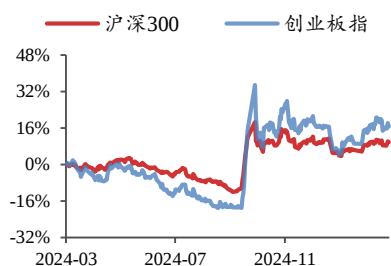


2025 年 03 月 10 日

开源晨会 0310

——晨会纪要

沪深 300 及创业板指数近 1 年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
有色金属	1.497
国防军工	1.475
钢铁	1.391
食品饮料	0.966
煤炭	0.828

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
通信	-1.929
房地产	-1.918
计算机	-1.424
非银金融	-1.373
传媒	-1.242

数据来源：聚源

吴梦迪（分析师）

wumengdi@kysec.cn

证书编号: S0790521070001

观点精粹

总量视角

【宏观经济】两会期间的政策线索——预算报告、计划报告、经济主题记者会学习-20250309

【宏观经济】3月或为全年基建开工关键指引期——宏观周报-20250309

【宏观经济】美国就业市场或将进入“颠簸期”——美国 2 月非农就业数据点评
-20250309

【宏观经济】外需周期性下行主导出口走向——宏观经济点评-20250308

【固定收益】再议 10 年国债上行空间——固收专题-20250309

【固定收益】“适时降息”或是储备政策——央行答记者问学习-20250307

【金融工程】蜘蛛网策略复盘与期货会员行为分析——开源量化评论 (104)
-20250307

行业公司

【中小盘】吉利千里浩瀚智驾系统发布，智驾平权趋势起——中小盘周报-20250309

【建材】两会支持经济提振，重视建材布局机会——行业周报-20250309

【农林牧渔】关税反制助推国内农产品价格上行，猪价震荡磨底或渐至尾声——行业周报-20250309

【医药】从海内外公司 2024 年业绩看科研服务的投资机会——行业周报
-20250309

【化工】萤石、制冷剂向上趋势不变，积极把握布局机会——氟化工行业周报
-20250309

【非银金融】资本市场支持科技创新组合拳，利好券商全方位业务——行业周报
-20250309

【地产建筑】新房二手房成交面积同比增长，持续推动房地产市场止跌回稳——
行业周报-20250309

【煤炭开采】煤价反弹与财政发力，否极泰来重视煤炭配置价值——行业周报
-20250309

【地产建筑】推动基础设施领域 REITs 扩围扩容，产业园区 REIT 单周表现优异——行业周报-20250309

【商贸零售】上美股份业绩预告高增，期待渠道和品牌多面开花——行业周报
-20250309

【计算机】聚焦AI最核心产业方向——行业周报-20250309

【通信】Manus 或加速国产 AIPC 产业链需求释放——行业周报-20250309

【化工】加强化工顺周期配置，本周磷铵价格延续上涨——行业周报-20250309

【传媒】Manus 开启“AI Agent”新时代——行业点评报告-20250306

研报摘要

总量研究

【宏观经济】两会期间的政策线索——预算报告、计划报告、经济主题记者会学习-20250309

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

从《预算报告》看宽财政的方式和方向

1、2024 年财政特征：税收承压，第二本账“支援”地方

(1) 第一本账完成度好于第二本账。政府性基金支出缺口大于收入缺口，或是由于地方政府卖地收入下滑导致财力承压，超额调减支出。(2) 第一本账缺口主因税收歉收，地方补缺口更明显。2024 年税收收入下降 3.4%，中央税收下滑较地方更为明显，增值税减收的拖累效应最强。2024 年财政补缺口的特征有：一是保持中央支出强度；二是拉高非税收入；三是结构上加大对地方的财力倾斜。一方面地方财政使用更多调入资金和结转结余弥补缺口（比预算多 4321 亿），另一方面通过超长债支持地方财力，中央政府性基金对地方的实际转移支付比预算多 3730 亿元，而其中 8753 亿都是超长期特别国债支出。

2、2025 年中央财政发力的预期：两本账支出扩张，加大地方财力支持

(1) 中央财政预算收入负增，地方财政预算收入正增。第一本账中央预算收入总量下降 9.2%、地方增长 3.5%（*如未额外标明，下文预算增速都指代相对于 2024 年执行数的变化）。2025 年中央的非税收入预计减少 75%（直接表现是中央本级收入预算下修 3476 亿），而地方非税收入将保持一定规模（+2%）。这一细节体现对地方政府财力的呵护。(2) 税收收入有望改善，非税收入预期下修。非税收入预计下降 14%，指向财政部或认为拉高非税收入以平衡收入模式不可持续。(3) 第二本账地方政府增量可用财力或超 8000 亿元。第二本账地方约增加 7800 亿可用财力（中央向地方的转移支付多 2800 亿+专项债多 5000 亿）。特别国债向地方的支出倾斜还有提高空间，总体上增量可能超 8000 亿。(4) 支出结构上向科技和民生倾斜。2025 年科技（8%）、文旅（7%）、教育（6%）、交运支出增速都有所提高，农林水利、城乡社区事务支出增速下修较多。总体看，2025 年预算安排体现了财政扩张趋势，结构向民生和科技倾斜、中央向地方倾斜。为应对内外部不确定因素，中央财政还预留了充足的储备工具和政策空间。

3、化债：化债压力减轻，高风险省份约束将被打开。蓝部长指出，去年四季度置换政策实施后平台减少 4680 家，占全年减少总数的三分之二以上。地方退平台有序推进，或有助于地方项目建设打开融资渠道。

《计划报告》揭示 2025 年扩大内需的抓手

1、内需：新增两项消费类贷款贴息政策；国家创业投资引导基金带动万亿资本。

(1) 消费端，《提振消费专项行动方案》将公布实施；此外，将新增两项贷款贴息政策。(2) 投资端，“两重”建设、以旧换新、设备更新资金分别为 8000 亿、3000 亿、2000 亿元。近期将设立“国家创业投资引导基金”，受益领域或聚焦两会提及的新兴和未来产业。

2、传统产业结构性矛盾化解方案将出台。一是强调传统产业改造“破内卷”，具体指向石化、钢铁、新能源、锂电池、光伏等产业。二是明确更多新兴产业布局。提及虚拟现实、视听电子、智慧家庭、先进计算、光电融合、新型储能、开源指令集架构等新兴领域，以及推进低空智能网联、北斗应用、商业航天等产业布局。

3、重点领域关键环节改革要突破难点。关注深化要素和资源市场化配置改革；国企改革和民营企业支持；推进财税改革（零基预算改革试点、消费税改革）、资本市场投融资综合改革、公用事业和公共服务价格改革等。

4、关注社保民生、新型城镇化方面表述的新变化。一是提高民生领域各项补助标准。包括养老金、医保、退休养老金等标准提升，发放育儿补贴、对学生提高资助标准；二是加大对灵活就业人员、农民工、新就业形态人

员的关注等。

货币政策：货币政策取向是一种对状态的表述

潘行长指出“在总量上，货币政策取向是一种对状态的表述”，指向短期降准和结构性降息概率较大，全面降息则需要综合内外部形势“择机而定”；此外，科技创新和技术改造再贷款规模从 5000 亿扩大到 8000-10000 亿；推出债券市场“科技板”；保持汇率弹性，坚决防范汇率超调风险等。

风险提示：经济超预期下行；政策执行力度不及预期。

【宏观经济】3 月或为全年基建开工关键指引期——宏观周报-20250309

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 郭晓彬（联系人）证书编号：S0790123070017

供需：工业好于基建

1.基建开工：开工率处于历史同期低位。最近两周（2月22日至3月7日），石油沥青装置开工率、磨机运转率、水泥发运率等仍处历史低位，建筑工地资金到位率同比略有改善。

2.工业生产端，开工好于基建。最近两周，化工链多数品种开工率处于历史同期中上游，汽车半钢胎开工率保持历史高位，高炉开工率表现略弱。年初至今，工业生产复工进度显著好于基建，我们认为，此时仅为春节后第五周，基建开工仍处于季节性回升期，当前季节性位置对全年基建开工位置指引性较弱，从图表来看，春节后第六周到第九周基建开工率数据对全年指引作用较强，从月份位置来看，即3月中下旬。

3.需求端，建筑需求偏弱，工业于消费需求偏强。最近两周，建筑需求偏弱，螺纹钢、线材、建材表观需求低于历史同期。不同于基建开工，历史来看，近期建筑需求数据对全年指引作用较强，若无扰动事件，我们预计2025年建筑需求将弱于往年同期。工业与消费需求偏强，乘用车四周滚动销量同比明显回升。中国轻纺城成交量处于同期历史高位。

商品价格：震荡偏弱运行

1.国际大宗商品：震荡偏弱运行。最近两周，原油价格震荡下行；铜、铝价格先降后升，均值变化不大；金价震荡偏弱运行。

2.国内工业品：震荡偏弱运行。最近两周，国内定价工业品表现弱于国际定价产品。其中受国际定价的南华金属指相对平稳，而国内定价的黑色系产品、煤炭、建材整体均有所回落，与基建开工、建筑需求偏弱相对应。

