（1428 万元）、工银河北高速 REIT（1200 万元）、中金普洛斯 REIT（1080 万元）。

REITs 市场再迎政策利好，行业扩容可期。3 月 5 日，《关于做好金融“五篇大文章”的指导意见》指出常态化推进清洁能源、养老、新型基础设施等领域符合条件的项目发行 REITs；3 月 5 日，国家发改委提请全国人大审查的《2025 年国民经济和社会发展计划草案的报告》提出常态化向民间资本推介项目，规范实施 PPP 新机制，推动基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）扩围扩容。

风险提示：公开资料数据滞后，二级市场价格波动风险，基础设施项目运营风险，税收等政策调整风险，流动性风险等。

证券分析师： 戴丹苗（S0980520040003）、赵婧（S0980513080004）、董德志（S0980513100001）

◆ 策略专题：AI 赋能资产配置(四)-DeepSeek 在大盘择时与行业轮动中的应用

DeepSeek 从宏观、中观、微观层面全链路赋能策略研究。宏观层面，DeepSeek 能够在宏观经济周期预测、市场投资风格预测中起到一定的赋能作用，在识别领先指标、信号捕捉、拐点识别、情绪识别、量价验证等维度进行预测和监测；中观层面，DeepSeek 应用的核心场景包括竞争格局实时监控、行业轮动策略优化；微观层面则主要聚焦于上市公司财务异常检测、另类数据资产定价、交易面动态解析等。本文从大盘择时和行业轮动两个维度对 DeepSeek 赋能传统策略研究进行分析与实践。

大盘择时层面，DeepSeek 动态赋权多因子择时能够起到较好的效果。我们采用宏观、资金、情绪、技术、海外五个维度 10 余个指标构建权益市场打分模型，基准模型通过对多维因子简单加总得出择时观点，通过引入 DeepSeek 实现动态因子赋权和自适应窗口调整，实现对原有择时策略的优化。从结果上看，DeepSeek 优化后的动态赋权模型显著优于基准，在测试集上实现了 1.04 的夏普比率，同时融入 DeepSeek 的各类策略在最大回撤控制上相较基准策略有所提升。

行业轮动层面，DeepSeek 对基于景气度、拥挤度、趋势的“三标尺模型”起到了一定的增强作用。DeepSeek 在行业轮动策略上能够通过攻破刚性阈值陷阱、破解因子割裂来解决“三标尺模型”的局限，从结果上看，2020-2024 年，DeepSeek 赋能后行业轮动策略在最大回撤控制上相较等权指数优化幅度达到 41%。2025 年一季度，DeepSeek 赋能后的轮动模型，在温和上涨的市场环境中进一步放大了赚钱效应，风险收益比同样优于行业等权策略。

AI 赋能策略研究的最优路径：AI+RAG+Agent 技术体系。1) 动态知识更新：RAG 持续注入实时数据（如 2025 年行业等权指数），避免传统 LLM 策略的“时间衰减”问题；2) 风险控制强化：Agent 通过预设规则（如最大回撤阈值）自动终止高风险操作，结合 RAG 的拥挤度指标实现多维风控；3) 执行效率提升：Agent 自动化完成策略验证全流程，较人工操作效率大幅提升。

风险提示：模型过拟合风险，DeepSeek 的训练依赖于投喂的框架语料与底稿数据，多维框架下存在过拟合风险；数据口径调整风险，宏观指标统计口径的调整可能带来 AI 配置结论的改变；AI 推理的不稳健性，AI 模型的输出结论具备一定随机性，多次生成可能产生不同的结果

证券分析师： 陈凯畅（S0980523090002）、王开（S0980521030001）、董德志（S0980513100001）

◆ 策略专题：估值周观察（3 月第 2 期）-人工智能、军工集团估值再扩张

•近一周（2025. 3. 3-2025. 3. 7）全球市场涨跌互现，美国市场指数整体下跌，宽基指数估值整体收缩；亚太及欧洲主要市场指数多数上涨，估值扩张。纳斯达克指数、纳斯达克 100、道指估值收缩幅度较大，PE 分别较 2025 年 2 月 28 日收缩 1.56x、1.24x、1.11x。分位数方面，韩国 PE、PB 分位数较低，指数估值分位数水平较 2025 年 2 月 28 日呈小幅扩张，日本、印度、韩国核心宽基 PE、PB、PS 分位数分化较大。

•A 股核心宽基估值整体扩张，小盘成长估值扩张较大。近一周（2025. 3. 3-2025. 3. 7），A 股核心宽基估值整体扩张。规模上来看，国证 2000、中证 1000、中证 500 的 PE、PB、PS 和 PCF 扩张幅度相对较大，其中 PE 扩张幅度分别达 1.70x、1.29x、0.63x。风格上来看，小盘成长、小盘指数估值扩张较大，大盘价值估值扩张较小。截至 3 月 7 日，A 股主要宽基指数近一年整体估值水平较上周明显扩张，PE、PB、PS 多数高于 80%分位数，PCF 位于近三年 35%-65%分位数。中盘价值中短期分位数水平占优，其中 PB、PS、PCF 滚动一年分位数水平分别为 12.66%、16.18%、21.99%。三年分位数视角，PB、PCF 分位数水平整体低于 PE、PS，中盘价值估值分位数水平依然占优。五年分位数视角，小盘成长估值分位数水平较高，均在 80%以上。

•一级行业方面，TMT 行业估值提升。本周一级行业股价多数上涨，TMT 行业在上周短暂回调之后继续上涨，其中，计算机行业上涨 6.74%；国防军工行业涨幅最大，上周上涨 6.96%。估值方面，一级行业估值分化，TMT 行业估值提升，计算机行业 PE 扩张幅度达 5.17x；支持服务行业估值有所收缩。

•电子、计算机、通信近一年分位数均在 95%+。综合看 PE、PB、PS、PCF 分位数，农林牧渔三年分位数四项均值仅为 11.11%，五年分位数四项均值仅为 12.76%；下游可选板块估值一年分位水平整体优于必选板块；上游资源 PB 三年和五年分位数水平均低于 PE；整体来看，TMT 相关行业估值分位数处于历史高位，电子、计算机、通信近一年分位数均在 95%+，以公用事业为代表的低协方差稳定红利行业估值性价比占优，滚动 1 年、3 年、5 年 PCF 均位于 5%分位数以下。

•新兴产业相关方向中，人工智能及军工集团估值明显扩张。新兴产业各板块股价多数上涨，数字经济板块涨幅相对较大，其中云计算涨幅最大，达 6.03%。股价上涨带来新兴产业估值整体扩张，云计算、半导体产业和集成电路本周估值扩张幅度较大，PE 扩张幅度分别为 7.76x、5.95x、3.58x。热门概念中，Kimi 指数 PE 扩张幅度达 9.69x；十大军工集团指数 PE 扩张 5.56x。

风险提示：海外货币政策节奏和幅度的不确定性；文中所列指数、个股产品仅作为历史复盘，不构成投

资推荐的依据

证券分析师： 王开（S0980521030001）、陈凯畅（S0980523090002）

行业与公司

◆ 传媒行业 3 月投资策略：AI 与景气周期双重拐点，看好游戏及 AI 应用

2 月跑赢市场。1) 25 年 2 月份传媒板块（申万传媒指数）上涨 6.10%，跑赢沪深 300 指数 4.19 个百分点，在申万一级 31 个行业中排名第 7 位；2)《哪吒 2》票房超预期带动光线传媒涨幅居首；除此之外 DeepSeek 带动 AI 应用方向表现较好，宝通科技、浙数文化、欢瑞世纪、旗天科技、华闻集团涨幅居前；北京文化、博纳影业、世纪天鸿、易点天下、卓创资讯跌幅居前；3) 估值来看，当前申万传媒指数对应 TTM-PE 40x，处于过去 10 年 64%分位数。

2 月版号过百，关注政策、景气度与 AI 应用驱动下的板块机会。1) 2 月份 110 款国产游戏和 3 款进口游戏过审，年初至今过审数量达到 249 款、继续保持在较高水平；2) 2025 年 1 月中国游戏市场实际销售收入为 310.77 亿元，环比增长 7.54%，同比增长 27.65%；中国移动游戏市场实际销售收入 229.70 亿元，环比增长 7.75%，同比增长 29.87%，创历史新高；出海市场亦同比增长 29%，景气度持续向上；3) AI 应用方面，马斯克旗下 xAI 宣布成立 AI 游戏工作室；4) 政策友好、景气向上，估值处于合理位置且具备 AI 应用落地持续催化可能，持续看好游戏板块向上机会。

2 月票房市场同比大幅向上，《哪吒 2》开创国产影片票房新高度，票房持续复苏值得期待。1) 25 年 2 月总票房达 160.92 亿元人民币，同比增长 45.1%；2) 2025 年中国春节档分账票房 85.49 亿（不含服务费），在较高的基数之上同比增加 6.64%，录得中国春节档影史第一高；优质内容释放拉动观影需求，实现量价齐升，为全年电影市场的加速回暖奠定良好基础；3)《哪吒 2》总票房创国内第一、全球第七，打开国产影片票房新高度；国产优质影片供给周期修复之下，票房市场持续修复可期。

DeepSeek 开源五大代码库，首个通用 AI Agent Manus 上线。1) 先后开源发布基础大模型 V3、推理模型 R1 之后，Deepseek 进一步开源 5 大核心代码库并披露理论成本利润率 545%；高性能且开源的生态有望带动 AI 走向技术平权、加速 AI 应用走向安卓时刻；2) 应用方面，全球首个通用 AI Agent Manus 上线，AI Agent 的 GPT 时刻来临。

投资观点：持续看好景气反转与 IP/AI 驱动下的板块向上机会。1) 短期来看景气度有望反转，中期来看基数效应、内容供给改善及外部宏观预期变化之下景气度有望逐步触底向上，超跌、低估值及低配背景下具备向上可能；中长期来看，AI 为代表的新科技趋势逐步明朗并有望持续催化板块表现；2) 景气度反转角度，a) 游戏板块自下而上把握产品周期及业绩表现，推荐恺英网络、巨人网络、姚记科技等标的；b) 影视板块底部复苏在望，推荐渠道（万达电影等）以及内容（光线传媒、华策影视等）；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）；IP 潮玩推荐泡泡玛特、阅文集团、姚记科技等；同时从高分红、低估值角度关注出版板块配置机会；2) Deepseek 加速 AI 应用安卓时刻到来，重点把握 IP、AI Agent 及场景应用（相关标的参见正文）；同时关注政策推动下的并购重组向投资机会。

