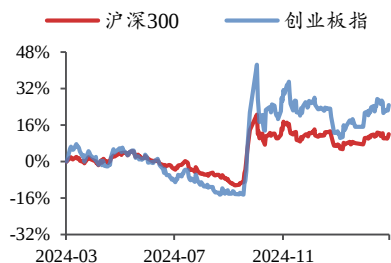


沪深300及创业板指数近1年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
计算机	5.007
传媒	4.553
社会服务	2.748
非银金融	2.619
通信	2.348

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
银行	-0.551
钢铁	-0.384
公用事业	-0.083
石油石化	0.165
交通运输	0.269

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】蓄势应变，留有后手——2025 年政府工作报告学习-20250305

【固定收益】降息落地的可能条件及影响——政府工作报告学习-20250305

【金融工程】港股量化：2月南下资金净流入和成交活跃度持续创新高，3月增配价值——金融工程定期-20250306

行业公司

【计算机】AI Agent 迎来“奇点时刻”——行业点评报告-20250306

【汽车】问界 M8/新 M9 开启预售，华为系新车周期强势来临——行业点评报告
-20250306

【地产建筑】稳住楼市，加快收储，房地产定调依然积极——行业点评报告
-20250306

【传媒】科技与创新融合，首发经济焕新机——行业点评报告-20250305

【机械：华荣股份(603855.SH)】防爆龙头进军机器人领域，开启智能安全新纪元
——公司信息更新报告-20250306

【海外：创科实业(00669.HK)】美国地产刚需有望释放，海外产能落成或提升确定性——港股公司信息更新报告-20250306

研报摘要

总量研究

【宏观经济】蓄势应变，留有后手——2025 年政府工作报告学习-20250305

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

政策基调:实施更加积极有为的宏观政策

2024 年任务目标顺利完成，当前面临更多外部挑战（贸易科技冲击、单边/保护主义加剧、关税壁垒增加等）。2025 年政策取向延续“稳中求进”，强调“实施更加积极有为的宏观政策”，“根据形势变化动态调整政策”。总体看，政府工作报告延续 2024 年 12 月中央经济工作会议的基调，符合预期，加强逆周期调节决心强，后续重点关注政策落地节奏，预计财政、货币等政策将加快落地。

主要目标: GDP5%凸显稳增长决心，CPI2%指向提升物价

1、GDP 目标为 5%左右，宏观政策提供强力支撑并留有后手。5%的经济增长目标：短期看，是稳就业、防风险、惠民生的底线要求，与地方经济增长目标和条件也保持一致。长期看，是实现 2035 年中长期发展目标的阶段性要求，并与当下潜在增速匹配。同时，宏观政策将势必为经济增长提供强有力的政策支撑，且留有后手，将会依据形势变化动态调整、积极应对。

2、CPI 目标为 2%，约束性或将加强，旨在扩大内需，提升物价，打开政策空间。CPI 目标从以 3%调整为 2%，向社会和市场释放提价的更加鲜明的信号。2024 年以来推动物价温和回升为货币政策的重要考量，更具操作性的物价目标打开了货币政策的空间，或意味着若 CPI 持续低于 2%，货币政策可进一步加码。

宏观调控：宽财政、宽货币，重视民生

1、财政“更加积极”体现在三方面，广义赤字率可达 8.4%。（1）赤字率、超长期特别国债、专项债规模同时提升，广义财政赤字率提升至 8.4%。（2）支出结构注重“惠民生、促消费、增后劲”，“推动更多资金资源‘投资于民’”，财政支出或向扩大就业、居民增收减负、消费激励等领域倾斜。我们测算养老补贴、部分群体涨薪、生育补贴等收入性政策和 3000 亿元以旧换新政策有望拉动社零 1.4 个百分点，拉动 GDP0.5 个百分点。（3）专项债扩围支持收储和清欠。专项债用途为“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”，我们预计资金规模分别为 3.1 万亿、5000 亿、8000 亿左右。

3、货币政策“适度宽松”，支持股市楼市、消费和民企，关注后续关税扰动若加码，可能迎来货币政策落地窗口期。会议指出“适时降准降息”，宽松基调不改，节奏或适时调整。全年货币宽松幅度可期，原因有三：当前实际利率仍偏高；抬升物价的重要性提高；经济不确定性因素较多，货币政策应对空间充足。我们认为货币短期内或注重稳汇率和防空转的平衡，而中期或将迎来降准降息的窗口期。此外，会议强调结构性货币政策支持加码，其中股市楼市、消费和民营企业为新增方向，强化货币与其他调控的协同。