3.食品：节后需求下降，价格明显回落。

地产与流动性：商品房成交同比保持正增，资金利率震荡下行

1.商品房：成交同比保持正增。新建住房市场看，最近两周（2月22日至3月7日），全国30大中城市商品房成交面积平均值较上两周环比回升36%，从季节性上明显高于2024年农历同期，但弱于2023-2023年农历同期，较2022、2023、2024年农历同期分别同比-33%、-45%、+24%。2024年9月地产政策放宽以来，部分需求得以一次性释放，新建房成交历史位置上升至历史高位，当前已回落至历史中低位，我们预计，后期若无增量政策。新建房成交或将处于当前运行位或以下。一线城市成交面积同比保持正增，较2022、2023、2024年农历同期分别同比-10%、-23%、+31%。二手房市场看，价格方面，截至2月24日，二手房出售挂牌价指数延续回落；成交量方面，最近两周（2月22日至3月7日），北京、上海、深圳二手房成交面积延续历史高位，较2024年同期分别同比+36%、+45%、+44%。

2.流动性：资金利率震荡下行。最近两周，资金利率震荡下行。截至3月7日，R007为1.81%，DR007为1.81%；央行实现货币净回笼8813亿元；质押式回购成交量共为49.8万亿元。

交通运输：地铁出行同比回落，出口运价延续回落

1.居民出行：地铁出行同比回落。最近两周，北上广深地铁客运量平均值农历同比下降 3.7%。国内执行航班数平均值较上两周环比下降 3.4%，农历同比上升 0.5%。

2.出口运输：出口运价延续回落，港口 AIS 数据表现偏强。最近两周，出口运价延续回落；从港口 AIS 数据指标看，3 月前 7 天，6 个指标中，5 个指标指向 3 月出口同比回升。

风险提示：大宗商品价格波动超预期，政策力度超预期。

【宏观经济】美国就业市场或将进入“颠簸期”——美国 2 月非农就业数据点评-20250309

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 潘纬桢（分析师）证书编号：S0790524040006

美国新增非农就业略不及预期，且失业率上行

1.新增非农就业略有提升，但不及预期，且前值有一定下修

2 月新增非农就业 15.1 万人，较 1 月初值略有回升，但低于市场预期。此外，1 月新增非农遭遇下修，且近 3 个月平均新增就业 19.97 万人，较前值略有下行。结构上看，私人服务仍是当前新增就业的主要部分，但休闲酒店就业连续 2 个月负增，政府部门就业亦持续下降。美国就业市场总体看有一定走软。

2.劳动参与率下降、失业率超预期上行，薪资环比增速略有下行

2 月美国劳动参与率录得约 62.4%，失业率为 4.1%，失业率较 1 月超预期上升，或显示驱逐非法移民对美国劳动力市场的冲击或已经开始。一则劳动力人口的减少，或与部分非法移民从劳动力市场离开有关；二则黑人及亚裔的失业率下降，或与部分填补非法移民离开所造成的岗位空缺有关。

再来看失业率成因，相较于 1 月，2 月永久性失业、再就业者占比上升较多，暂时性失业者、离职者占比有所下降。与 1 月份数据的趋势相同，显示当前劳动力市场呈现出持续的下滑。

2 月美国非农就业时薪录得 35.93 美金，同比上升 4.0%，环比上升 0.3%，分别较 1 月上升 0.2 个百分点、下降 0.1 个百分点。结合当前失业率的小幅回升、工作时长的持续低位态势来看，后续薪资增速有较大概率将会继续向下，居民消费持续上行的支撑作用也将逐渐下降。

美国就业市场可能继续走弱，关注联邦政府裁员、驱逐非法移民影响

我们认为随着联邦政府裁员的动作加快，以及驱逐非法移民的逐渐深入，美国就业市场短期可能继续走弱。具体而言：

第一，2 月非农就业中政府裁员的影响尚未完全体现，后续就业数据或将受到负面冲击。特朗普政府在上任后对联邦政府采取了较为激进的改革，不仅大幅削减政府采购合同支出、暂停联邦政府招聘，且对各联邦政府部门进行了不同程度的裁员。而 2 月非农调查数据仅截止到 2 月 12 日，相关冲击尚未显现。

第二，驱逐非法移民行动目前略不及预期，但后续或将持续深入，对就业市场形成负向冲击。根据路透社数据，在特朗普上任的第一个月里共驱逐了 37660 人，日均约 1250 人，整体较不及预期。但随着特朗普政府增加驱逐渠道、加强遣返力度，驱逐非法移民的人数或将加大，对美国就业市场形成负向冲击。

因此总的来看，我们认为后续美国就业市场将进入“颠簸期”，有很大可能将会继续走弱，需要保持对政府裁员、驱逐非法移民等行动的跟踪。一则虽然联邦政府裁员对美国劳动力市场的直接负向冲击有限，但经济是一个循环系统，伴随着联邦政府裁员的还有减支，进而减少对私人部门的采购和需求，因此总体的连带效应不可小觑；二则随着非法移民的驱逐，相关岗位空缺是否能够迅速得到补充亦存在一定不确定性，叠加部分企业可能会减少招聘，从而更进一步对劳动力市场进行冲击。

对美联储而言，我们认为2月非农就业对3月FOMC会议影响有限，大概率将继续按兵不动，但需关注点阵图的变化。对各类资产价格而言，由于当前数据并未能打消对经济动能走弱的担忧，因此美股、美债收益率、美元等资产或仍将承压，总体在相对低位震荡。

风险提示：国际局势紧张引发通胀超预期。

【宏观经济】外需周期性下行主导出口走向——宏观经济点评-20250308

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 郭晓彬（联系人）证书编号：S0790123070017

事件：以美元计，中国1-2月出口同比+2.3%，前值+10.7%；1-2月进口同比-8.4%，前值+1.0%。

外需周期性回落叠加基数影响，出口同比明显回落

1.排除基数效应影响，出口并未断崖式下行。(1)1-2月韩国出口同比-4.8%，较前值(+6.6%)回落，而越南仍保持韧性(出口同比+8.3%)；历史经验看，以半导体为主导的韩国出口对外需指引的领先性更强，我们认为从整体趋势看，外部领先指标指向外需周期性回落。(2)1-2月我国出口同比+2.3%，较前值(+10.7%)明显回落，排除基数变化影响，1-2月出口两年复合同比+4.6%、三年复合同比+0.1%，由此来看，1-2月出口并非断崖式下行。但需要明确：自2024年7月后，外需周期性回落方向仍是确定的。

2.地区结构看，对美国出口处于正常水平。从边际变化来看，除日本、印度外，对其他主要地区出口增速均边际回落。在2024年12月因抢出口导致的高基数下，2025年1-2月出口美国环比-22.6%，略低于2019年-2024年同期环比平均值(-21.8%)，与季节性环比的差值与其他地区相差并不大。因此，我们认为当前对美出口至少处于正常季节性水平，甚至仍存在少量规模的抢出口贡献。

3.产品结构看，消费电子产品出口支撑作用较强。从边际变化来看，除消费电子产品外，其他多数产品出口同比均边际回落。

4.量价拆分来看，1-2月出口数量下降更为普遍。边际贡献方面，在纳入统计的16类产品中，10类产品出口数量贡献边际回落，8类产品出口价格贡献边际回落。

进口：同比有所回落

1-2月进口同比明显回落，较前值回落9.4个百分点至-8.4%，主因基数变动及出口联动影响。后续来看，预计全球外贸或将进入下行周期，进口或周期性因素影响而同比承压。

外需的周期性下行或将成为未来出口主导因素

1.若美国对华关税政策基本稳定，对美出口或将走弱。我们认为，若未来美国不再继续加征关税，则抢出口或将结束，对美出口或将走弱，若未来继续加征关税，部分产品或仍存在抢出口空间，但从1-2月对美出口数据看，抢出口对出口贡献作用已经明显降低。

2.外需的周期性下行或将成为未来出口走向的主导因素。我们认为，相较于美国加征关税及加征前的抢出口扰动，外需的周期性对出口规模影响更大，综合当前海外经济数据，全球外贸或仍处于下行周期中，并将主导我国未来出口走向。

风险提示：外需回落超预期，政策变化超预期。

【固定收益】再议10年国债上行空间——固收专题-20250309

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

2024年12月，我们提示“短期国债的上行风险”。

2025 年 2 月，我们提示“长期国债的上行风险”。

2025 年 3 月，我们提出“两会提降息或是储备政策，继续提示债市风险”。

2025 年 3 月 7 日，10 年国债收益率达到 1.80%，从 2 月 7 日 1.60% 上行幅度已经达到 20BP。对于债券收益率的上行空间，我们前期观点为目标利率 2.2-2.5%，现更新 10 年国债目标利率 2.5% 以上。

债券收益率跟随潜在经济增速趋势下行，但周期大幅波动

根据黄金法则：实际利率总体保持在略低于潜在经济增速水平上。

换言之，2012 年至今潜在名义经济增速下行，对应 10 年国债收益率呈现趋势下行，根据回归模型，2025 年 10 年国债对应水平为 2.70%。

2014 年、2024 年名义 GDP 同比分别为 8.63%、4.23%，名义 GDP 增速累计下行 4.4 个百分点，平均每年下降 0.44 个百分点。

对比之下，2014 年、2024 年 10 年国债收益率：中间值分别为 4.16%、2.24%，收益率累计下行 192BP，平均每年下降 19.2BP。

长期视角上，国债收益率的趋势，受经济增速趋势影响明显。

但短期视角上，国债收益率的波动，更受经济和政策周期驱动。

2025 年债券收益率“均值回归”