重点推荐组合：2 月组合为恺英网络、姚记科技、巨人网络、光线传媒、泡泡玛特，整体表现良好，3 月组合为泡泡玛特、恺英网络、分众传媒、巨人网络。

风险提示：业绩低于预期、技术进步低于预期、监管政策风险、安全合规风险等。

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

◆ 医药行业专题：海外制药企业 2024Q4&全年业绩回顾

创新品种放量依然是增长的主要驱动力。2024 年，礼来及诺和诺德在 GLP-1 类药物驱动下，收入端分别+32%/+25%；阿斯利康在奥希替尼、达格列净等品种驱动下收入端+21%；辉瑞及安进分别受到收购并表 Seagen 及 Horizon Therapeutics 影响，收入端+12%（剔除新冠药物/疫苗）/+19%；诺华、赛诺菲、Merck 分别依靠诺欣妥/可善挺、达必妥、K 药等核心产品驱动，收入端实现+12%/+11%/+10%双位数增长；BMS、

罗氏、强生、艾伯维、再生元等受到核心产品专利到期、biosimilar/其他竞品竞争等影响，GSK 受到疫苗板块下滑影响，收入端维持个位数增长。

•代谢：诺和诺德 Ozempic+Wegovy+Rybelsus 2024 年合计销售~293 亿美元（同比+39%），礼来 Mounjaro+Zepbound 合计销售~165 亿美元（同比+208%）；美国降糖相关 GLP-1 总处方量增速 15%+，2025 年初减重 GLP-1 周度处方量较 2024 年初增长 ~3x。下一代减重管线密集布局，礼来小分子口服 GLP-1 Orforglipron 减重 Ph3 临床预计 25Q3 读出、三靶抑制剂 Retatrutide 预计 25H2 数据读出；诺和诺德 GLP-1/Amylin 复方品种 CagriSema Ph3 临床 68 周减重达到-22.7%、GLP-1/Amylin 双靶 Ph1b/2a 数据读出；Amgen 每月一次给药的 MariTide 减重 Ph3 临床启动；Merck 及阿斯利康分别从中国引进口服小分子 GLP-1 管线；Abbvie 与丹麦企业 Gubra 达成合作，共同开发长效 Amylin 类似物。

•肿瘤：K 药全年实现销售 295 亿美元（+18%），连续两年蝉联“药王”，同靶点 0 药实现销售 101 亿美元，两款产品均选择升级皮下注射剂型以延缓专利到期影响；2024 年全球 ADC 药物市场规模达到 130 亿美元（+24%），其中最畅销产品 Enhertu 实现销售 37.5 亿美元（+46%），共 6 款 ADC 产品销售额超过 10 亿美元。

•自免：Dupixent 2024 年实现销售 131 亿欧元（约合 142 亿美元，+22%），特应性皮炎靶向疗法在欧美患者渗透率仍处于低位，COPD 适应症于 2024Q3 获批；Skyrizi（利生奇单抗）销售 117 亿美元（+51%），Rinvoq 销售 60 亿美元（+50%），Abbvie 将 2027 年销售指引由此前的合计 270 亿美元上调至 310 亿美元，其中 Rinvoq 预计达到 110 亿美元（RA/dermo/IBD=48/25/37 亿美元），Skyrizi 预计达到 200 亿美元（Ps0/IBD=125/75 亿美元），增量主要由 IBD 领域贡献。

风险提示：市场竞争加剧的风险，产品临床失败或有效性低于预期的风险，产品商业化不达预期的风险，技术升级迭代风险。

证券分析师： 马千里（S0980521070001）、陈曦炳（S0980521120001）、彭思宇（S0980521060003）

◆ 医药行业月报：医药生物行业 2025 年 3 月投资策略——继续推荐创新药械和 AI 医疗主线

市场风格发生转变，创新药持续获得支持。在 AI 行情的催化之下，市场的风险偏好明显提升，创新药公司的估值得到了明显的修复；同时，政策端对于创新药也提出了持续的支持。近年来，医药行业受到政策端和支付端的较大压力；我们认为，医保的腾笼换鸟以及商保可能带来的增量将为创新药的支付端提供支持；全链条支持创新药产业的政策也有望进一步落地。

AI 技术快速发展，医疗健康是 AI 技术最重要的应用领域。医疗健康产业正处于数字化转型与智能化升级的变革期，医疗健康是 AI 技术最重要的应用领域，具备广阔前景及想象空间，建议关注 AI+多组学、AI+精准诊断、AI+医疗设备、AI+慢病管理、AI+制药、AI+医疗服务等板块的应用机会。

投资策略：继续推荐创新药械和 AI 医疗主线。高质量的研发创新是医药行业的核心驱动力，创新药械在国内的商业化放量已经得到了较好的验证，对外 BD 的收益以及潜在的海外商业化收益会是板块持续增长的动力，我们持续看好具备差异化创新能力和出海潜力的公司，建议关注：康方生物、科伦博泰生物、三生制药、康诺亚、和黄医药、泽璟制药、迪哲医药等。耗材板块的集采仍在推进过程中，骨科等部分细分领域已进入集采后周期，建议关注低估值的龙头公司：爱康医疗。医药产业正处于数字化转型与智能化升级的变革期，AI 将改变药物研发、医学影像、多组学诊断、医疗服务等多个领域；建议关注 AI+医疗相关公司：金域医学、华大智造、祥生医疗、成都先导等。

2025 年 3 月投资组合：A 股：迈瑞医疗、联影医疗、药明康德、新产业、开立医疗、美好医疗、澳华内镜、艾德生物、振德医疗、药康生物、金域医学；H 股：康方生物、科伦博泰生物-B、和黄医药、康诺亚-B、三生制药、爱康医疗。

风险提示：研发失败风险；商业化不及预期风险；地缘政治风险；政策超预期风险。

证券分析师： 陈曦炳（S0980521120001）、彭思宇（S0980521060003）、陈益凌（S0980519010002）、马千里（S0980521070001）、张超（S0980522080001）

联系人： 凌珑、贾瑞祥

◆ 化工行业月报:油气行业 2025 年 2 月月报-受供应扰动及关税政策施压，国际油价震荡下行

2 月油价回顾：

2025 年 2 月布伦特原油期货均价为 75.0 美元/桶，环比下跌 3.4 美元/桶，月末收于 73.2 美元/桶；WTI 原油期货均价 71.0 美元/桶，环比下跌 4.2 美元/桶，月末收于 70.0 美元/桶。2 月上旬，OPEC+维持现有原油产量计划不变，中美互加关税引发经济增长及需求担忧，特朗普重申提高美国石油产量，国际油价承压震荡下跌；而美国对伊朗制裁，之前对俄罗斯石油制裁效果也显现，国际油价反弹；此后美国原油库存累库，美俄就结束俄乌冲突进行和谈，国际油价再次下跌。2 月下旬，俄罗斯被袭击的石油管道流量减少，市场担忧美俄供应中断，加之美国成品油库存下降支撑，国际油价上涨；但市场关注俄乌和平协议进展，伊拉克计划重启库尔德石油出口，美国称如期推进对加墨的关税计划，同时美国消费信心指数下滑，加剧市场对需求放缓的担忧，国际油价震荡下跌。

油价观点判断：

供给端：OPEC+主要产油国将从 4 月起逐步增产。2024 年 12 月第 38 届 OPEC+召开部长级会议决定将 200 万桶/日集体减产、166 万桶/日自愿减产目标延长至 2026 年底。将 220 万桶/日自愿减产计划延长 3 个月至 2025 年 3 月底，随后这部分 220 万桶/日的自愿减产将和阿联酋增加的 30 万桶/日产量将从 2025 年 4 月至 2026 年 9 月底，18 个月时间内逐步恢复。

需求端：根据 OPEC、IEA、EIA 最新 2 月月报显示，2024 年原油需求分别为 103.75、102.90、102.85 万桶/天（上次为 103.75、102.90、102.77 万桶/天），分别较 2023 年增加 154、89、92 万桶/天（上次为 154、94、92 万桶/天）。2025 年原油需求分别为 105.20、103.95、104.14 万桶/天（上次为 105.20、103.95、104.10 万桶/天），分别较 2024 年增加 145、110、133 万桶/天（上次为 145、105、133 万桶/天）。

我们认为随着全球降息周期开启，全球经济不断修复，石油需求温和复苏。供给端 OPEC+继续维持减产力度，考虑到 OPEC+较高的财政平衡油价成本，以及美国页岩油较高的新井成本，油价有望继续维持中高区间。我们预计 2025 年布伦特油价中枢在 65-75 美元/桶，2025 年 WTI 油价中枢在 60-70 美元/桶。

相关标的：

我们预计 2025 年国际油价仍将维持中高区间，上游油气开采板块维持高景气。近期国内终端民用天然气价格开始密集调整，天然气价格上下游联动开启，重点推荐【中国海油】、【中国石油】、【卫星化学】、【海油发展】、【广汇能源】。

风险提示：

原材料价格波动；产品价格波动；下游需求不及预期等。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、薛聪（S0980520120001）、董丙旭（S0980524090002）

◆ 非银行业月报:银行理财 2025 年 3 月月报-整改与转型的“赛跑”

2 月份银行理财存量规模基本稳定，但收益水平下行明显。根据普益数据，月末理财产品存量规模 29.9 万亿元，环比上月略微回升 0.5 万亿元；目前 2 月份银行理财规模加权平均年化收益率 1.15%，较上月明显回落，其中现金管理类理财产品年化收益率 1.60%，收益基本持平，纯债类产品年化收益率 1.38%，整体与债市调整有关，但调整幅度显著小于纯债情况，这样避免了潜在赎回压力。我们认为，这一是与银行理财配置存单等摊余成本法计量资产有关，二是银行理财尚有部分平滑留存收益，相关收益的释放有助于理财净值克服债券波动的影响。

高息资产显著不足，近期理财基准利率保持下行，影响了规模进一步攀升。开年以来，部分存量与新发银行理财产品的业绩比较基准下行，根据普益数据披露，近期多家银行理财子公司下调产品业绩比较基准，多只新发及存量理财产品业绩比较基准的下限已降至 2%以下，部分降幅超 1 个百分点。这一调整与

低利率环境下基础债券资产收益率走低并叠加监管政策调整，如果调低对资本利得空间的预期，未来理财产品收益率范围可能将继续走低。

结合银行资产负债结构，3月银行负债端有望边际宽松，理财产品净值收益水平正逐步修复。具体逻辑上，一是对价格敏感的同业存款资金逐步重定价完毕，估计从24年12月到25年1月份银行非银同业存款下降约4.5万亿元左右，叠加3月银行在大行负债MPA考核，判断后续银行负债端逐步稳定；二是近期银行同业存款揽存部分可以提高高至1.60%左右，大行同业存单发行价格逐步低于2%，表明机构对同业负债定价灵活性略有提高。资金的边际宽松有利于机构配置盘的参与，理财、金市和保险后续均有显著配置需求，理财产品净值收益率将逐步稳定。