工作任务：扩消费为首、科技乘势而上，关注改革、防风险新表述

1、大力提振消费、提高投资效益，全方位扩内需。消费端一是多渠道促进居民增收，通过收入政策提升居民边际消费倾向；二是继续安排 3000 亿支持以旧换新。投资端项目或主要围绕“十四五”“两重”以及“十五五”项目等。资金方面要“用好超长期特别国债，强化超长期贷款配套融资”、专项债将实施投向领域负面清单管理并下放项目审核权限。专项债发行提速有望提振 3 月基建表现。

2、因地制宜发展新质生产力，加快建设现代化产业体系。会议重点关注商业航天、低空经济等新兴产业、生物制造、量子科技、具身智能、6G 等未来产业。聚焦“人工智能+”行动，推动大模型广泛应用，大力发展智能网联新能源汽车、人工智能手机和电脑、智能机器人等智能终端。2025 开年呈“科技开门红”之势，政策因势利

导，乘势而上。结合民企座谈会精神，政策加大对民企科技突围的支持，关注上述重点行业的结构性机会。

3、改革方面关注保护民企、统一大市场、资本市场改革。强调加力推进清理拖欠企业账款工作。深化资本市场投融资综合改革，推动中长期资金入市，“加强战略性力量储备和稳市机制建设”，稳股市机制有望更加健全。

4、地产需求端放松、收储加码稳房价；关注化债新表述。《报告》指出“因城施策调减限制性措施”，需求政策有望继续放松。此外，“在收购主体、价格和用途方面给予城市政府更大自主权”，预计收储政策将进一步推动房价回暖。化债方面，“遏增量+化存量”并重，高风险省份约束将被打开。

5、稳就业和完善社会保障。一是更大力度稳定和扩大就业；二是真金白银强化医疗、养老、生育支持，旨在提升居民预期，可观察后续配套政策。

抓落实：打好政策“组合拳”，提高政策实效

“出台实施政策要能早则早、宁早勿晚，与各种不确定性抢时间，看准了就一次性给足”，指向当内外部环境存在扰动时，“蓄势待发”的政策将加速落地。关注后续超长期特别国债发行、专项债提速、二季度可能的货币政策落地等。政策托底经济的速度可能较2024年更快，因而经济可能出现“N”或者“V”型波动。

风险提示：经济增长不及预期，政策执行力度不及预期。

【固定收益】降息落地的可能条件及影响——政府工作报告学习-20250305

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

2025年3月5日，十四届全国人大三次会议在人民大会堂开幕，国务院总理李强作政府工作报告。

GDP目标5%、赤字率4%、CPI通胀率2%

2025年3月5日，政府工作报告提到“国内生产总值增长5%左右，城镇调查失业率5.5%左右，城镇新增就业1200万人以上，居民消费价格涨幅2%左右，居民收入增长和经济增长同步”。

2025年政府工作报告中对“经济目标”的设定，无论是GDP、还是赤字率，基本上符合预期。

我们认为，2025年政府工作报告，主要是2024年底政治局会议和中央经济工作会议政策思路的延续，更侧重于政策目标的公布和进一步落实。除非出现类似于2020年超出预期的事件，否则政策思路延续下，政策目标和政策力度大概率会符合预期，与政治局会议和中央经济工作会议的定调一致。

“降息”只是政策储备，大概率不会落地

2025年3月5日，政府工作报告提到“发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，适时降准降息，保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配”。

我们认为，虽然2025年政府工作报告提及“适时降准降息”，但“降息”或只是政策储备，大概率不会落地。

历史上，2020年5月22日政府工作报告同样提到“综合运用降准降息、再贷款等手段”，但两会之后2020年全年并未降息。

我们认为，“降息落地”需要经济重新面临向下压力，但2025年发生概率较低。逻辑在于：（1）2025年政策基调是“宽信用+宽财政”，政策刺激下经济很难重新下行；（2）地产对经济拖累减小、二季度一线地产房价或见底回升；（3）出口方面，全球经济周期有望继续向上，出口压力窗口期或至少到三季度，且考虑到中国需求回升，或进一步推动全球经济韧性；（4）中美贸易方面，关税并不一定会导致出口下降，比如，2018年中国出口保持良好水平。

通胀方面：一是政策目标由以往3%调整至2%，通胀政策目标的意义更为明确，或意味着通胀率回到2%之前，“扩大内需、宽财政、宽信用”将持续发力；二是发改委提到“出台化解重点产业结构性矛盾的政策措施，通

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

过强化产业调控、提质升级破内卷”，有望推动 2025 年通胀水平回升和企业利润回升。

债市维持观点：继续提示关注长债收益率上行

目前市场存在明显的降息预期，主要因为“适度宽松”的货币政策，但“适度宽松”，并不等于大幅降息。比如，2008 年底定调 2009 年“适度宽松”，2009 年没有降息；2009 年底定调 2010 年“适度宽松”，2010 加息。