2024 年二季度《金融时报》文章指出，“10 年期国债收益率偏低，合理区间约在 2.5% 至 3%”。

可以发现，从趋势线上，10 年国债收益率的趋势水平在 2.50% 左右。

2024 年，受政策组合“紧财政+紧信用+宽货币”的影响，以及市场明显的降息预期，导致 10 年国债收益率大幅低于趋势线。

但历史上，如果国债收益率显著低于趋势线，以及政策转向之后，则会出现均值回归以及向上的超调。比如，2016 年三季度、2020 年二季度。

2016 年三季度，10 年国债收益率的趋势水平为 3.5% 左右，但在资产荒背景下，最低达到 2.64%、向下偏离 86BP。但之后经济回升和货币收紧，2017 年最高为 3.99%，向上偏离 49BP。

2020 年二季度，10 年国债收益率的趋势水平为 3.0% 左右，但“适度宽松”的货币政策基调下，最低达到 2.48%、向下偏离 52BP。但之后经济回升和降息落空，2020 年最高达到 3.35%，向上偏离 35BP。

我们认为，2025 年“宽财政+宽信用+紧资金”的政策组合，以及当前 10 年国债收益率仍然低于趋势水平 70BP 左右，预计 2025 年国债收益率大概率均值回归以及可能出现超调，对应 10 年国债目标利率 2.5% 以上。

债券收益率上行“三步走”

我们认为，2025 年 10 年国债收益率上行或呈现“三步走”。

第一步，资金或收紧，10 年国债收益率上行至 1.7%-1.8%。

第二步，降息预期或完全退潮，10 年国债收益率上行至 1.9%-2.2%。

第三步，地产、经济和通胀或确认回升，10 年国债收益率上行至 2.5% 以上。

2025 年 2 月 10 年国债收益率最低 1.60%，目前市场已经定价资金利率偏紧（资金利率高于政策利率），且降

息的持续落空，3月7日上行达到1.80%。

未来市场或继续定价降息预期退潮和经济回升，我们认为，10年国债收益率目标2.5%以上。同理，30年国债收益率目标或为2.9%以上。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

【固定收益】“适时降息”或是储备政策——央行答记者问学习-20250307

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

2024年3月5日李强总理作政府工作报告，在“货币政策”部分提到“适时降息”，同时在“打好政策组合拳”部分提到“能早则早”。市场上将这两点结合解读为“尽早降息”，结合央行行长潘功胜在答记者问中对货币政策的解读，我们认为上述观点有待商榷。

既定政策与储备政策的区别

我们认为应该区分既定政策和储备政策。既定政策是指已经公布、确认、可以立刻执行的各项具体政策，如赤字率4%、特别国债1.3万亿等；储备政策是指尚未明确执行时间，需根据后续情况变化再确定的政策，如3月5日吹风会《政府工作报告》起草组负责人、国务院研究室主任沈丹阳提及的“宏观经济政策留有后手”及3月6日答记者问中财政部部长蓝佛安提到的“中央财政预留储备工具和政策空间”。

我们认为“适时降息”属于储备政策。原因在于，上一年的中央经济工作会议和3月的“两会”通常不会确定“到底会不会降息、降息几次”，而是需后续的政治局会议、国务院会议等基于实际情况再行确定，“是否降息、降息幅度”，这是所谓的“适时”。从决策流程上看，这是标准的“储备政策”，与“留有后手”、“财政储备工具”，触发、使用条件是一样的。

对于既定政策，如已确定财政空间和信用政策空间，执行标准是“能早则早、宁早勿晚”，即“宽信用”、“宽财政”，要靠前发力。例如，年初地方债、国债、证金债发行显著快于往年，我们预期财政支出和信用额度使用也会提前。

对于储备政策，则需“触发因素”，即重大外部不确定性等。历史上，如果“没有出现重大不确定性”，有提及降息但全年未降息的例子，如2016年3月政府工作报告提及“使用利率工具”及2020年5月政府工作报告提及“降息”，但当年均没有降息。

若触发因素出现并导致降息，也不一定对债市利多。因为届时重大不确定性，同时可能触发财政、信用政策的储备政策，即在“降息”的同时，导致“宽财政”、“宽信用”显著加码，资金利率不一定下行。例如，2023年8月降息后，宽信用+宽财政+紧资金，债券收益率上行了3-4个月。

潘行长对货币政策取向的解读

央行行长潘功胜在答记者问中提到的“货币政策取向是一种对状态的表述”，列举了两个例子：

一个是美联储的案例。“美联储去年连续降息3次共100BP，但其政策利率仍处于高位，货币政策的状态依然是限制性的”。虽然美联储降息次数多、幅度大，但是美国利率仍然高位、美联储政策是“限制性”的，对实体经济支持力度不大；

另一个是中国的案例。“人民银行连续几年多次降准降息，中国货币政策的状态是支持性的，总量上比较宽松”。国内降准降息已经持续多年，当前的利率水平是“支持性”的，已经是“适度宽松”的货币政策。

市场上认为“适度宽松”意味着2025年降息幅度要大于2024年，潘行长对货币政策取向的解读，有助于纠正市场对“适度宽松”货币政策的误读。即使2025年没有降息（当然如有外部冲击也可能降息），当前的货币政策状态已是“支持性”、“比较宽松”，即已落实“适度宽松”的货币政策。

提示关注债市收益率上行，看多转债市场

债市：若无重大外部冲击，经济继续回升，资金利率继续偏紧，债券收益率可能上行；若有重大外部冲击，可能同时触发“宽信用”+“宽财政”+“降息”，资金利率可能上行，债市不一定利多，债券收益率仍可能上行。

转债：若无重大外部冲击，经济继续回升，转债继续看好；若有重大外部冲击，我们有充足的储备政策，类似“格林斯潘看跌期权”，仍然看好转债。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

【金融工程】蜘蛛网策略复盘与期货会员行为分析——开源量化评论（104）-20250307

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 苏俊豪（分析师）证书编号：S0790522020001

“蜘蛛网”策略，逻辑简单，步骤简洁

在每个交易日的收盘之后，中国金融期货交易所的官方网站都会公布当日股指期货的“结算会员成交持仓排名”数据，我们简称之为“成交持仓表”。我们于2013年底提出了基于成交持仓表数据的股指期货CTA策略，并将其命名为“蜘蛛网策略”，受到了量化同行的关注与认可。在2015年2月，我们对原始蜘蛛网策略进行了重要的简化，并持续跟踪至今。简化后的蜘蛛网策略，逻辑清晰，步骤简洁，交易信号的计算步骤如下：

(1) 考察每日前20大会员的多单持仓增量 dB 、空单持仓增量 dS ；

(2) 若 $dB>0$ 且 $dS<0$ ，发出看多的信号；

(3) 若 $dB<0$ 且 $dS>0$ ，发出看空的信号；

(4) 若 dB 与 dS 的符号相同，则视为没有信号

蜘蛛网策略的10年回顾：信号简单，收益稳健

在2010年4月16日至2025年1月27日的全历史区间内，总计3593个交易日，策略产生交易信号338次，信号胜率56.3%，信号赔率（盈亏比）1.63，累计收益238%，年化收益8.92%，最大回撤-9.99%，收益回撤比1.48，收益波动比1.13。

蜘蛛网策略简单改进与长周期择时应用

2020年以来，蜘蛛网策略的信号频次与胜率有所下降，我们通过对会员成交持仓数据的分析，提出一个简单的改进方案：

(1) 对同一合约，在汇总其多单与空单的持仓变动时，只考虑在成交量排名表中出现的会员的持仓变动，这一改动，主要目的是突出成交活跃会员的信号影响。

(2) 去除假期屏蔽，即对 $T+0$ 日收盘后发出的信号，假如恰好遇到 $T+1$ 日休市（如周末或法定假日），我们不再屏蔽该次信号。这一改动在一定程度上能提高信号的触发次数。

改进后的蜘蛛网策略在2020年后仍有较好表现，全历史区间内，新版蜘蛛网策略产生交易信号482次，信号胜率59.3%，信号赔率（盈亏比）1.24，年化收益10.32%，最大回撤-10.59%，收益回撤比0.97，信号次均收益0.30%。

蜘蛛网策略的核心思想在长周期择时上也有较好应用，我们使用会员持仓的净多头持仓占比变化构造择时策略，在各参数组合下，策略的年化收益率均在0以上，且不乏年化收益20%以上，收益波动比大于1的参数组合。

会员行为分析：绩优会员的合成信号表现优秀

我们分析了2018年以来各会员在持仓与成交上的行为特点，不同的会员在买卖持仓对比、交易活跃度上有较大差异。把蜘蛛网策略应用于单一会员的持仓数据上，再从中选取绩优会员的信号进行合成，合成信号表现优秀，请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

2018 年至今，策略年化收益可达 26.1%，最大回撤为 23.0%。

风险提示：模型基于历史数据测试，市场未来可能发生重大改变。

行业公司

【中小盘】吉利千里浩瀚智驾系统发布，智驾平权趋势起——中小盘周报-20250309

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

本周市场表现及要闻：2025 年以来汽车报废/置换更新补贴申请超 100 万份

市场表现：本周（指 3 月 3 日至 3 月 7 日，下同）上证综指收于 3373 点，上涨 1.56%；深证成指收于 10844 点，上涨 2.19%；创业板指收于 2205 点，上涨 1.61%。大小盘风格方面，本周大盘指数上涨 1.25%，小盘指数上涨 3.72%。2024 年以来大盘指数累计上涨 15.72%，小盘指数累计上涨 11.79%，小盘/大盘比值为 1.36。沪光股份、炬光科技、奥普特本周涨幅居前。