长期看，产品整改和转型的“赛跑”仍将持续。我们判断2023年以来理财利用平滑收益的手段空间（包括但不限于平滑基金、收盘价估值等）逐步收窄，这倒逼理财子在产品设计上增加风险预算，通过多资产和多策略增厚收益。具体针对固收资产，机构将持续配置高票息资产（现阶段如存单），同时通过债券交易策略增厚产品收益；针对多元资产，转债、黄金、权益、商品CTA等均是传统债券和存款之外的有效资产策略。

风险提示：宏观经济、货币政策超预期变化、政策监管风险。

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

◆ 机械行业周报:制造成长周报（第4期）-政府工作报告提及机器人和低空经济；优选展示机器人协同实训

行业动态：人形机器人-3月3日，优必选实现全球首例多台多场景多任务人形机器人协同实训；3月6日，宇树科技在深圳成立工业机器人公司；3月6日，乐聚机器人发布更新视频，展示“咏春”；3月6日，《人形机器人标准化白皮书》发布；3月6日，上交所举办“未来产业沙龙”人形机器人产业座谈会；3月7日，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”；低空经济-3月2日，绵阳科技城低空经济研究院成立；3D设备-3月7日，小米16Pro预计将采用3D打印技术生产中框；科学仪器-3月1日，广州市仪器行业协会年会探讨AI在仪器科学技术领域的应用前景。

政府新闻：人形机器人-3月5日，政府工作报告提出大力发展智能机器人等智能装备；3月3日，深圳市科技创新局印发《深圳市具身智能机器人技术创新与产业发展行动计划（2025-2027年）》；3月7日，浙江省2025年加快布局人形机器人、量子信息、类脑智能等新产业新业态；低空经济-3月5日，国务院政府工作报告连续两年提及“推动低空经济等新兴产业安全健康发展”。

公司动态：人形机器人-3月5日，天奇股份宣布正式成立人形机器人事业部；3月7日，美的集团在投资者交流中回复“在积极布局人形机器人”。

本周重点关注标的：恒立液压、汇川技术、龙溪股份、博众精工、金帝股份、安徽合力。

行业投资观点

1、人形机器人：海外特斯拉人形机器人进展迅速，今年有望小批量量产，国内宇树科技、智元机器人、优必选等创新企业人形机器人产品快速迭代、蓬勃发展，优选卡位好的减速器、丝杠、传感器等环节以及价值量占比高的电机及核心关节环节，重点关注：1）减速器环节：【绿的谐波】【国茂股份】；2）丝杠环节：【恒立液压】【绿的谐波】【震裕科技】；3）电机环节：【兆威机电】【伟创电气】【步科股份】等；4）灵巧手：【兆威机电】；5）其他：【汇川技术】【中坚科技】【东华测试】【德马科技】【永创智能】【金帝股份】【国机精工】【东华测试】【博众精工】【龙溪股份】【中联重科】【信测标准】【星德胜】等。

2、AI基建：AI需求推动数据中心持续增长，AI基建端燃气轮机作为主用电源受益于数据中心增量，制冷设备端也是数据中心基建核心受益环节，重点关注【冰轮环境】【应流股份】【豪迈科技】【联德股份】。

3、AI应用/赋能：安徽合力与华为签署深化合作协议，重点合作领域在数字化转型、智能物流、人工智能，AI赋能将带动无人叉车智能化程度进一步提升，推动智能物流/智慧工厂产业化进展加速，重点关注【安徽合力】。

4、低空经济：低空经济产业进展迅速基建先行，全国低空交通“一张网”项目启动，统一标准构建空管网络，整机和核心零部件（发动机/电机）会是产业发展核心环节，重点关注【应流股份】【宗申动力】。

5、光刻机设备：光刻机设备国产化率低，行业处于从 0 到 1 放量过程，高端真空镀膜设备国产化需求迫切，重点关注【汇成真空】。

6、智能焊接机器人：智能焊接在钢结构行业已开始从 0 到 1 放量，长期来看智能焊接机器人市场近千亿，重点关注【柏楚电子】。

7、科学仪器：通用电子测量行业国内市场大、国产厂商份额小，国产替代空间广阔将有望受益于政策催化，重点关注【普源精电】【鼎阳科技】【优利德】。

8、3D 打印：3D 打印作为增材制造技术，在制造领域有实现复杂结构、轻量化、缩短研发周期等优势，随技术成熟将在航空航天、3C 等各领域实现应用打开市场空间。

风险提示：行业下游需求不及预期，技术发展不及预期的风险。

证券分析师： 吴双（S0980519120001）、杜松阳（S0980524120002）

◆ 通信行业周报 2025 年第 11 周：政府工作报告重点提及商业航天，Manus 全球首发通用 AI Agent

行业要闻追踪：商业航天再度写入政府工作报告，引领新质生产力发展。相较 2024 年“积极打造新增长引擎”的表述，2025 年政府工作报告将商业航天列为新兴产业首位，政策导向从“鼓励探索”转向“规模化、规范化落地”，凸显其在国家现代化产业体系中的核心地位。目前，北京、上海、重庆等多省市密集出台专项支持政策和行动计划，商业航天的产业集群建设有望在各地支持下进一步完善，后续商业航天也将成为我国高质量发展的新引擎。在政策推动下，今年我国“GW 星座”和“G60 千帆星座”有望迎来高频次规模发射，推荐关注商业航天方向。

Manus 发布全球首款通用型 AI Agent 产品，助推全球 AI 应用加速发展。Manus 是由中国创业公司蝴蝶效应于 2025 年 3 月 6 日推出的全球首款通用 AI 智能体。1) 在应用场景上，除了分析股票外，Manus 还可以帮助完成旅行规划、教育内容创建、保险政策比较、在线商店运营分析等。2) 性能上，据团队介绍，Manus 在 GAIA 基准测试中取得了 SOTA 的成绩，显示其性能超越 Open AI 的同层次大模型。Manus 颠覆性创新在于实现了多智能体并行协作、工具调用闭环、通用平台设计。全球各大科技企业均在加速推进 AI Agent 发展，Manus 的突破也标志着 AI 产业从“单点突破”进入“系统重构”阶段，AI 应用与算力供给正逐步形成“需求-供给”正反馈循环，算力有望持续受益。

2025 年世界移动通信大会（MWC）召开，华为、中兴发布 5G-A 创新成果。在 MWC2025 上，华为公布了 AI-Centric 5.5G 系列解决方案，同时面向全球发布华为云 Stack 运营商六大场景化解决方案，覆盖内部运营和对外增收两大领域落地。中兴通讯在大会上展示了一系列搭载 AI、5G-A 及 WiFi7 技术的终端新品，包括 G5 Ultra、G5 Max Wi-Fi、U60 Pro 三款旗舰产品。华为与中兴通讯展示 5G-A 创新成果，这有助于加速技术进步和 AI 终端应用普及。

行情回顾：本周通信（申万）指数上涨 2.81%，沪深 300 指数上涨 1.39%，相对收益 1.42%，在申万一级行业中排名第 8 名。分领域看，军工信息化、卫星互联网、5G 表现相对靠前。

投资建议：关注算力基础设施持续受益 AI 发展，兼顾运营商高股息价值

（1）算力基础设施持续受益全球 AI 发展，推荐关注算力基础设施中兴通讯、紫光股份、锐捷网络、光迅科技等；IDC 服务润泽科技、光环新网、奥飞数据、数据港等；财报季积极展望光模块光器件公司 2024 年业绩，推荐关注中际旭创、新易盛、天孚通信、太辰光、博创科技、仕佳光子等。

（2）长期视角，中国移动和中国电信规划 2024 年起 3 年内将分红比例提升至 75%以上，高股息价值凸显，建议关注三大运营商红利资产属性。

2025 年第 11 周重点推荐组合：中国联通、奥飞数据、海格通信。

风险提示：宏观经济波动风险、数字经济投资建设不及预期、AI 发展不及预期、中美贸易摩擦等外部环

境变化。

证券分析师：袁文翀（S0980523110003）、徐文辉（S0980524030001）

◆ 电新行业周报:锂电产业链双周评（3月第1期）-钴产品价格短期暴涨，欧盟发布汽车工业行动计划

【行业动态】

钴产品价格一路走高：全球最大的钴供应国刚果（金）宣布自2月22日起，暂停钴出口四个月。受此消息影响，硫酸钴单吨报价自2月22日的2.66万元上涨至3月7日的3.95万元，涨幅达48%。

亿纬锂能助力国产电动飞艇成功首飞：近日，中航工业自主研发的电动载人飞艇AS700D在湖北完成科研首飞，标志着我国在绿色航空装备领域取得重大突破。该飞艇搭载亿纬锂能电池系统，最大支持8C脉冲放电与3C持续输出，能够满足飞艇复杂工况下的瞬时动力需求。

宁德时代近期动态：近日，宁德时代与百度签署战略合作协议。双方将围绕无人驾驶与数智化两大核心领域展开合作，共同推动无人驾驶出行服务的普及与发展，以及AI在工业上的应用和推广。近日，宁德时代与金茂智慧交通签署战略合作协议。双方将围绕动力电池、充换电技术及电池银行等核心领域展开深度合作，共同推动新能源重卡补能体系升级。

日本出光兴产拟投建1000吨硫化锂项目：2月27日，日本出光兴产宣布将投资约10亿元建设1000吨硫化锂生产基地，该项目预计在2027年6月完成。

欧盟委员会发布《欧洲汽车行业工业行动计划》：3月5日，欧盟委员会发布《欧洲汽车行业工业行动计划》。细则包括：针对车企罚款的考核标准由2025年碳排放不达标当年罚款，宽限至考核2025-2027年平均碳排放达标情况。支持企业购买零碳车辆；探讨欧盟层面消费者购买激励计划；支持充电基础设施建设。30亿欧元支持欧盟内电池制造公司等。

【新能源车产业链数据】

国内新能源车：2025年1月国内新能源车销量为94.4万辆，同比+29%、环比-41%；国内新能源车渗透率39.0%，同比+9.1pct，环比-6.8pct。

欧洲&美国新能源车：2025年2月欧洲九国新能源车销量为17.45万辆，同比+19%、环比+2%；新能源车渗透率为24.0%，同比+4.2pct、环比+0.6pct。2025年1-2月欧洲九国新能源车累计销量为34.55万辆，同比+21%。2025年1月，美国新能源车销量为11.90万辆，同比+3%、环比-26%；新能源车渗透率为10.7%，同环比均基本持平。

【锂电材料及锂电池价格】

锂盐价格小幅下跌，动力电芯报价下跌、储能电芯报价微涨。本周末碳酸锂价格为7.51万元/吨，较两周前下跌0.11万元/吨。相较两周前，磷酸铁锂报价下跌，电解液、隔膜报价稳定，三元正极、负极报价上涨。本周方形三元动力电芯/铁锂动力电芯/储能用100Ah电芯/储能用280Ah电芯报价为0.381/0.343/0.350/0.300元/Wh，较两周前下跌0.002/0.003/-0.010/0.000元/Wh。

【投资建议】

建议关注：1）低空经济与机器人产业布局领先企业（卧龙电驱、宁德时代、亿纬锂能、蔚蓝锂芯、科达利）；2）固态电池材料布局领先企业（厦钨新能、容百科技、当升科技）；3）需求持续回暖的消费电池企业（珠海冠宇）；4）充电桩行业领先企业（特锐德、盛弘股份）；5）电动自行车铅酸电池领军企业（天能股份）；6）高压直流继电器领先企业（宏发股份）。

【风险提示】电动车销量不及预期，行业竞争加剧，原材料价格大幅波动，政策变动风险。

证券分析师：王蔚祺（S0980520080003）、李全（S0980524070002）、徐文辉（S0980524030001）

◆ 电新行业周报:AIDC 电力设备/电网产业链周评（3月第1周）-AI 智能体有望进一步带动算力需求，国网主网第一次招标规模再创新高

【AIDC 电力设备】

根据路透社 Reuters 消息，Meta 正在考虑为其人工智能项目推进一个新的数据中心投资计划，潜在投资超过 2000 亿美元。此前 Meta 首席执行官马克·扎克伯格表示，该公司计划 2025 年投资 650 亿美元以建设人工智能基础设施。

电力设备容量可达算力芯片 3-5 倍，2026 年供配电市场空间达 730 亿元。2024-2026 年全球数据中心新增 IT 负载为 7.7/12.3/16.9GW，CAGR 为 48%，26 年变压器、开关柜、UPS、HVDC、AFP 市场空间分别达到 76/304/304/46/60 亿元。

近两周 AIDC 电力设备板块表现出色，涨幅前三分别为后备柴发电源（+26.6%）、铅酸电池（+14.1%）和不间断电源 UPS（+13.6%）。个股方面，近两周涨幅前三分别为泰豪科技（+39.1%）、科泰电源（+30.6%）和亿纬锂能（+7.1%）。

行业观点：数据中心电力设备品类众多，电力传输链路较长，包括维谛、伊顿、施耐德等在内的全球巨头深耕细分领域多年，已形成完整的产品序列和强大的解决方案提供能力；国内企业聚焦数据中心行业时间较短，但在各细分产品和环节已具备较强的竞争优势，头部企业正逐步建立解决方案提供能力。此外，随着算力芯片国产替代的持续推进，数据中心价值链有望整体向中国企业转移。2025 年有望成为全球 AIDC 建设元年，国内外主要云厂资本开支有望迎来放量，美国启动星际之门计划，四大云商未来四年年度投资有望增长超 50%。算力建设高度依赖电力，变压器、开关柜、HVDC/UPS、PSU 等环节龙头有望受益。

产业链梳理：从事变压器/开关柜业务的公司包括金盘科技、明阳电气、伊戈尔、伊顿等，从事 UPS/HVDC 业务的公司包括中恒电气、科士达、科华数据、维谛技术等，从事服务器电源业务的公司包括麦格米特、欧陆通、泰嘉股份等，从事 BBU 业务的公司包括蔚蓝锂芯、豪鹏科技、亿纬锂能等，从事铜连接业务的公司包括沃尔核材、安费诺等。

【电网】

2024 年 12 月全国电源工程投资完成额为 3022 亿元，同比+54.0%；1-12 月累计完成额为 11687 亿元，同比+20.8%。2024 年 12 月全国电网工程投资完成额为 793 亿元，同比-3.0%；1-12 月累计完成额为 6083 亿元，同比+15.3%。

2025 年至今，火电新增核准容量 3.9GW，同比-3%；新增开工容量 3.1GW，同比-79%。2024 年全年，火电新增核准容量 44.44GW，同比-33%；新增开工容量 107.20GW，同比+8%。

2025 年 3 月 5 日，2025 年国网输变电设备 1 批招标结果公示，中标金额 152.39 亿元，同比+23.5%。从分标结果来看，中标金额最大的是组合电器 43.84 亿元，占比 28.8%；其次是变压器 35.5 亿元，占比 23.3%；再次是电力电缆 25.24 亿元，占比 16.6%。

近两周线缆级 EVA 价格上涨 3.4%，取向硅钢及聚乙烯 LLDPE 价格相对稳定。

近两周电网设备板块表现分化，涨幅前三分别为线缆部件及其他（+19.6%）、配电设备（+8.7%）和电工仪器仪表（-0.9%）。个股方面，近两周涨幅前三分别为万马股份（+68.6%）、良信股份（+25.2%）和金杯电工（+4.3%）。

行业观点：国内网内 25-27 年具有极强的业绩确定性和稀缺性，25 年国网投资首次超过 6500 亿，23-25 年连续创新高。“十五五”期间电网投资有望维持高位，初步估计年均投资超 7000 亿。24 年特高压招标、开工进度不及预期，25 年有望迎来大幅增长。柔直是特高压中少有的新技术方向，未来 2-3 年渗透率有望持续提升，换流阀价值量迎来 2 倍以上增长；25 年是国管海风开发元年，招标侧有望快速进入柔直时代，提供额外增量市场。

【投资建议】

AIDC 电力设备：建议关注四大方向：1）变压器/开关柜环节；2）UPS/HVDC 环节；3）有源滤波器 APF 环节；4）服务器电源环节。建议关注金盘科技、明阳电气、伊戈尔、禾望电气、盛弘股份、蔚蓝锂芯。

电网：建议关注四大方向：1）特高压直流，重点关注柔性直流应用对于换流阀价值量的提升；2）主网投资订单、交付双重景气，关注组合电器等环节；3）电力设备出海，重点关注变压器、智能电表、环保气体开关等环节；4）配电网升级改造，重点关注行业龙头。建议关注国电南瑞、许继电气、平高电

气、思源电气、四方股份、金杯电工、三星医疗、海兴电力。

【风险提示】

AI 投资力度不达预期，特高压核准开工进度不达预期，行业竞争加剧，政策变动风险。

证券分析师： 王蔚祺（S0980520080003）、王晓声（S0980523050002）

◆ 行业周报:风电产业链周评（3 月第 1 周）-年初以来陆风招标大幅增长，三峡大丰海风项目全面开工

【行业要闻】

2025 年至今，全国风机累计公开招标容量 24.3GW(+151%)，其中陆上风机公开招标容量 23.7GW(+145%)。2025 年陆上风机（不含塔筒）平均中标价格为 1,499 元/kW。2024 年全年，全国风机累计公开招标容量 107.4GW(+61%)，其中陆上风机公开招标容量 99.1GW(+70%)，海上风机公开招标容量 8.4GW(-3%)。2024 年陆上风机（不含塔筒）平均中标价格为 1,359 元/kW。

根据风芒能源的统计，2025 年 1-2 月我国 11 家风电整机制造商国内项目合计中标规模 15.99GW（不含框架采购及自建），其中中标规模前三的企业是金风科技（3.39GW）、运达股份（2.51GW）以及远景能源（2.08GW）。2024 年我国 12 家风电整机制造商合计中标规模 162.96GW（国内项目，不含框架采购及自建），同比+64%，其中中标规模前三的企业是金风科技（30.2GW）、运达股份（22.5GW）以及远景能源（22.2GW）。

根据国家能源局数据，2024 年 12 月我国新增风电装机 28.5GW，同比持平；全年新增风电装机 79.3GW，同比+5%；截至 2024 年末我国累计风电装机 520.7GW，占发电装机总容量的 15.5%。

近两周黑色类原材料价格环比小幅下跌，铜价格环比上涨 1.8%。

【板块行情】

近两周风电板块表现分化，涨幅前三板块为铸锻件（+11.4%）、叶片（+10.4%）和轴承（+5.6%）。个股方面，近两周涨幅前三分别为广大特材（+14.8%）、时代新材（+14.8%）和金雷股份（+14.7%）。

【行业观点】

海风方面，25 年上半年江苏、广东重大项目有望迎来正式开工；全国已核准待招标项目超 25GW，25 年有望成为创纪录的招标大年，持续形成催化。25 年是国管海风开发元年，预计规划、竞配、招标、政策会密集落地，“十五五”期间年均海风装机有望超 20GW，远超“十四五”水平。陆风方面，25 年行业装机有望超 90GW 创历史新高，主机价格预计保持平稳，技术降本推动盈利触底反弹。中国风机出海方兴未艾，25-26 年预计订单保持高增，制造业务迎来显著利润弹性。22-24 年零部件盈利能力持续下行，25 年有望迎来修复。

【投资建议】

建议关注四大方向：1）导管架产能占比较高、远期出口空间较大的塔筒/管桩龙头；2）预期修复、出口空间逐步打开的海缆龙头企业；3）国内盈利筑底、出口加速的整机龙头；4）零部件企业 25 年量利齐增机会。建议关注金风科技、东方电缆、时代新材、禾望电气、三一重能、大金重工、日月股份、中际联合、金雷股份。

【风险提示】

原材料价格大幅上涨，风电下游建设节奏不达预期。

证券分析师： 王蔚祺（S0980520080003）、王晓声（S0980523050002）

◆ 汽车行业周报:人形机器人行业周报（第五期）-智元机器人有望迎催化，特斯拉新视频人形机器人多次出镜

市场表现:2025 年 3 月 3 日-7 日，我们构建的国信人形机器人指数上涨 8.2%，强于沪深 300 指数 6.82pct，强于上证综合指数 6.65pct，年初至今上涨 43.6%；部分核心公司中，拓普集团上涨 1.22%，三花智控上

涨 4.55%，中鼎股份上涨 4.84%，银轮股份上涨 13.94%，北特科技下跌 4.02%，双林股份上涨 9.72%，贝斯特上涨 12.12%，浙江荣泰上涨 16%，祥鑫科技上涨 15.25%，双环传动上涨 2.39%，斯菱股份上涨 24.83%，豪能股份上涨 17.93%，精锻科技上涨 17.22%，征和工业上涨 31.41%，凌云股份上涨 16.78%，旭升集团上涨 1.77%，美力科技上涨 53.56%，爱柯迪上涨 3.84%。均胜电子上涨 0.48%。