本周要闻：鸿蒙智行问界 M8/2025 款 M9 汽车 12 小时小订分别破 2.8 万/1.35 万台；长安董事长朱华荣：建议加快完善自动驾驶标准和法规；吉利发布“千里浩瀚”安全高阶智能驾驶系统，银河全新及改款产品标配；2025 款小鹏 G9 展车到店：全国 214 城超 500 店，更新升级 66 项体验；理想首款纯电 SUV 车型“i8”官宣 7 月发布；广汽 NDA4.0 城市领航高阶智驾官宣，3 月 18 日预售的昊铂 HL 率先搭载；商务部：2025 年以来收到汽车报废/置换更新补贴申请合计超 100 万份；美国将对通过《美墨加协定》进口的汽车给予一个月关税豁免。

本周重大事项：3 月 6 日，拓荆科技发布股权激励计划，其业绩指标：以 2023 年为基数，2025、2026 年目标营收增长率分别不低于 85%、122%且目标净利润增长率分别不低于 60%、90%。

本周专题：吉利千里浩瀚智驾系统发布，智驾平权趋势起

吉利千里浩瀚智驾系统发布。2025 年 3 月 3 日，吉利汽车召开 AI 智能科技发布会，发布会上首发千里浩瀚智驾系统，同时吉利汽车发布全新银河 E8 和星耀 E8，并宣布全系将搭载千里浩瀚智驾系统，进一步推进智驾平权。

吉利三大核心技术，助力完成 L3 量产智驾方案。千里浩瀚分为 H1、H3、H5、H7 和 H9 共 5 个不同层级的智驾方案，最低 H1 标配 100TOPS 以上算力，H3 方案标配城区智驾，会应用到下半年银河所有的全新产品及改款产品中，H9 是行业首个具有量产落地能力的 L3 级智能驾驶解决方案。另外，苏州、杭州正式启动搭载吉利最新 Robotaxi 解决方案车。算力上，吉利汽车拥有星睿智算中心 2.0，综合算力达 23.5EFLOPS，算力位居中国第一，全球第二。算法上，深度融合包括吉利自研的 AIDrive 等大模型实现了每小时生成万公里级的复杂驾驶工况，自动驾驶训练效率提升 30 倍。

吉利汽车发布全新银河 E8，实现五大高价值越级。同时，淦家阅还官宣了吉利汽车集团旗下品牌最新整合计划，翼真并入银河，银河系列正式升级为银河品牌，银河产品完成覆盖轿车、SUV、MPV 和硬派越野等全品牌新能源车型。

重点推荐主题和个股

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

风险提示：乘用车销量、新能源车渗透率、智能驾驶技术进展不及预期。

【建材】两会支持经济提振，重视建材布局机会——行业周报-20250309

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

两会支持经济提振，重视建材布局机会

本周两会召开，更加积极有为的财政政策发力，其中 2025 年赤字率拟按 4% 左右安排，较 2024 年提高 1pct；拟发行超长期特别国债 1.3 万亿元，较 2024 年增加 3000 亿元；拟安排地方政府专项债券 4.4 万亿元，较 2024 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，预计消费建材、水泥、玻璃等板块受益。此外，两会政府工作报告将“提振消费、扩大内需”作为 2025 年政府工作任务之首，提出将安排超长期特别国债 3000 亿元支持消费品以旧换新，预计将持续带动新能源汽车、家电、家装等消费增长，玻纤、消费建材等品种预计受益。2 月末以来，水泥、涂料、玻纤等顺周期品种提价：涂料行业龙头引领提价，三棵树宣布自 3 月 1 日起全系列硅酮胶产品价格上调 5%-10%；硅宝科技亦跟进发布调价函。新能源汽车、风电设备相关领域对高性能玻纤需求的增长，为本轮玻纤提价提供重要支撑。中材科技、中国巨石于 2 月 24 日宣布自 3 月 1 日起上调电子细纱价格 800 元/吨、电子布价格 0.3 元/米；电子布市场主流报价同步提升至 4.1-4.2 元/米，环比涨幅 0.8%。3 月以来，国内水泥行情延续上升态势，东三省、长三角及河北等地相继传出水泥、熟料价格上调信息。消费建材板块推荐：东方雨虹（防水龙头，经营结构优化）、伟星新材（经营优质，零售业务占比高），三棵树，坚朗五金；受益标的：北新建材（石膏板龙头，收购嘉宝莉扩张涂料板块业务）等。国家发展改革委等部门印发《水泥行业节能降碳专项行动计划》要求到 2025 年底，水泥熟料产能控制在 18 亿吨左右，能效标杆水平以上产能占比达到 30%，能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰，水泥熟料单位产品综合能耗比 2020 年降低 3.7%，预计会加快节能降碳与能用设备的迭代更新。水泥板块受益标的：海螺水泥、华新水泥、上峰水泥等。无碱粗纱市场报盘主流暂稳，部分成交存灵活空间。受益标的：中国巨石、长海股份、国际复材等。“一致性评价+集采”政策促进中硼硅药用渗透率加速提升，推荐：力诺药包；受益标的：山东药玻。

本周（2025 年 3 月 5 日至 3 月 9 日）建筑材料指数上涨 2.62%，沪深 300 指数上涨 1.39%，建筑材料指数跑赢沪深 300 指数 1.24pct。近三个月来，沪深 300 指数下跌 0.73%，建筑材料指数下跌 4.84%，建材板块跑输沪深 300 指数 4.11pct。近一年来，沪深 300 指数上涨 11.74%，建筑材料指数上涨 2.04%，建材板块跑输沪深 300 指数 9.70pct。

板块数据跟踪

水泥：截至 3 月 8 日，全国 P.O42.5 散装水泥平均价为 349.88 元/吨，环比上涨 1.00%；水泥-煤炭价差为 257.58 元/吨，环比上涨 1.63%；全国熟料库容比 0.00%，环比下降 44.61pct。

玻璃：截至 3 月 8 日，全国浮法玻璃现货均价为 1353.00 元/吨，环比下跌 11.00 元/吨，跌幅为 0.81%；光伏玻璃均价为 139.84 元/重量箱，环比上涨 18.75 元/重量箱，涨幅为 15.48%。浮法玻璃-纯碱-石油焦价差为 7.05 元/重量箱，环比下跌 7.91%；浮法玻璃-纯碱-重油价差为 10.06 元/重量箱，环比下跌 12.49%；浮法玻璃-纯碱-天然气价差为 13.60 元/重量箱，环比下跌 13.90%；光伏玻璃-纯碱-天然气价差为 83.52 元/重量箱，环比上涨 28.23%。

玻璃纤维：无碱 2400tex 直接纱报 3800-4000 元/吨，无碱 2400texSMC 纱报 4800-5400 元/吨，无碱 2400tex 喷射纱报 5600-6700 元/吨，无碱 2400tex 毡用合股纱报 4800-5400 元/吨，无碱 2400tex 板材纱报 4950-5400 元/吨，无碱 2000tex 热塑直接纱（普通级）报 4200-4500 元/吨。周内电子纱 G75 主流报价 8300-9000 元/吨不等，较上一周均价上涨 3.68%；7628 电子布报价亦有上调，当前报价 3.8-4.4 元/米不等，成交按量可谈。

消费建材：截至 2025 年 3 月 9 日，原油价格为 72.19 美元/桶，周环比下跌 2.49%，较 2025 年年初下跌 5.92%，同比下跌 15.02%；沥青价格为 4390 元/吨，周环比下跌 1.13%，较 2025 年年初持平，同比下跌 4.98%；丙烯酸价格为 8000 元/吨，周环比上涨 5.26%，较 2025 年年初上涨 1.27%，同比上涨 32.23%；钛白粉价格为 14300 元/吨，周环比持平，较 2025 年年初持平，同比下跌 11.18%。

风险提示：经济增速下行风险；原材料价格上涨风险；房地产销售回暖进展不及预期风险；国内保交楼进展不及预期；房企流动性风险蔓延压力；基建落地进展不及预期风险。

【农林牧渔】关税反制助推国内农产品价格上行，猪价震荡磨底或渐至尾声——行业周报-20250309

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

周观察：关税反制助推国内农产品价格上行，猪价震荡磨底或渐至尾声

关税反制及暂停部分企业牛肉进口申报，利多国内农产品价格

2025年3月4日，国务院关税税则委员会发布公告自3月10日对原产于美国的鸡肉、小麦、玉米、棉花加征15%关税；对高粱、大豆、猪肉、牛肉、水产品、水果、蔬菜、乳制品加征10%关税。2025年3月8日，公告自3月20日对原产于加拿大的菜子油、油渣饼、豌豆加征100%关税，对水产品、猪肉加征25%关税。中国对美、加输华农产品加征关税或提振国内农产品价格，其中，对玉米、大豆等饲料原料加征关税或推动饲料价格上行，对鸡/猪/牛肉等加征关税提高进口成本则助推国内肉类价格上行。此外，海关总署2025年3月3日对巴西等国合计六家牛肉企业暂停进口申报以维稳国内牛肉价格。关税反制及部分农产品部分进口申报暂停或助推国内农产品价格上行。

生猪：需求边际好转二育跃跃欲试，猪价震荡磨底或渐至尾声

据涌益咨询，截至2025年3月8日，全国生猪均价14.47元/公斤，周环比-0.08元/公斤，同比+0.10元/公斤，涌益样本生猪屠宰量高于2024年同期，当前市场整体生猪供给充足但至3月初基本已过年后供给压力最大需求最弱时段，展望后市，需求边际向好叠加中美、中加农产品互加关税提振，猪价震荡磨底或渐至尾声。2025年2月20-28日行业销至二育生猪占实际销量比重4.03%，二育栏舍利用率26%，年后气温升降反复，二育入场仍偏谨慎，预计进入3月中旬后气温中枢抬升叠加猪价处相对低位，二育届时或加速进场进而支撑猪价中枢抬升。

周观点：生猪板块低位配置价值显现，宠物板块国货崛起逻辑持续强化

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

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

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

本周市场表现（3.3-3.7）：农业跑输大盘0.52个百分点

本周上证指数上涨1.56%，农业指数上涨1.04%，跑输大盘0.52个百分点。子板块来看，宠物食品板块领涨。个股来看，生物股份（+9.58%）、京基智农（+7.79%）、中宠股份（+6.44%）领涨。

本周价格跟踪（3.3-3.7）：本周白羽鸡、草鱼、鲈鱼、玉米价格环比上涨

生猪养殖：3月7日全国外三元生猪均价为14.5元/kg，较上周持平；仔猪均价为32.76元/kg，较上周下跌0.25元/kg；白条肉均价19.11元/kg，较上周上涨0元/kg。3月7日猪料比价为4.3:1。自繁自养头均利润33.56元/头，环比-9.52元/头；外购仔猪头均利润-12.52元/头，环比-21.91元/头。

风险提示：宏观经济下行，消费持续低迷，动物疫病不确定性等。

【医药】从海内外公司2024年业绩看科研服务的投资机会——行业周报-20250309

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

关注中国政府刺激政策带来增量，2025 年谨慎与乐观并行，期待底部反转

国内及海外部分生命科学服务公司已经披露 2024 年报或业绩预告，我们重点梳理 2024 年业绩表现、2025 年的业绩指引以及对于中国市场的分析和展望。(1) 2024 全年营收方面，大部分公司营收同比个位数下滑/增长或基本持平；2025 年业绩预期方面，基本围绕低个位数增长水平提供收入指引。(2) 中国市场分析及展望方面，Q42024 大部分企业在中国市场的销售额呈现一定下滑，但整体来看对于中国政府关于医疗卫生领域设备更新等刺激政策持乐观态度，并且部分企业已经收到新订单，同时对 2025 年中国市场发展保持谨慎态度，期待订单提升带来收入增长。(3) NIH 政策：2025 年 2 月 7 日，NIH 近日发布《2024 年度资助政策声明补充指南》(NOT-OD-25-068)，对科研资助项目的间接费用管理制度进行调整。针对此项政策，大部分企业认为此项政策仍处于相对早期，具体影响仍有待观察，同时安捷伦科技、布鲁克、Bio-Techne 和 TwistBioscience 等公司均表示 NIH 项目在公司整体收入占比较低。我们认为，类似国内集采和国谈降价加速国产替代，国内厂商或许能凭借质优价廉进一步提升市占率。

国内生命科学服务企业积极布局海外市场，海外业务营收持续增长

多家国内生命科学上游企业发布 2024 年业绩预告或快报，整体收入端稳健增长，部分企业的海外业务呈现快速增长态势，同时企业积极加强内部管理，经营效率持续提升，降本增效成果显现。在海外市场需求率先回暖、国内市场竞争日益加剧背景下，越来越多的生命科学服务企业将出海作为公司下一阶段发展的重要选择。以毕得医药、百普赛斯、皓元医药、药康生物、阿拉丁、奥浦迈为代表的上游企业正积极布局海外市场，产品覆盖地区与服务客户数量逐渐扩大、营收快速增长。此外，多数细分领域领先企业账上现金充足，收并购正在陆续启动中或进行中，近年来生命科学上游已发生多起收并购事件，以皓元医药、义翘神州、泰坦科技、阿拉丁、纳微科技、毕得医药、奥浦迈等为代表的企业均在各自细分方向收购相关标的，由此细分领域龙头市占率有望提升，竞争格局将逐渐优化。

推荐及受益标的

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

风险提示：政策波动风险，地缘政治风险，市场竞争加剧等。

【化工】萤石、制冷剂向上趋势不变，积极把握布局机会——氟化工行业周报-20250309

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 毕挥（分析师）证书编号：S0790523080001 | 李思佳（联系人）证书编号：S0790123070026

本周（3月3日-3月7日）行情回顾

本周氟化工指数下跌 0.25%，跑输上证综指 1.22%。本周（3月3日-3月7日）氟化工指数收于 3668.97 点，上涨 3.48%，跑赢上证综指 1.93%，跑赢沪深 300 指数 2.10%，跑赢基础化工指数 1.10%，跑输新材料指数 0.13%。

氟化工周行情：向上趋势不变，坚定信心，积极布局

萤石：截至 3 月 7 日，萤石 97 湿粉市场均价 3,720 元/吨，较上周同期持平；3 月均价（截至 3 月 07 日）3,720

元/吨，同比上涨 12.00%；2025 年(截至 3 月 07 日)均价 3,688 元/吨，较 2024 年均价上涨 4.02%。

又据氟务在线跟踪，萤石正处往年同期较高价位，业者心态较为谨慎。当前正处全国两会召开时期，需关注会后市场开工情况以及需求端消耗情况。

制冷剂：截至 03 月 07 日，(1) R32 价格、价差分别为 45,000、31,138 元/吨，较上周分别+1.12%、+1.58%；(2) R125 价格、价差分别为 44,500、25,444 元/吨，较上周分别+1.14%、+0.05%；(3) R134a 价格、价差分别为 45,000、26,010 元/吨，较上周分别持平、-0.36%；(4) R410a 价格为 44,500 元/吨，较上周+1.14%；(5) R22 价格、价差分别为 35,500、25,262 元/吨，较上周分别+4.41%、+6.31%。其中外贸市场，(1) R32 外贸参考价为 44,000 元/吨，较上周+2.33%；(2) R125 外贸参考价为 43,500 元/吨，较上周持平；(3) R134a 外贸参考价为 44,500 元/吨，较上周+1.14%；(4) R410a 外贸参考价为 44,000 元/吨，较上周+1.15%；(5) R22 外贸参考价为 33,000 元/吨，较上周持平。

又据氟务在线跟踪，制冷剂市场持续回暖，3 月市场在需求逐步复苏后开始落实企业报盘，预计近日在渠道商去库之后再上新台阶。

公司公告及行业新闻

【东阳光】设立合资公司：公司子公司东阳光液冷科技与中际旭创拟共同出资设立合资公司司广东深凛智冷科技有限公司(暂定名)，从事液冷热管理零部件及系统解决方案的研发、生产及销售。合资公司注册资本 1 亿元，公司认缴出资 4,900 万元，占比 49%。

【金石资源】复工复产：公司子公司金昌矿业将于 3 月 1 日起逐步恢复生产，且金昌矿业的矿山采掘业务将有公司自建的采掘施工队伍进行施工，不再外包给第三方。

受益标的

推荐标的：金石资源、巨化股份、三美股份、昊华科技等。其他受益标的：东阳光、永和股份、东岳集团、新宙邦等。

风险提示：下游需求不及预期，价格波动，行业政策变化超预期等。

【非银金融】资本市场支持科技创新组合拳，利好券商全方位业务——行业周报-20250309

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

周观点：资本市场支持科技创新组合拳，利好券商全方位业务

(1) 本周两会召开，政府工作报告首次将“稳住楼市股市”写进总体要求，财政、货币等稳增长政策积极，稳增长和稳股市表态利好权益市场。(2) 国家发改委将设立国家创业投资引导基金，央行表态将推出债市“科技板”，资本市场支持科技创新组合拳下，券商私募股权投资、投行和经纪等业务全面受益，交易量向好、IPO 松绑预期下，基本面有望超预期，关注年季报催化，继续推荐券商和金融科技板块。(3) 截至 3 月 7 日，2025 年以来港股 ADT2334 亿港元，同比+140%，港股交易活跃度明显提升，降低“A+H”股上市门槛有望推动优质 A 股龙头公司赴港上市，香港交易所受益。推荐盈利稳健增长、股息率具吸引力的江苏金租。

券商：2 月开户同比高增，资本市场支持科技创新，市场预期 IPO 松绑

(1) 本周日均股基成交额 1.98 万亿，环比-11%，偏股/非货基金新发份额 115/209 亿份，环比-54%/-51%；上交所披露 2 月 A 股开户 284 万户同比+119%，1-2 月 A 股开户数 440.59 万户，同比+35%(考虑春节错位因素)；本周港股 ADT3181 亿港元，同比+203%，环比-15%，交易活跃延续。(2) 经济观察报 3 月 8 日报道，2 月 24 日至 3 月 2 日当周三地交易所共核发 3 家 IPO 企业批文，这是近 3 个月以来单周批文数量最高一周。近期，关于 IPO 阶段性收紧政策放开的传闻不断。(3) 交易量和开户量持续改善、IPO 等业务有望放松，券商基本面有望超预期，