行业动态：行业新闻：1) 智元机器人创始人在社交媒体上预告下周“好东西”；据《科创板日报》，智元机器人将发布首个通用具身基座模型；2) 特斯拉发布视频，Optimus 多次出境；3) 优必选促发群体智能觉醒；4) 宇树科技在深圳成立新公司；5) 上海人工智能实验室采用强化学习方法，使人形机器人学会自主起身站立；6) 星动纪元通用机器人登上央视；7) 众擎机器人 PM01 已经开启预售；9) 何小鹏首次透露小鹏 IRON 人形机器人已在广州工厂投入使用，并计划于 2026 年实现 L3 初阶能力的量产；10) 小米机器人取得传感器模组和机器人专利；11) 美的集团表示积极布局人形机器人；政府新闻：1) 《深圳市具身智能机器人技术创新与产业发展行动计划》印发；2) 北京：推动基于 5G 的智能机器人研发应用；3) 浙江：2025 年加快布局人形机器人等新产业新业态；4) 2025《政府工作报告》提及具身智能、机器人；5) 《人形机器人标准化白皮书》正式发布；6) 中国政府网微信发布视频“机器人群侠传”；7) 人形机器人半程马拉松将在北京亦庄举办；融资动态：1) 逐际动力完成 A+轮融资，半年获 5 亿元融资；2) 智平方完成数亿元 Pre A+轮融资；3) 意优科技完成五千万元人民币 A 轮融资；公告方面：1) 雷迪克拟收购誉展精密科技 51%股权；2) 中鼎股份战略合作埃夫特；3) 超捷股份：取得智元小批量样品订单；4) 德迈仕：战略规划已将人形机器人零件业务作为公司第二增长曲线。

核心观点：特斯拉人形机器人 Optimus 量产节奏逐步清晰，叠加海内外相关巨头的持续布局（Figure、英伟达、华为、宇树、智元等），人形机器人产业有望加速落地，2025 年有望成为行业爆发的起点，看好人形机器人发展带来的产业升级机遇。

投资建议：总成环节：拓普集团、三花智控；减速器环节：双环传动、斯菱股份、精锻科技等；丝杠环节：北特科技、贝斯特、双林股份等；其他相关：银轮股份、均胜电子、瑞鹄模具、爱柯迪等。

风险提示：机器人量产节奏不及预期，技术发展不及预期的风险。

证券分析师： 唐旭霞（S0980519080002）、孙树林（S0980524070005）

◆ 海外市场专题：美股市场速览-科技与金融走弱，防御性板块较优

价格走势：少数防御行业上涨

本周，美股呈现出震荡下行走势，多空分歧较大，标普 500 跌 3.1%。

风格：大盘价值（罗素 1000 价值-2.5%）> 小盘价值（罗素 2000 价值-3.5%）> 大盘成长（罗素 1000 成长-4%）> 小盘成长（罗素 2000 成长-4.5%）。

5 个行业上涨，19 个行业下跌。强势行业：电信业务（+1.8%）、家庭与个人用品（+1.6%）、食品饮料与烟草（+1.3%）、制药生物科技和生命科学（+0.4%）、医疗保健设备与服务（+0.1%）；弱势行业：汽车与汽车零部件（-9%）、银行（-8.9%）、食品与主要用品零售（-6.2%）、半导体产品与设备（-5.9%）、综合金融（-5.9%）。

资金流向：科技与金融大幅流出

本周，美股资金大幅流出。标普 500 成分股本周估算资金流为-205.4 亿美元，上周为-155.3 亿美元，近 4 周为-398.5 亿美元，近 13 周为-617.8 亿美元。

3 个行业资金流入，21 个行业资金流出。流入行业：食品饮料与烟草（+2.2 亿美元）、制药生物科技和生命科学（+1.9 亿美元）、家庭与个人用品（+0.5 亿美元）；流出行业：半导体产品与设备（-50.8 亿美元）、汽车与汽车零部件（-34.6 亿美元）、综合金融（-20.8 亿美元）、技术硬件与设备（-13.2 亿美元）、银行（-13 亿美元）。

盈利预测：企业基本面仍然平稳

本周，标普 500 成分股动态 F12M EPS 预期较上周上升 0.3%，上周上升 0.3%。

22 个行业盈利预期上升，2 个下降。上修幅度领先的行业有：半导体产品与设备（+0.9%）、汽车与汽车零部件（+0.6%）、公用事业（+0.5%）、资本品（+0.3%）、媒体与娱乐（+0.3%）；业绩下修的行业

有：房地产（-0.2%）、食品与主要用品零售（-0.2%）。

风险提示：经济基本面的不确定性，国际政治局势的不确定性，美国财政政策的不确定性，美联储货币政策的不确定性。

证券分析师： 王学恒（S0980514030002）、张熙（S0980522040001）

◆ 海外市场专题：港股市场速览-互联网再次发力，带动大盘上涨

股价表现：互联网再次发力，带动大盘上涨

本周，恒指涨 5.6%，恒生综指涨 5.5%。风格上，大盘（恒生大型股+5.7%）>中盘（恒生中型股+4.9%）>小盘（恒生小型股+4.7%）。

概念指数多数上涨，表现居前的有：恒生互联网（+12.2%）、恒生消费（+5.9%）、恒生中国企业（+5.9%）。

港股通行业中，28 个行业上涨，2 个行业下跌。上涨幅度居前的行业为：有色金属（+13.6%）、传媒（+11.6%）、国防军工（+10.7%）、消费者服务（+10.2%）、纺织服装（+10.2%）；下跌的行业为：石油石化（-2%）、综合（-1.2%）。

资金强度：资金再次快速流入科技板块

本周，资金大幅流入，港股通总体日均资金强度（日均涨跌 x 日均成交量）为+24.6 亿港元/日，上周为-21.8 亿港元/日，近 4 周平均为+18.1 亿港元/日；近 13 周为+6.4 亿港元/日。

分行业看，26 个行业资金流入，4 个行业资金流出。资金流入量较大的行业有：传媒（+7 亿港元/日）、商贸零售（+4.1 亿港元/日）、电子（+2.9 亿港元/日）、计算机（+2.2 亿港元/日）、消费者服务（+2 亿港元/日）；资金流出的行业，流出量均不显著。

盈利预测：多数行业盈利预测稳步上修

本周，港股通总体法 EPS 较上周提升 0.4%，上周较两周前持平。

结构上，24 个行业 EPS 预期上修，4 个行业 EPS 预期下修，1 个基本持平。上修的行业主要有：钢铁（+6.9%）、纺织服装（+1.3%）、汽车（+1.3%）、电子（+1.3%）、计算机（+1.2%）；下修的行业有：电力设备及新能源（-4.5%）、建材（-3.8%）、房地产（-2.2%）、医药（-1%）。

风险提示：经济基本面的不确定性，国际政治局势的不确定性，美国财政政策的不确定性，美联储货币政策的不确定性。

证券分析师： 王学恒（S0980514030002）、张熙（S0980522040001）

◆ 电子行业投资策略：半导体 3 月投资策略：看好前期储备料号有望放量的模拟芯片企业

2 月 SW 半导体指数上涨 12.31%，估值处于 2019 年以来 80.42%分位

2025 年 2 月 SW 半导体指数上涨 12.31%，跑赢电子行业 4.00pct，跑赢沪深 300 指数 10.40pct；海外费城半导体指数下跌 4.97%，台湾半导体指数下跌 3.94%。从半导体子行业来看，数字芯片设计（+17.37%）、半导体设备（+13.74%）、半导体材料（+12.04%）涨跌幅居前；集成电路封测（+3.27%）、分立器件（+3.85%）涨跌幅居后。截至 2025 年 2 月 28 日，SW 半导体指数 PE（TTM）为 97.77x，处于近 2019 年以来的 80.42%分位。SW 半导体子行业中，半导体设备和集成电路封测 PE（TTM）较低，分别为 59 倍和 60 倍；模拟芯片设计、数字芯片设计估值超 100x；半导体设备处于 2019 年以来较低估值水位，为 26.34%分位。

4Q24 半导体重仓持股比例为 11.4%，超配 6.8pct

4Q24 基金重仓持股中电子公司市值为 4466 亿元，持股比例为 16.93%；半导体公司市值为 3000 亿元，持股比例为 11.4%，环比提高 2.8pct。相比于半导体流通市值占比 4.5%超配了 6.8pct。4Q24 前二十大重仓股中，新增瑞芯微取代峰岹科技，寒武纪持仓市值超过中芯国际，成为第一大个股。

1 月全球半导体销售额同比增长 17.9%，预计 NAND Flash 下半年价格回升

根据 SIA 的数据，2025 年 1 月全球半导体销售额为 565.2 亿美元，同比增长 17.9%，环比减少 1.7%，连续 15 个月同比增长；其中中国半导体销售额为 155.5 亿美元，同比增长 6.5%，环比减少 2.0%。存储方

面，1月 DRAM 合约价与 12 月持平，NAND Flash 合约价回升，2 月 DRAM 现货价上涨。另外，TrendForce 表示随着原厂减产，以及智能手机库存去化、AI 及 DeepSeek 效应等因素推动 NAND Flash 需求，预计 NAND Flash 下半年将迎来价格回升。基于台股半导体企业 1 月营收数据，IC 制造/设计同比环比均增长；IC 封测同比增长，环比减少；DRAM 芯片同比环比均减少。

投资策略：看好前期储备料号有望放量的模拟芯片企业

中芯国际、华虹半导体 4Q24 收入分别环比增长 1.7%、2.4%，均处于指引中上区间；产能利用率分别为 85.5% (YoY +8.7pct, QoQ -4.9pct) 和 103.2% (YoY +19.1pct, QoQ -2.1pct)，仍高于国际同业，继续推荐受益本土化生产的中芯国际、华虹半导体、北方华创等。同时，中芯国际表示汽车等产业向国产链条转移切换的进程从验证阶段进入到起量阶段；华虹半导体表示汽车等市场库存调整在 2024 年已基本结束；ADI 表示第一季预订量继续改善，工业和汽车的强劲表现将有助于公司在第二季实现环比和同比增长，这是公司在连续七个季度同比减少后首次同比转正。我们看好产业链恢复采购后，前期储备料号有望放量的模拟芯片企业圣邦股份、思瑞浦、纳芯微、杰华特、帝奥微、艾为电子、南芯科技、晶丰明源等。AI 方面，阿里巴巴集团宣布未来三年将投入超 3800 亿元用于建设云和 AI 硬件基础设施，总额超过过去十年总和；AI Agent 产品 Manus 正式对外发布，根据官网演示案例，其可以独立思考、规划并执行复杂任务，直接交付完整成果。在 AI 发展日新月异的时代，继续推荐受益云基建的企业级存储厂商江波龙、德明利，及 AI 端侧芯片厂商翱捷科技、乐鑫科技、恒玄科技、晶晨股份等。

风险提示：国产替代进程不及预期；下游需求不及预期；行业竞争加剧的风险；国际关系发生不利变化的风险。

证券分析师：胡剑（S0980521080001）、胡慧（S0980521080002）、叶子（S0980522100003）、张大为（S0980524100002）、詹浏洋（S0980524060001）