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

关注业绩催化，三条选股主线：金融科技、并购主线以及业绩弹性突出的零售优势券商。

保险：“长钱”险资加码股票和长期股权投资，长端利率回升利好投资端

(1) 两会经济主题记者会上，证监会主席吴清介绍长期资金入市进展：2024 年 9 月至今，保险资金、各类养老金在 A 股市场净买入约 2900 亿；各类中长期资金所持 A 股流通市值从 14.6 万亿增长到 17.8 万亿，增幅达 22%；金融监管总局启动第二批保险资金长期股票投资试点，春节前批复 520 亿，3 月 4 日批复 600 亿。目前两批保险资金长期股票投资改革试点总规模达 1620 亿。(2) 3 月 5 日，金监总局发布《关于进一步扩大 AIC 股权投资试点的通知》，进一步优化 AIC(金融资产投资公司)股权投资试点政策，明确将试点范围扩展至 18 个试点城市所在省份，同时允许保险资金参股 AIC。目前，试点签约金额已突破 3500 亿。(3) 负债端表现平稳，资产端整体向好。30 年国债收益率回升至 2%附近，利好险企长债配置，权益市场向好利好险企投资收益，看好权益弹性突出标的投资机会。

推荐及受益标的组合

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

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

风险提示：资本市场波动对投资收益带来波动风险；保险负债端不及预期。

【地产建筑】新房二手房成交面积同比增长，持续推动房地产市场止跌回稳——行业周报-20250309

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

核心观点：新房二手房成交面积同比增长，持续推动房地产市场止跌回稳

本周我们跟踪的 68 城新房成交同比增长，环比下降，20 城二手房成交面积同比增长，环比下降。土地成交面积同比下降，溢价率环比下降。本周中央政府工作报告指出，将持续用力推动房地产市场止跌回稳。推进新型城镇化和区域协调发展，优化发展空间格局。聊城、贵阳、天津调整优化公积金贷款政策。本周在上海招商蛇口以总价 26.603 亿元竞得嘉定新城地块，成交楼面价 31850 元/㎡，溢价率 30%。2024 年 9 月以来，中央政策持续加码，一揽子宏观政策“大礼包”推出，将积极提振房地产市场。房地产政策调整积极且迅速，房价“止跌回稳”路径显现。预计一线城市的政策调整将对需求侧形成有力支撑，并逐步改善房价预期，进而辐射二三线城市从而逐步实现房价“止跌回稳”，带来房地产基本面改善，维持行业“看好”评级。

持续推动房地产市场止跌回稳，多地调整公积金贷款政策

中央层面：国务院：实施更加积极有为的宏观政策，扩大国内需求，推动科技创新和产业创新融合发展，稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击。持续用力推动房地产市场止跌回稳，推进新型城镇化和区域协调发展，优化发展空间格局。

地方层面：聊城：取消“在聊城市行政区域内以灵活就业身份缴纳社会保险满一年”的开户条件，将住房公积金贷款月还款额与月收入比上限由 50%提高至 60%。贵阳：实施住房公积金“商转公”贷款贴息。天津：上线新建商品房住房公积金个人住房贷款“一件事”系统模块。

市场端：土地成交面积环比下降，上海土拍市场火热

销售端：2025 年第 10 周，全国 68 城商品住宅成交面积 200 万平米，同比增加 3%，环比下降 32%；从累计数值看，年初至今 68 城成交面积达 2121 万平米，累计同比增加 2%。全国 20 城二手房成交面积为 212 万平米，同比增速+27%，前值+40%；年初至今累计成交面积 1697 万平米，同比增速+22%，前值+21%。

投资端：2025 年第 10 周，全国 100 大中城市推出土地规划建筑面积 3422 万平方米，成交土地规划建筑面积 2365 万平方米，同比下降 24%，成交溢价率为 10.3%。上海：招商蛇口以总价 26.603 亿元竞得嘉定新城地块，成交楼面价 31850 元/m²，溢价率 30%。

融资端：国内信用债发行规模环比增长

2025 年第 10 周，信用债发行 138.9 亿元，同比增加 40%，环比增加 124%，平均加权利率 2.68%，环比减少 25BP。信用债累计发行规模 658.1 亿元，同比减少 23%。

风险提示：市场信心恢复不及预期，政策影响不及预期。

【煤炭开采】煤价反弹与财政发力，否极泰来重视煤炭配置价值——行业周报-20250309

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

本周要闻回顾：煤价反弹与财政发力，否极泰来重视煤炭配置价值

本周煤价走势呈现先抑后扬特征，继 3 月 6 日港口煤价持平后，3 月 7 日港口煤价迎来反弹，其中 CCTD 动力煤 Q5500/Q5000/Q4500 价格分别上涨 1/5/4 元/吨，秦港平仓价单日上涨 7 元/吨。在近期部分终端需求增加和产地供应略有收紧的背景下，产地情绪有所修复，产地煤价亦有小幅上涨，且随着进口煤价格优势消失，部分补空需求转向北方港口，加之价格跌至长协水平，贸易商挺价情绪有所升温，对短期煤价形成支撑。截至 3 月 7 日，进口印尼 3800 大卡华南到岸价为 469 元/吨，较同品种内贸煤价格优势为-16 元/吨，且受印尼自 3 月 1 日起实施 HBA 定价参考影响，由于政策细则暂未明晰，进口商以观望为主；进口澳洲 5500 大卡华南到岸价为 718 元/吨，较同品种内贸煤价格优势为 10 元/吨，进口澳煤优势较此前亦有明显收窄。海关总署 3 月 7 日公布的数据显示，2025 年 1-2 月我国累计进口煤炭 7611.9 万吨，较 2024 年同期的 7452.0 万吨增加 159.9 万吨，增速为 2.1%，进口煤增速已出现明显放缓。本周两会召开，更加积极有为的财政政策发力，其中 2025 年赤字率拟按 4% 左右安排，较 2024 年提高 1pct；拟发行超长期特别国债 1.3 万亿元，较 2024 年增加 3000 亿元；拟安排地方政府专项债券 4.4 万亿元，较 2024 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，有望对煤炭下游需求形成支撑。短期煤价仍处于磨底期，后续政策面和基本面变化有望进一步支撑煤价企稳反弹：（1）长协价上限支撑及煤企自救行为：近期港口现货价格已跌至港口年度长协上限 770 元/吨的临界值，若现货煤价进一步下跌，电厂购买现货意愿将有望增强，并且若煤价大幅跌破 770 元/吨，煤企或采取限产保价等自救行为；（2）年度长协体制维护：自 2017 年开始构建的年度长协煤机制卓有成效，政策一直向“煤电双方盈利平衡”努力，而不是“煤和电顾此失彼”，煤电之间存在盈利均分的平衡点，价格也会出现止跌企稳；（3）煤电价格联动机制：电厂历年不是天然的空头，尤其是政策出台的 303 号文和 1439 号文，共同构筑了“保煤价即是保电价”导向，而触发点位恰为 770 元/吨；（4）疆煤外运成本支撑：运输成本的刚性使疆煤出疆存在盈亏线，快速下跌煤价会触发疆煤发运量的减少，从而减少内地煤炭供给；（5）煤油价格联动：我们梳理测算，68 美元/桶布油和 770 元/吨港口煤价做烯烃成本对等，在当前 80 美元/桶原油而 770 元/吨煤价下，煤化工成本优势明显。回溯 2023 年 6 月，秦港平仓价跌至 759 元/吨后迅速回升至 770 之上，彼时看到上述政策面和基本面的变化，当前煤价亦迎来企稳反弹。

投资逻辑：煤炭黄金时代 2.0，煤炭核心价值资产有望再起

煤炭股稳健红利投资逻辑：当前国内经济运行偏弱，海外面临特朗普上台之后关税政策的打压，美国处于降息周期且国内利率也进入下行通道，煤炭稳健红利仍可配置，此外保险资金已在 24 年 11 月底完成考核，当前已开始新的布局期，煤炭等红利板块且国资背景风险小，有望成为险资布局的首选方向。煤炭股周期弹性投资逻辑：3 月两会召开之后，无论动力煤还是炼焦煤价格均处于低位，随着供需基本面的持续改善，两类煤种有望企稳反弹，其中动力煤存在区间内弹性而炼焦煤是完全弹性；当前宏观政策已表现力度很大，市场更期待政策落地后反映在需求上的真实效果，2025 年“两会”之后，政策方案落实以及开春施工季的来临，煤炭的需求和价格均有望体现出向上趋势，煤炭股周期属性将显现。煤炭板块有望迎来重新布局的起点：一是宏观政策利多和资本市场支

持力度。2024 年 9 月 24 日以来，高层持续出台稳增长政策，降准降息，且加大房地产的支持政策，力度和密集程度高于以往，且强化对资本市场的重视和政策支持；二是高分红且多分红已成趋势。2024 年以来多家上市煤企公告中期分红方案（兖矿能源/陕西煤业/电投能源/冀中能源/上海能源/中煤能源/辽宁能源），凸显 2024 年市值管理改革对央企国企分红政策的促进作用；煤炭板块作为国资重地，已经积极响应政策号召，且有从央企向地方国企推开之势，未来分红比例及频次均有望持续提升，煤炭板块高分红高股息投资价值更加凸显。三是产业资本入局预示行情底部来临。2024 年下半年以来，广汇能源、兖矿能源、平煤股份、淮北矿业等相继披露股东增持和上市公司回购方案，或预示产业资本认可当前为板块价值底部，且增持成本显著低于一级市场购买或二级资产注入，复盘历史股东增持后市场表现，后续股价上行概率或明显提高。四主线精选煤炭个股将受益：主线一，红利逻辑：【中国神华、陕西煤业、中煤能源（分红潜力）】；主线二，周期逻辑：【平煤股份、淮北矿业】；主线三，破净修复：【上海能源、永泰能源】；主线四，成长逻辑：【广汇能源、新集能源】。

风险提示：经济增速下行风险，供需错配风险，可再生能源加速替代风险。

【地产建筑】推动基础设施领域 REITs 扩围扩容，产业园区 REIT 单周表现优异——行业周报-20250309

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

推动基础设施领域 REITs 扩围扩容，产业园区 REIT 单周表现优异

2025 年第 10 周，中证 REITs（收盘）指数为 849.53，同比上涨 5.4%，环比上涨 1.14%；中证 REITs 全收益指数 1045.48，同比上涨 12.88%，环比上涨 1.19%。本周，REITs 市场交易规模成交量达 8.37 亿份，同比增长 67.74%；成交额达 36.65 亿元，同比增长 99.18%；区间换手率 4.77%，同比增长 11.97%。本周保障房、环保、高速公路、产业园区、仓储物流、能源、消费类 REITs 一周涨跌幅分别为+0.21%、-0.67%、+0.90%、+2.17%、+2.10%、+1.62%、-4.02%；一月涨跌幅分别为-3.67%、-1.02%、+3.74%、+0.85%、+2.40%、+1.12%、-3.78%。我们认为，债券市场利率中枢下行压力下，“资产荒”逻辑将继续演绎，REITs 作为高分红、中低风险的资产，在政策力度加强以及社保金和养老金入市预期下，将持续提升配置性价比，板块具备较好的投资机会，维持行业“看好”评级。

推动基础设施领域 REITs 扩围扩容，南方顺丰仓储物流 REITs 批复

国家发改委：优化完善专项债券管理机制，实施好投向领域“负面清单”管理、下放项目审核权限等措施。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。证监会：一、准予南方基金管理股份有限公司注册南方顺丰仓储物流封闭式基础设施证券投资基金，基金类型为契约型封闭式，基金合同期限为 43 年。二、准予基金的募集份额总额为 10 亿份。三、同意南方基金管理股份有限公司为基金的基金管理人，招商银行股份有限公司为基金的基金托管人。

一周行情：产业园区 REITs 单周上涨 2.17%，单月累计上涨 0.85%

2025 年第 9 周，中证 REITs（收盘）指数为 849.53，同比上涨 5.40%，环比上涨 1.14%，2024 年年初至今累计上涨 12.31%，同期沪深 300 指数累计上涨 14.95%，累计超额收益-2.64%；中证 REITs 全收益指数 1045.48，同比上涨 12.88%，环比上涨 1.19%，2024 年年初至今累计上涨 21.32%，累计超额收益+6.37%。本周保障房、环保、高速公路、产业园区、仓储物流、能源、消费类 REITs 一周涨跌幅分别为+0.21%、-0.67%、+0.90%、+2.17%、+2.10%、+1.62%、-4.02%；一月涨跌幅分别为-3.67%、-1.02%、+3.74%、+0.85%、+2.40%、+1.12%、-3.78%。

一级跟踪：16 只 REITs 基金等待上市，发行市场持续活跃

2025 年第 10 周，共有 16 只 REITs 基金等待上市。本周泰紫金苏州恒泰租赁住房封闭式基础设施证券投资基金首发申请已反馈、中金中国绿发商业资产封闭式基础设施证券投资基金首发申请已受理。

风险提示：（1）公募 REITs 价格变动及运营风险；（2）调控政策超预期变化，行业波动加剧；（3）各类别资金入市进度不及预期；（4）项目长期分派率不及预期。

【商贸零售】上美股份业绩预告高增，期待渠道和品牌多面开花——行业周报-20250309

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

上美股份业绩预告高增，“聚焦+裂变”打法成型

本周（3月3日），上美股份发布2024年度业绩预告，预计实现营业收入67-69亿元，同比增长59.9%-64.7%；净利润约7.5-8.1亿元，同比增长62.4%-75.4%。利润增长主要得益于旗下科学抗衰护肤品牌韩束和中高端婴童功效护肤品牌Newpage收入高增。展望后续，上美股份以“2+2+2”的品类矩阵多维布局护肤、母婴和洗护，核心品牌韩束“聚焦+裂变”打法逐渐成型，套盒爆品系列势能延续，借助自播和商品卡实现了收入和利润的良好平衡；同时借助X肽超频系列（面霜、精华等）、闪充棒等大单品攻克天猫平台，此外韩束多品类布局，如韩束男士护肤、彩妆及身体护理销售表现亮眼。母婴品牌红色小象和Newpage一页则分别布局大众母婴护理和中高端婴童功效护肤，实现人群的全覆盖，其中Newpage凭借“医研共创”模式积累了较高的用户信任度，品牌销售增速和盈利能力双高。我们认为高增本质是公司把握住质价比消费趋势和抖音渠道流量红利，以及研产深厚底蕴的“三重共振”，近期积极深化产品规划、品类布局及品牌搭建，未来期待看到渠道和品牌的多面开花。

行业关键词：盒马鲜生、京东MALL、高德美、韩束香氛、天猫美妆等

【盒马鲜生】盒马新财年将开近100家鲜生门店。**【京东MALL】**京东MALL北京双井店预计6月18日开业。**【高德美】**高德美2024年净销售额达到44.1亿美元，同比增长9.3%。**【韩束香氛】**上美股份旗下韩束将于2025年年底推出“红运香氛”系列。**【天猫美妆】**2月天猫美妆销售近70亿元，防晒、香水等类目表现较好。

板块行情回顾

本周（3月3日-3月7日），商贸零售指数报收2150.43点，上涨0.96%，跑输上证综指（本周上涨1.56%）0.59个百分点，板块表现在31个一级行业中位居第21位。零售各细分板块中，本周专业连锁板块涨幅最大，2025年年初至今专业连锁板块领跑。个股方面，本周若羽臣（+26.5%）、焦点科技（+16.7%）、红旗连锁（+13.8%）涨幅靠前。

投资建议：关注消费复苏主线下的高景气赛道优质公司

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

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

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

投资主线四（医美）：关注受益医美消费恢复、盈利能力具备更强确定性的上游差异化医美产品厂商，重点推荐爱美客等，受益标的锦波生物等。

风险提示：消费恢复不及预期、行业竞争加剧、政策风险等。_x000c_x000c_

【计算机】聚焦AI最核心产业方向——行业周报-20250309

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

市场回顾：

本周（2025.3.3-2025.3.7），沪深 300 指数上涨 1.39%，计算机指数上涨 6.46%。

周观点：聚焦 AI 最核心产业方向

AI Agent 催化不断，AI 应用迎来“奇点时刻”

3 月 6 日凌晨，Monica.im 发布旗下首款 AI Agent 产品 Manus，Manus 是一款可以真正实现自主的 AI Agent 产品，不仅能够为用户提供建议和答案，还可以直接完成完整的任务。比如为用户整合旅行信息，创建完整行程单，或者进入深入股票分析等。Manus 在 GAIA 基准测试的所有三个难度级别上都取得了新的最先进(SOTA)表现。另据 TheInformation，OpenAI 计划对达到博士水平的 AI Agent 每月收费 2 万美元，这些“博士水平”的 AI Agent 能够处理学术研究和软件开发领域中的复杂任务。OpenAI 计划推出三种类型的 AI Agent，每月收费可能在 2000-2 万美元。巨头密集布局下看好 AI Agent B 端商业化星辰大海。？

博通业绩超预期，阿里加码资本开支，AI 算力持续景气

受益于 AI 算力强劲需求，博通公司第一财季业绩、第二财季收入指引均超市场预期。博通 CEO 表示，超大规模数据中心客户正积极投资于定制 AI 芯片以优化数据中心的计算能力，在过去三个月内，又有两家大型科技公司开始与博通合作，计划大规模定制 AI 芯片。阿里 CEO 吴泳铭表示，未来三年将加大投入三大 AI 领域，包括 AI 基础设施、基础模型平台及 AI 原生应用、现有业务的 AI 转型等，未来三年集团在云和 AI 的基础设施投入预计将超越过去十年的总和。AI 推理侧算力需求高景气，看好算力及云厂商成长前景。

投资建议

我们持续坚定看好阿里、DeepSeek 等为代表的国产 AI 产业崛起趋势：

应用推荐金山办公、科大讯飞、卓易信息、同花顺、合合信息、鼎捷数智、拓尔思、金蝶国际、焦点科技、税友股份、上海钢联、致远互联、普元信息等，受益标的包括每日互动、高伟达、汉王科技、金桥信息、汉仪股份、三六零、万兴科技、泛微网络、用友网络、润达医疗、彩讯股份、福昕软件、汉得信息、兴图新科等。

算力领域，推荐海光信息、中科曙光、淳中科技、浪潮信息等，受益标的包括寒武纪、紫光股份、工业富联、景嘉微、远东股份等；云厂商受益标的包括深信服、深桑达 A、青云科技-U、优刻得-W、首都在线、金山云等，一体机推荐软通动力，受益标的包括新致软件、永信至诚、龙芯中科、云从科技、麒麟信安、恒为科技等，华为昇腾生态，推荐神州数码等，受益标的包括高新发展、广电运通、烽火通信、拓维信息等。