◆ 中孚实业(600595.SH) 深度报告:乘时代之风,迎蜕变之年

破产重整完毕，推出员工持股计划。公司成立于 1993 年，控股股东为豫联集团，主营业务包括电解铝、铝加工、煤炭三大板块，分别具备 75/69/225 万吨产能。由于公司早期主要设备均采用先进但价格高昂的进口设备，加之位于河南的电解铝产能受到采暖季停产影响，公司在 2019 年陷入 ST 危机，在 2020 年债权人向法院提出破产重整申请。2021 年底公司重整计划执行完毕，并在 2022 年成功摘帽。今年 2 月，公司发布 2025 年员工持股计划（草案），通过协议转让方式受让处置专户的 2.6 亿股股票，占总股本的 6.47%；参与员工人数不超过 6500 人，占员工总数的 74%。

公司电解铝权益产能提升至 75 万吨。公司电解铝并表产能为 75 万吨，2023 年起通过两次股权收购，使得权益产能提升 50%：1) 2023 年以自有资金 10.26 亿元收购子公司中孚铝业 25% 股权，权益产能由 50.19 万吨提升至 62.85 万吨；2) 2024 年以自有资金 12.54 亿元收购中孚铝业剩余 24% 股权，权益产能由 62.85 万吨提升至 75 万吨，此次收购已经在 2025 年 3 月完成工商登记，至此公司电解铝的权益比例达到 100%。

2025 年开始四川水电铝电费有望同比下降。公司的 75 万吨电解铝产能中，有 50 万吨位于四川广元，为水电铝；25 万吨位于河南巩义，为火电铝。在 2023 年及以前，公司四川水电铝的电费为按全年均价结算，2024 年开始由于四川省电力交易方案变更，电力用户需打捆购入非水电成分，丰、平、枯水期非水电量比例为 30%、40%、60%，即在水电基础上添加一部分火电比例，而火电电价更高，导致用电成本提升。而四川省 2025 年的电力交易规则再次变更，用户不再打捆配置非水电量，因此添加火电的比例可能有所下降，公司四川水电电费有望同比降低。

氧化铝价格下行，电解铝利润增厚。公司不具备氧化铝产能，生产电解铝所用的氧化铝全部来自外购，因此在 2024 年氧化铝价格显著抬升的情况下，公司电解铝的利润受到严重挤压。2025 年以来，氧化铝价格大幅下跌，1-2 月均价为 4,150 元/吨，相较 2024Q4 均价 5,318 元/吨已经环比下跌了 22.0%，截至 2025 年 3 月 5 日氧化铝现货价已跌至 3387 元/吨，且跌势仍在持续。我们测算，在氧化铝价格为 3,300 元/吨、电解铝价格为 21,000 元/吨的假设下，公司氧化铝的单吨净利润能达到 2,700 元/吨左右，较 2024 年明显提升。

盈利预测与估值：我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 7.67/21.02/26.62 亿元，同比增速分别为 -33.86%/+174.24%/+26.62%；EPS 分别为 0.19/0.52/0.66。通过相对估值，我们认为公司股票合理估值区间在 4.93-5.98 元之间，相较目前股价有 18.77%-44.05% 的溢价空间，维持“优于大市”评级。

风险提示：估值的风险；用电成本降幅不及预期的风险；产销量不及预期的风险；铝价大幅波动的风险；煤矿生产安全事故再次发生的风险。

证券分析师： 刘孟峦（S0980520040001）、马可远（S0980524070004）

◆ 京东健康(06618.HK) 海外公司财报点评:收入利润表现亮眼，2025 年公司将加大长期战略投入力度

收入端：2024H2，公司实现营业收入 298 亿元，同比+13%。分拆看，1) 下半年商品收入 249 亿元，同比+11%，主要系活跃用户数增加以及产品品类丰富驱动；2) 服务收入由上年同期的 39 亿元增加 25%至 49 亿元，主要由广告主数量增长驱动，与平台交易持续增长保持一致。

利润端：公司 non IFRS 净利率从去年同期 6.4%升至 7.2%，公司经营利润率从-1%提升至 2%，主要受益于毛利率和行政管理费率提升。1) 履约开支从去年同期的 27 亿上升至 31 亿，配送服务的使用随着产品销量的增加而增加，履约费率从 10.3%上升至 10.4%，基本持平；2) 销售费用从去年同期的 15 亿上升至 16 亿，费率维持在 5.5%；3) 研发费率维持在 2.3%，研发费率基本保持稳定，管理费率从 4.2%下降至 2.5%，主要由于股份支付开支减少。展望 2025 年，公司管理层表示将加大长期战略投入，抓住院内转院外、线下转线上的结构性变化带来的机遇，未来 3 年将看到明显的收入利润改善。

运营数据：公司 GMV 增长主要由活跃买家数及购频提升驱动，截至 2024H2，京东健康年活跃用户数 1.84 亿人，同比增长 7%，我们估算主站用户渗透率 27%，未来仍有较大增长空间；受宏观消费下行以及公司简化凑单满减策略影响，客单价同比有所下降，被用户购物频次持续上升抵消。

投资建议：维持“优于大市”评级。我们预测公司 2025-2026 年收入为 657/735 亿元，较上次分别上调 2.9%/3.7%，主要由于消费者线上购药心智随医保放开逐步加强，购物频次提升，新增 2027 年收入预测 821 亿元；我们预测公司 2025-2026 年经调净利为 44/49 亿元，较上次分别下调 7.9%/3.2%，主要由于公司加大前置仓和 AI 相关投入，同时美国降息可能影响公司海外存款利息收益。目前公司对应 25 年 24xPE，25-27 年经调净利 CAGR 为 11%，维持“优于大市”评级。

风险提示：政策风险，宏观经济系统性风险等。

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

◆ 京东集团-SW(09618.HK) 海外公司财报点评:以旧换新带动零售收入快速增长，公司持续优化供应链效率提升利润率

本季度收入增长亮眼：本季度公司实现营业收入 3470 亿元，同比+13%，分拆看，1) 本季度京东零售收入 3071 亿元，同比+14.7%，电商强劲增长主要受益于家电以旧换新，我们测算自营业务收入同比 14%，POP 模式下收入增速比自营略低，本季度平台活跃用户数以及购物频次均实现两位数增长；展望 2025 年，我们认为上半年零售业务仍将在以旧换新带动下快速增长，下半年受高基数影响增速可能逐步放缓；2) 京东物流收入 521 亿元，同比+15%；3) 新业务收入同比-31%，主要由于京喜自营转半托收入下降导致。管理层表示，近期京东外卖的尝试是即时零售场景的自然延伸，集团零售的战略重点不变，将保持有纪律的投入。

公司利润表现亮眼：公司 non-GAAP 净利润 113 亿元，non-GAAP 净利率 3.3%，与去年同期相比提升 0.6pct。其中经调 EBITDA 利润率从 3.2%提升至 3.6%。分业务看，零售经营利润率从去年同期 2.6%提升至 3.3%，毛利率提升部分被营销投入增加以及采销人员工资提升抵消，管理层表示随着消费逐步复苏，公司会在考虑 ROI 基础上加大用户投入、提升物流效率。物流经营利润率去年同期 2.8%提升至 3.5%，新业务经营利润率从去年同期-11.7%转变为-18.9%，主要由于京喜业务亏损加大。

股东回报：2024 年股利和回购整体股东回报率约为 7.6%：1) 股利：公司宣布 2024 年年度股利每股 0.5 美元（每 ADS 1 美元），股利总额约 15 亿美元，股利回报率 2.2%；2) 回购：2024 年公司回购 2.6 亿股普通股，占截至 2023 年 12 月 31 号流通股 8.1%，此外公司于 2024 年 8 月批准新回购计划，于 2024 年 9 月起生效，可于截至 2027 年 8 月回购不超过 50 亿美元股份。

投资建议：维持“优于大市”评级。我们调整 2025-2026 年公司收入至 12772/13812 亿元，调整幅度为

+5.3%/+6.8%，新增 2027 年收入预测 14798 亿元；调整 2025-2026 年公司经调净利分别为 518/571 亿元，调整幅度为 1%/0.5%，新增 2027 年经调净利 625 亿元，主要反映公司将在用户和履约方面加大投入。目前公司对应 25 年 PE 约为 10x，预计 2025-2027 经调整净利 CAGR 为 10%，给予京东零售对应 2025 年 12-13xPE，京东物流、京东健康、达达以集团持有市值比例纳入估值，给予集团目标价 193-205 港币，调整幅度 19%/6%，距当前上涨幅度 8%-15%，维持“优于大市”评级。

风险提示：公司组织架构调整带来的经营不确定性，宏观经济系统性风险等。

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

◆ 三一重能(688349.SH) 财报点评:2024 年营收同比增长超两成，海外业务拓展持续推进

2024 年营收 180.9 亿元，同比增长 21%。近日公司发布 2024 年度业绩快报，初步核算 2024 年全年实现营业收入 180.9 亿元，同比+21%；实现归母净利润 18.6 亿元，同比-7%，主要受风机价格下跌以及减值计提影响；实现扣非归母净利润 16.3 亿元，同比+1%；净利率 10.3%，同比-3.2pct。经折算，2024 年第四季度实现营业收入 90.2 亿元，同比+21%，环比+138%；实现归母净利润 11.7 亿元，同比+20%，环比+366%；实现扣非归母净利润 10.2 亿元，同比+17%，环比+357%；净利率 13.0%，同比-0.1pct，环比+6.4pct。

风机销售稳健增长。根据 CWEA《2024 年中国风电吊装容量统计简报》，2024 年公司新增风机吊装容量 9.15GW，同比+23%，国内市占率约 10.5%；截至 2024 年末，公司累计风机吊装容量超过 31.5GW，国内市占率约 5.6%。经折算，2024 年第四季度公司新增风机吊装容量约 3.45GW，同比-9%。

海外市场拓展持续推进。2024 年 10 月 27 日公司公告称，控股子公司三一风能印度公司与印度 JSW 集团下属三家子公司签订共计 1324MW 风电机组销售合同，与新加坡胜科集团印度子公司签订 300MW 风电机组销售合同，公司全年海外新增订单有望实现高速增长。随着高毛利率的海外项目逐步交付，公司风机业务盈利能力料将获得改善。

海外产能布局不断完善。2024 年 7 月，三一重能与哈萨克斯坦“萨姆鲁克-卡泽纳”国家基金签署联合开发协议，共同推进在江布尔州的风电装备制造基地建设。2024 年 11 月底，该风电装备制造基地在江布尔州楚城举办开工仪式。此外，公司还积极推动印度工厂扩产，提高海外保供能力。