风险提示：产业落地不及预期；市场竞争加剧风险；公司研发不及预期风险等。

【通信】Manus 或加速国产 AIDC 产业链需求释放——行业周报-20250309

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

国产通用性 AI Agent Manus 发布，性能超越 DeepResearch

2025 年 3 月 6 日，中国的创业公司 Monica 正式对外发布通用型 AI Agent 产品 Manus。Manus 在 GAIA 基准测试的 Level1~3 均中取得了 SOTA 的成绩，显示其性能超越 OpenAI DeepResearch。相较于目前的大模型产品，作为通用型 Agent，Manus 定位于一位性能强大的通用型助手，对于用户不仅是提供想法，而是能将想法付诸实践，真正解决问题。从发布的视频演示来看，Manus 在接到用户指令后可以直接操作电脑完成一系列报告撰写、表格制作等工作，并在最后导出符合用户需求的产品。

阿里发布推理模型 QwQ-32B，国产 AI 模型及应用加速发展

3 月 6 日，阿里通义千问发布推理模型 QwQ-32B，拥有 320 亿参数，在推理模型中集成了与 Agent 相关的能

力，使其能够在使用工具的同时进行批判性思考，并根据环境反馈调整推理过程。腾讯混元发布并开源 HunyuanVideo-I2V 图生视频模型，拥有 130 亿参数，适用于多种类型的角色和场景，包括写实视频制作、动漫角色以及 CGI 角色制作的生成，支持对口型、动作驱动、生成背景音效、生成 2K 视频等新能力。

3 月 7 日，AndreessenHorowitz 发布 2025 年全球 100 生成式 AI 应用排行榜显示，在网页版排名中，DeepSeek 排名第二，仅次于 ChatGPT，字节跳动的豆包排名第 10，月之暗面排名 11，快手可灵排名 20，超过了 Sora、Midjourney、Runway 等知名产品；在移动版中，百度 AI 搜索排名第 4，夸克 AI 第 6，豆包第 7。国内 AI 模型及应用能力。

全面看好国产 AIDC 产业链四大方向

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

风险提示：5G 建设不及预期、AI 发展不及预期、中美贸易摩擦

【化工】加强化工顺周期配置，本周磷铵价格延续上涨——行业周报-20250309

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

本周行业观点：加强化工顺周期配置，关注中游制造业供给侧改革机遇

供给端，2025 年政府工作报告提及，综合整治“内卷式”竞争；国家发改委主任郑栅洁在十四届全国人大三次会议经济主题记者会上表示，国家发展改革委将分行业出台化解重点产业结构矛盾的具体方案，推动落后低效产能退出，扩大中高端产能供给，让供给侧更好适应市场需求变化。需求端，2 月 PMI 指数重回扩张区间；化工传统需求旺季“金三银四”到来；政府工作报告提及 2025 年政府工作任务是大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。近期市场风格处于再平衡阶段，化工板块供需边际改善明显，建议增配化工顺周期板块。具体来看：（1）供需双重改善子行业：铬盐（推荐标的：振华股份）、氟化工制冷剂（推荐标的：巨化股份、三美股份等）、工业一铵（受益标的：川发龙蟒、川恒股份、云图控股、新洋丰等）、钾肥（推荐标的：盐湖股份、亚钾国际等）、涤纶长丝（推荐标的：新凤鸣、桐昆股份）。（2）供给优化品种碳酸锶、瓶片、维生素 E 等：推荐标的：新和成；受益标的：金瑞矿业、红星发展、万凯新材、能特科技等。（3）化工龙头白马估值偏低，配置价值凸显：推荐标的：万华化学、华鲁恒升、恒力石化、荣盛石化等。（4）关注固态电池技术持续突破。推荐标的：长阳科技等。受益标的：道氏技术、上海洗霸等。

本周行业新闻：万华化学 40 万吨/年 POE 项目开工

【POE】据中化新网 3 月 5 日报道，烟台春季高质量发展重大项目建设现场推进会上，全市 321 个重点项目迎春破土，其中包括在蓬莱分会场开工的万华化学(蓬莱)有限公司 40 万吨/年聚烯烃弹性体（POE）项目。该项目运用万华化学的自主研发技术，可大幅提升乙烯产业链价值，有助于提升万华化学在全球聚烯烃弹性体市场的竞争力，进一步巩固其在化工新材料领域的领先地位。

推荐及受益标的

推荐标的：【化工龙头白马】万华化学、华鲁恒升、恒力石化、荣盛石化、赛轮轮胎、扬农化工、新和成、龙佰集团等；【化纤行业】新凤鸣、桐昆股份、华峰化学等；【氟化工】金石资源、巨化股份、三美股份、昊华科技

等；【农化&磷化工】兴发集团、利民股份、云天化、川恒股份、苏利股份、川发龙蟒、湖北宜化、盐湖股份等；【硅】合盛硅业、硅宝科技；【纯碱&氯碱】远兴能源、三友化工等；【其他】黑猫股份、振华股份、苏博特、江苏索普等。【新材料】OLED：瑞联新材、莱特光电、奥来德、万润股份、濮阳惠成；胶膜：洁美科技、东材科技、长阳科技；其他：彤程新材、阿科力、松井股份、利安隆、安利股份等。受益标的：【化工龙头白马】卫星化学等；【化纤行业】聚合顺等；【氟化工】东岳集团等；【农化&磷化工】云天化、川恒股份、苏利股份、川发龙蟒、湖北宜化、盐湖股份等；【硅】新安股份；【纯碱&氯碱】中盐化工、新疆天业等。【新材料】国瓷材料、圣泉集团、蓝晓科技等。【其他】华锦股份等。

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

【传媒】Manus 开启“AI Agent”新时代——行业点评报告-20250306

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004 | 田鹏（分析师）证书编号：S0790523090001

AI Agent 产品 Manus 开启内测，可实现真正自主的 AI 代理

3 月 6 日，来自中国的创业公司 Monica 正式对外发布通用型 AI Agent 产品 Manus。据团队介绍，Manus 在 GAIA 基准测试中取得了 SOTA (State-of-the-Art) 的成绩，显示其性能超越 OpenAI 的同层次大模型。最主要的是 Manus 是一个真正自主的 AI 代理，能够解决各类复杂多变的任务。与传统 AI 助手不同，Manus 不仅能提供建议或答案，还能直接交付完整的任务成果。Manus 采用多重签名 (multisig) 系统，由多个独立模型驱动。官方计划在 2025 年开源其中的一些模型，特别是推理部分。根据 Manus 官网展示的案例，Manus 可以完全自主地完成从规划到执行的全流程，展示了真正的 Agent 能力。比如一个常见的人力资源任务，从 15 份简历中筛选出适合强化学习算法工程师职位的人选，Manus 已经展现出了像人类一样的能力，手动解压缩文件，并逐页浏览每一份简历，同时记录其中的重要信息，最后给出了排名建议，并提供了候选人资料和评估标准作为参考。根据官网展示，Manus 可以实现的功能还包括：旅行规划、教育内容创建、保险政策比较、供应商采购、财务报告分析、创业公司列表整理、在线商店运营分析等。此前 Monica 还开发一款 All-in-One 的 AI 助手产品 Monica，最初以浏览器插件的形式推出，通过集成主流大模型（如 Claude3.5、DeepSeek 等），Monica 提供聊天、翻译、文案处理等功能。2024 年，Monica 用户数量达 1000 万。

随模型能力提升、成本降低，类似 Manus 产品或进一步加快 AI Agent 落地

3 月 6 日，根据 Theinformation，OpenAI 计划为专业人士推出量身定制版 Agent，用于执行销售线索分类、软件工程和博士级研究等高级任务，每月收费为 2000 美元至 1 万美元。此外，阿里发布并开源了推理模型 QwQ-32B，这款仅有 320 亿参数的模型通过强化学习技术，在多项基准测试中展现出与拥有 6710 亿参数（激活参数 37B）的 DeepSeek-R1 相媲美的性能，还支持消费级显卡的本地化部署。随着大模型性能提升与成本的降低，以及能够在消费级显卡部署带来的门槛降低，为 AI 大规模应用落地打下了坚实基础，Manus 的发布有望加快 AI Agent 落地，重塑各行业工作流程，带来生产效率的进一步提升。

AI Agent 产品发展有望带动 AI 应用拓展及商业化，建议继续布局 AI

我们认为 AI Agent 的加速落地或进一步带动端侧 AI 应用落地，以及 AI 应用范围拓展，并拉动对推理算力的需求，建议继续布局 AI：（1）大模型：重点推荐腾讯控股、快手-W，受益标的包括阿里巴巴-W、昆仑万维。（2）AI 虚拟陪伴：重点推荐盛天网络、奥飞娱乐、网易云音乐，受益标的包括汤姆猫、实丰文化；（3）AI 广告/电商：重点推荐引力传媒、值得买，受益标的包括蓝色光标、易点天下、国赛集团。（4）AI 游戏：重点推荐恺英网络、心动公司、神州泰岳、吉比特、网易-S，受益标的包括巨人网络；（5）AI 教育：受益标的包括世纪天鸿、果麦文化、盛通股份、南方传媒；（6）算力+云：重点推荐顺网科技，受益标的包括浙文互联、浙数文化、天威视讯、华数传媒。

风险提示：Manus 产品进展不及预期；AI Agent 应用商业化进展不及预期。

特别声明

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

分析师承诺

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

股票投资评级说明

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

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

分析、估值方法的局限性说明

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

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

法律声明

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

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

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

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

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

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

开源证券研究所

上海

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

深圳

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

北京

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

西安

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