风险提示：电站开发节奏不及预期；海外市场开拓不及预期；整机行业竞争持续恶化。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑到可再生能源消纳瓶颈以及新能源上网电价改革影响发电项目收益率，我们下调 2025-2026 年盈利预测至 23.3/28.2 亿元（原预测为 25.6/29.7 亿元），同比+25%/+21%，当前股价对应 PE 为 14.7/12.2x。维持“优于大市”评级。

证券分析师： 王蔚祺（S0980520080003）、王晓声（S0980523050002）

◆ 地平线机器人-W(09660.HK) 海外公司快评:地平线征程 6 量产上车，共启全民智驾时代新篇

公司公告：根据地平线官微，地平线征程 6 系列全方位覆盖智能驾驶全阶应用，征程 6 系列共推出六个版本，包括征程 6B、征程 6L、征程 6E、征程 6M、征程 6H、征程 6P，面向不同智能驾驶场景进行了计算方案的灵活配置，均能提供兼顾性能与成本的最优解，1) 面向低阶智驾市场，征程 6B 以极致性价比重塑主动安全新体验，致力于打造业界最强性价比主动安全一体机方案；2) 面向中阶智驾市场，地平线推出普惠城区性价比方案最优解——征程 6M，以及极致体验高速 NOA 最优解——征程 6E；3) 面向高阶智驾市场，地平线推出了专为新一代全场景智能驾驶而生的征程 6P，单颗征程 6 旗舰可支持感知、规划决策、控制等全栈计算任务，将重新定义全场景 NOA 计算效率。截止 2025 年 1 月，地平线征程家族车载智能计算方案累计已出货超 700 万套。征程 6 系列已获超 20 家车企及品牌的平台化定点，自 2025 年起将助力超 100 款车型搭载中高阶智驾功能上市，征程 6 旗舰版已顺利投产，计划将在第一季度内回片点亮，重新定义全场景 NOA 计算效率，征程家族出货量也即将正式跨越 1000 万大关，持续引领中国智能驾驶量产规模与速度。

国信汽车观点：地平线为自主智能驾驶解决方案龙头，征程系列芯片布局包括征程 2、征程 3、征程 5、征程 6，已完全覆盖 L1-L4 智能驾驶，依托完整成熟的软硬件产品矩阵与智驾全栈技术，从 IP 开放授权到智驾解决方案交付，地平线提供全链路的量产开发支持与平台化服务，公司成为众多车企品牌、Tier1 决胜智能化时代的首选合作伙伴。2025 年，地平线征程 6 量产上车，共启全民智驾时代新篇。考虑到地平线机器人-W：1）业绩的高增长性：征程系列芯片下游需求旺盛，在手订单充沛，未来业绩有望保持高增长。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龙头企业，行业自动驾驶稀缺标的，行业空间大，增速快，我们维持盈利预测，预计公司 2024-2026 年营收为 22.55/33.89/53.42 亿元，归母净利润为-64.00/-18.65/-3.41 亿元，维持“优于大市”评级。

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

金融工程

◆ 金融工程周报：由创新高个股看市场投资热点（第 184 期）

乘势而起：市场新高趋势追踪：截至 2025 年 3 月 7 日，上证指数、深证成指、沪深 300、中证 500、中证 1000、中证 2000、创业板指、科创 50 指数 250 日新高距离分别为 3.36%、5.67%、7.33%、5.00%、1.08%、0.73%、13.53%、1.70%。中信一级行业指数中机械、汽车、计算机、钢铁、电子行业指数距离 250 日新高较近，煤炭、石油石化、电力及公用事业、农林牧渔、食品饮料行业指数距离 250 日新高较远。概念指数中，可转债正股、工业母机、工程机械、电子设备和仪器、工业机械、汽车配件精选、汽车零部件等概念指数距离 250 日新高较近。

见微知著：利用创新高个股进行市场监测：截至 2025 年 3 月 7 日，共 940 只股票在过去 20 个交易日间创出 250 日新高。其中创新高个股数量最多的是机械、计算机、电子行业，创新高个股数量占比最高的是计算机、汽车、通信行业。按照板块分布来看，本周科技、制造板块创新高股票数量最多；按照指数分布来看，中证 2000、中证 1000、中证 500、沪深 300、创业板指、科创 50 指数中创新高个股数量占指数成份股个数比例分别为：21.10%、19.20%、14.60%、14.00%、21.00%、24.00%。

平稳创新高股票跟踪：我们根据分析师关注度、股价相对强弱、趋势延续性、股价路径平稳性、创新高持续性等角度，本周从全市场创新高股票中筛选出了包含兆威机电、双林股份、孩子王等 36 只平稳创新高的股票。按照板块来看，创新高股票数量最多的是制造、科技板块，分别有 16、14 只入选。其中，制造板块中创新高最多的是汽车行业；科技板块中创新高最多的是电子行业。

风险提示：市场环境变动风险，模型失效风险，本报告基于历史客观数据统计，不构成任何投资建议，历史股价表现不代表未来股价表现。

证券分析师：张欣慰（S0980520060001）、胡志超（S0980524070001）

◆ 金融工程周报：多因子选股周报-成长因子表现出色，中证 500 指增组合年内超额 1.77%

国信金工指数增强组合表现跟踪

- 沪深 300 指数增强组合本周超额收益 0.15%，本年超额收益 0.96%。
- 中证 500 指数增强组合本周超额收益-0.12%，本年超额收益 1.77%。
- 中证 1000 指数增强组合本周超额收益-0.62%，本年超额收益-0.14%。

因子表现监控

以沪深 300 指数为选股空间。最近一周，股息率、DELTA ROA、三个月机构覆盖等因子表现较好，而非流动性冲击、一年动量、单季 SP 等因子表现较差。最近一月，单季 ROA、一个月反转、股息率等因子表现较好，而一年动量、预期 PEG、BP 等因子表现较差。

以中证 500 指数为选股空间。最近一周，一年动量、DELTA ROA、标准化预期外收入等因子表现较好，而一个月换手、三个月换手、一个月波动等因子表现较差。最近一月，高管薪酬、一年动量、单季营收同比增速等因子表现较好，而单季 ROA、三个月波动、三个月换手等因子表现较差。

以中证 1000 指数为选股空间。最近一周，单季净利同比增速、DELTA ROA、单季营收同比增速等因子表现较好，而一个月波动、预期 EPTTM、三个月波动等因子表现较差。最近一月，特异度、预期 PEG、SPTTM 等因子表现较好，而一个月波动、三个月波动、单季 ROE 等因子表现较差。

以公募重仓指数为选股空间。最近一周，单季盈利同比增速、特异度、单季净利同比增速等因子表现较好，而一个月换手、3 个月盈利上下调、一个月反转等因子表现较差。最近一月，一个月反转、高管薪酬、三个月机构覆盖等因子表现较好，而 3 个月盈利上下调、三个月换手、一个月换手等因子表现较差。

公募基金指数增强产品表现跟踪

目前，公募基金沪深 300 指数增强产品共有 67 只（A、C 类算作一只，下同），总规模合计 815 亿元。中证 500 指数增强产品共有 68 只，总规模合计 493 亿元。中证 1000 指数增强产品共有 46 只，总规模合计 169 亿元。

沪深 300 指数增强产品最近一周：超额收益最高 1.34%，最低-0.63%，中位数 0.12%。最近一月：超额收益最高 2.95%，最低-1.40%，中位数 0.08%。

中证 500 指数增强产品最近一周：超额收益最高 0.97%，最低-0.82%，中位数 0.02%。最近一月：超额收益最高 2.41%，最低-2.54%，中位数-0.70%。

中证 1000 指数增强产品最近一周：超额收益最高 1.24%，最低-1.00%，中位数-0.01%。最近一月：超额收益最高 1.09%，最低-3.37%，中位数-0.69%。

风险提示：市场环境变动风险，因子失效风险。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、张宇（S0980520080004）

◆ 金融工程周报:主动量化策略周报-主动股基持续走强，成长稳健组合年内排名主动股基前 1/4

国信金工主动量化策略表现跟踪：

本周，优秀基金业绩增强组合绝对收益 2.17%，相对偏股混合型基金指数超额收益-1.12%。本年，优秀基金业绩增强组合绝对收益 4.27%，相对偏股混合型基金指数超额收益-3.61%。今年以来，优秀基金业绩增强组合在主动股基中排名 64.54%分位点（2239/3469）。

本周，超预期精选组合绝对收益 3.70%，相对偏股混合型基金指数超额收益 0.42%。本年，超预期精选组合绝对收益 10.71%，相对偏股混合型基金指数超额收益 2.83%。今年以来，超预期精选组合在主动股基中排名 27.99%分位点（971/3469）。

本周，券商金股业绩增强组合绝对收益 3.11%，相对偏股混合型基金指数超额收益-0.17%。本年，券商金股业绩增强组合绝对收益 7.36%，相对偏股混合型基金指数超额收益-0.52%。今年以来，券商金股业绩增强组合在主动股基中排名 45.26%分位点（1570/3469）。

本周，成长稳健组合绝对收益 4.44%，相对偏股混合型基金指数超额收益 1.16%。本年，成长稳健组合绝对收益 11.86%，相对偏股混合型基金指数超额收益 3.99%。今年以来，成长稳健组合在主动股基中排名 22.63%分位点（785/3469）。

本周，股票收益中位数 2.38%，74%的股票上涨，26%的股票下跌；主动股基中位数 2.93%，98%的基金上涨，2%的基金下跌。

本年，股票收益中位数 6.04%，69%的股票上涨，31%的股票下跌；主动股基中位数 6.63%，88%的基金上涨，12%的基金下跌。

优秀基金业绩增强组合：

在构建量化组合时，从传统地对标宽基指数，转变为对标主动股基。在借鉴优秀基金持仓的基础上，采用量化方法进行增强，达到优中选优的目的。

超预期精选组合：

以研报标题超预期与分析师全线上调净利润为条件筛选超预期事件股票池，接着对超预期股票池进行基本面和技术面两个维度的精选，挑选出同时具备基本面支撑和技术面共振的超预期股票，构建超预期精

选股票组合。

券商金股业绩增强组合：

以券商金股股票池为选股空间和约束基准，采用组合优化的方式控制组合与券商金股股票池在个股、风格上的偏离，构建券商金股业绩增强组合。

成长稳健组合：

采用“先时序、后截面”的方式，构建成长股二维评价体系。以研报标题超预期及业绩大增为条件筛选成长股股票池，根据距离正式财报预约披露日的间隔天数进行分档，优先选择距离财报预约披露日较近的股票，当样本数量较多时，采用多因子打分精选优质个股，构建 100 只股票等权组合。

风险提示：市场环境变动风险，模型失效风险。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、张宇（S0980520080004）

◆ 金融工程周报:港股投资周报-恒生科技领涨，港股精选组合本周上涨 7.20%

港股精选组合绩效回顾

本周，港股精选组合绝对收益 7.20%，相对恒生指数超额收益 1.58%。

本年，港股精选组合绝对收益 13.76%，相对恒生指数超额收益-7.04%。

港股市场创新高热点板块跟踪

我们根据分析师关注度、股价相对强弱、股价路径平稳性、创新高连续性等角度在过去 20 个交易日创出过 250 日新高的股票池中筛选出平稳创新高股票。

近期，和誉-B 等股票平稳创出新高。

按照板块来看，创新高股票数量最多的是科技板块，其次为消费、大金融、医药、制造和周期板块，具体个股信息可参照正文。

港股市场一周回顾

宽基指数方面，本周恒生科技指数收益最高，累计收益 8.43%；恒生小型股指数收益最低，累计收益 4.68%。行业指数方面，本周综合企业行业收益最高，累计收益 15.57%；能源业行业收益最低，累计收益-0.04%。概念板块方面，本周短视频概念板块收益最高，累计收益 21.24%；充电桩概念板块收益最低，累计收益-4.40%。

南向资金监控

南向资金整体方面，本周港股通累计净流入 356 亿港元，近一个月以来港股通累计净流入 1835 亿港元，今年以来港股通累计净流入 3139 亿港元，总体来看近期南向资金呈现出整体流入的走势。

本周港股通资金中，阿里巴巴-W、腾讯控股和中国移动流入金额最多，香港交易所、华润啤酒和比亚迪电子流出金额最多。

投资港股公募基金表现监控

本周，港股通股票收益中位数 3.24%，投资港股的主动基金收益中位数 5.42%。

本年，港股通股票收益中位数 5.08%，投资港股的主动基金收益中位数 15.79%。

风险提示：市场环境变动风险，模型失效风险。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、张宇（S0980520080004）

◆ 金融工程周报:基金周报-《2024 基金配置洞察报告》发布，基金行业“她”力量崛起

上周市场回顾。上周 A 股市场主要宽基指数全线上涨，中证 1000、科创 50、中证 500 指数收益靠前，收益分别为 3.79%、2.67%、2.63%，沪深 300、上证综指、创业板指指数收益靠后，收益分别为 1.39%、1.56%、1.61%。

从成交额来看，上周主要宽基指数成交额均有所下降。行业方面，上周国防军工、有色金属、计算机收益靠前，收益分别为 7.44%、7.07%、6.46%，石油石化、房地产、电力及公用事业收益靠后，收益分别为 -1.28%、-0.74%、-0.02%。

截至上周五，央行逆回购净回笼资金 8813 亿元，逆回购到期 16592 亿元，净公开市场投放 7779 亿元。不同期限的国债利率均有所上行，利差缩窄 1.00BP。上周中证转债指数上涨 1.39%，累计成交 3933 亿元，较前一周减少 282 亿元。

上周共上报 36 只基金，较上上周申报数量有所减少。申报的产品包括 2 只 FOF，1 只 QDII，华夏国证航天航空行业 ETF、工银瑞信中证港股通汽车产业主题 ETF、天弘国证航天航空行业 ETF、工银瑞信上证科创板 200ETF、长城中证红利低波动 100ETF、万家中证人工智能主题 ETF 等。

开放式公募基金表现。上周主动权益、灵活配置型、平衡混合型基金收益分别为 2.92%、2.03%、1.61%。今年以来另类基金业绩表现最优，中位数收益为 7.41%，主动权益型、灵活配置型和平衡混合型基金的中位数收益分别为 6.70%、3.35%、1.02%。

上周指数增强基金超额收益中位数为 0.05%，量化对冲型基金收益中位数为 0.31%。今年以来，指数增强基金超额中位数为 0.17%，量化对冲型基金收益中位数为 0.02%。

截至上周末，开放式公募基金中共有普通 FOF 基金 238 只、目标日期基金 115 只、目标风险基金 156 只。今年以来，目标日期基金中位数业绩表现最优，累计收益率为 2.42%。

基金产品发行情况。上周新成立基金 25 只，合计发行规模为 208.56 亿元，较前一周有所减少。此外，上周有 47 只基金首次进入发行阶段，本周将有 18 只基金开始发行。

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）、陈梦琪（S0980524070009）

◆ 金融工程日报：沪指震荡回调，封板率创近一个月新低

市场表现：今日（20250307）市场全线下跌，规模指数中上证 50 指数表现较好，板块指数中上证综指表现较好，风格指数中中证 500 价值指数表现较好。国防军工、有色金属、钢铁、食品饮料、煤炭行业表现较好，综合金融、房地产、计算机、通信、非银行业表现较差。铅锌矿、钨矿、自行车、吉利集团、小金属等概念表现较好，房屋租赁、消费电子代工、4G、锂电负极、RCS 等概念表现较差。

市场情绪：今日收盘时有 59 只股票涨停，有 13 只股票跌停。昨日涨停股票今日收盘收益为 0.68%，昨日跌停股票今日收盘收益为 -1.53%。今日封板率 53%，较前日下降 22%，连板率 17%，较前日下降 8%，封板率创近一个月新低。

市场资金流向：截至 20250306 两融余额为 19207 亿元，其中融资余额 19088 亿元，融券余额 119 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 10.4%。

折溢价：20250306 当日 ETF 溢价较多的是互联网 ETF，ETF 折价较多的是沪港深科技 ETF。近半年以来大宗交易日均成交金额达到 16 亿元，20250306 当日大宗交易成交金额为 14 亿元，近半年以来平均折价率 5.12%，当日折价率为 8.03%。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 0.39%，处于近一年来 44%分位点，当日沪深 300 股指期货主力合约年化贴水率为 0.14%，处于近一年来 61%分位点；当日中证 500 股指期货主力合约年化贴水率为 8.89%，处于近一年来 31%分位点；当日中证 1000 股指期货主力合约年化贴水率为 21.11%，处于近一年来 8%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、华锐精密、阿拉丁、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。20250307 披露龙虎榜数据中，机构专用席位净流入较多的股票是酷特智能、三维通信、铭科精技、大位科技、金帝股份、智微智能、信测标准、卓翼科技、通达创智、任子行等，机构专用席位净流出较多的股票是汉得信息、震裕科技、同力日升、新开普、永太科技、襄阳轴承、奥特迅、神剑股份、康力源、创新新材等。陆股通净流入较多的

股票是海南华铁、云鼎科技、震裕科技、云内动力、同力日升、恒为科技等，陆股通净流出较多的股票是智微智能、拓维信息、永太科技、创新新材、汉得信息、大位科技等。

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	677.78	-0.34	ICE 布伦特原油	70.36	1.29
白银	8034.00	0.28	铜	78620.00	0.57
铝	20860.00	0.26	铅	17435.00	0.54
豆一	4100.00	0.00	锌	24065.00	0.60
豆粕	3481.00	-0.68	镍	129620.00	1.70
玉米	2163.00	0.00	锡	261240.00	1.49
螺纹钢	3220.00	-0.27	SR503	5950.00	0.00

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	42801.71	0.522886	51.19	51.19	51.19	51.19	43.25
德国 DAX 指数	23008.94	-1.752985	80.64	5.60	12.87	28.95	44.22
法 CAC40 指数	8120.80	-0.937705	0.11	1.85	9.34	1.30	45.19
恒生指数	24231.30	-0.567959	5.62	14.65	21.97	49.30	67.67
沪深 300 指数	3944.01	-0.308900	1.38	1.31	-0.73	11.73	67.15
美国 SP500 指数	5770.20	0.552059	-3.09	-4.24	-5.25	11.88	49.37
纳斯达克综合指数	18196.22	0.702630	-3.45	-6.79	-8.37	11.81	54.73
日经 225 指数	36887.17	-2.168841	-0.72	-4.89	-5.63	-6.84	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	300059.SZ	东方财富	23.4100	-2.1730	无数据	300059.SZ	东方财富	23.4100	-2.1730	无数据
2	002371.SZ	北方华创	465.0000	0.5666	无数据	002371.SZ	北方华创	465.0000	0.5666	无数据
3	300033.SZ	同花顺	312.5000	-1.3573	无数据	300033.SZ	同花顺	312.5000	-1.3573	无数据
4	000858.SZ	五粮液	134.8000	2.3694	无数据	000858.SZ	五粮液	134.8000	2.3694	无数据
5	601127.SH	赛力斯	134.5400	-0.2447	无数据	601127.SH	赛力斯	134.5400	-0.2447	无数据
6	600036.SH	招商银行	43.5700	1.4199	无数据	600036.SH	招商银行	43.5700	1.4199	无数据
7	688041.SH	海光信息	159.8000	-1.9812	无数据	688041.SH	海光信息	159.8000	-1.9812	无数据

8	300170. SZ	汉得信息	23.1500	1.8926	无数据	600519. SH	贵州茅台	1521.0000	0.9974	无数据
9	002475. SZ	立讯精密	41.5300	-1.9825	无数据	002475. SZ	立讯精密	41.5300	-1.9825	无数据
10	002594. SZ	比亚迪	356.4000	-0.7049	无数据	002594. SZ	比亚迪	356.4000	-0.7049	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	9880. HK	平安法兴八一零 A	106.8000	0.00187617	94330.57	1810. HK	小米集团-W	54.3500	-0.01001821	644308.21
2	9880. HK	优必选	106.8000	0.00187617	94330.57	0700. HK	腾讯控股	533.5000	-0.01930147	562552.53
3	2015. HK	理想汽车-W	110.9000	0.00543971	113255.93	9988. HK	阿里巴巴-W	140.0000	-0.00568182	492790.64
4	0941. HK	中国移动	83.5500	0.01642336	129588.77	0981. HK	中芯国际	54.6000	-0.03019538	419238.46
5	2800. HK	盈富基金	无数据	无数据	172086.70	1024. HK	快手-W	63.7000	0.04769737	248265.14
6	3690. HK	美团-W	183.5000	0.01774820	313420.04	3690. HK	美团-W	183.5000	0.01774820	207241.53
7	1024. HK	快手-W	63.7000	0.04769737	338514.75	2015. HK	理想汽车-W	110.9000	0.00543971	116933.62
8	0981. HK	中芯国际	54.6000	-0.03019538	371413.43	9880. HK	平安法兴八一零 A	106.8000	0.00187617	85566.38
9	0700. HK	腾讯控股	533.5000	-0.01930147	599134.02	9880. HK	优必选	106.8000	0.00187617	85566.38
10	1810. HK	小米集团-W	54.3500	-0.01001821	663957.10	0941. HK	中国移动	83.5500	0.01642336	61108.30
11	9988. HK	阿里巴巴-W	140.0000	-0.00568182	850875.05	0883. HK	中国海洋石油	17.5400	0.00688863	49047.16

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