另一方面，我们认为，即使 2025 年政策降息，但如果降息本身是为了宽财政和宽信用，降息之后资金利率并未跟随降息而下降，那么债市反而很难形成实质性利好，类似于 2023 年 8 月降息之后资金利率上行，反而导致债券收益率上行。

我们认为，考虑到“紧资金+宽财政+宽信用”的政策组合，以及市场叙事方式的变化（deepseek 引领的 AI 创新热潮、哪吒 2 票房大卖、民营企业座谈会召开等），“降息预期”或将继续减弱，收益率有望进一步上行。

近期的长债收益率上行，仅仅处于上行初期。维持债市观点，提示关注收益率上行。如果两会再次提及降息，导致市场的降息预期回升，投资者可以择机降低久期。

转债观点：看好 2025 年转债行情

看好 2025 年转债行情。国内政策确定性转向扩张性政策，以及 2025 年大概率是财政和信用政策宽松，转债市场存在良好的投资机会，重点关注小盘转债。

另一方面，当前市场对经济、政策效果的预期较低，同时地产有望出现拐点，建议关注顺周期板块。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

【金融工程】港股量化：2 月南下资金净流入和成交活跃度持续创新高，3 月增配价值——金融工程定期-20250306

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 傅开波（分析师）证书编号：S0790520090003

港股市场 2 月概览：港股市场表现引领，成长板块持续上涨

2025 年 2 月港股市场呈现强劲上涨态势，港股市场的月度表现为全球最佳。恒生指数单月上涨 13.43%，恒生科技指数单月飙升 17.88%。港股市场以科技股为核心，AI 概念和智驾技术推动科技板块估值重估，恒生科技指数成分股中约 20%跑赢大盘，腾讯、阿里等权重股涨幅显著。

2 月港股市场成交活跃度创港股通成立以来历史新高。2 月港股通日均成交额 2122.9 亿港元，较 2025 年 1 月日均成交额 928.7 亿港元上涨了 128.6%，港股日均成交 2316.2 亿港元，较 2025 年 1 月日均成交额 2316.2 亿港元上涨了 114.2%。

从港股一级行业来看，行业之间表现差异较大，高股息红利类相关行业 2025 年以来持续表现不佳，涨幅居前的行业为商贸零售、电子、汽车等成长行业。

港股通成分股资金流分析：2 月净流入额创 2021 年 2 月以来单月最高

2025 年 2 月南下资金持续维持大额净流入，月净流入额约 1528 亿港元，继续创 2021 年 2 月以来最高单月净流入额。

截至 2 月 27 日，南下资金、外资、中资、港资及其他这四类的持仓市值占比分别为 18.71%、62.77%、12.37% 和 6.16%，较 2025 年 1 月的变化分别为+0.28pct、+0.68pct、-0.58pct、-0.38pct。

南下资金：净流入靠前的行业为综合、商贸零售、计算机、汽车、煤炭。

外资：净流入靠前的行业为基础化工、计算机、房地产、消费者服务、电子。

中资：净流入靠前的行业为家电、石油石化、综合、轻工制造、国防军工。

港资及其他：净流入靠前的行业为建筑、电新、煤炭、有色金属、医药。

港股优选 20 组合的绩效表现：2 月组合超额收益-5.6%

在前期报告《公募港股投资变化及港股通优选组合构建》中，我们详细介绍了在港股通样本股中适用的各个因子，四大类因子在港股通成分股中分组表现优异。为了跟踪多头组合的月度表现，我们在每月底对分数最高的前 20 只个股按照等权的方式构建港股优选 20 组合，基准选取港股综合指数(HKD)(930930.CSI)。

2025 年 2 月，港股优选 20 组合的收益率为 7.79%，基准指数的收益率为 13.37%，组合超额收益率-5.58%。

从全区间来看（2015.1~2025.2），港股优选 20 组合的超额年化收益率 14.3%，超额收益波动比为 1.1。

港股优选 20 组合的 3 月持仓：价值比例有所提高

2025 年 3 月的港股优选 20 组合见表 3 所示，整体持仓较 2 月提高了在价值板块上的比例。

风险提示：模型测试基于历史数据，市场未来可能发生变化。

行业公司

【计算机】AI Agent 迎来“奇点时刻”——行业点评报告-20250306

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

事件：Monica 推出首款 AI Agent 产品 Manus，OpenAI 拟推付费版 AI Agent

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。

根据 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，AI Agent 迎来“奇点时刻”

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。2024 年 10 月以来，已有多家国内外头部大模型厂商竞相推出 AI Agent 产品。智谱 AI 发布用 AI 替代人类执行任务的三款智能体 Agent。Anthropic 发布具备计算机使用能力的升级版 Claude3.5Sonnet。OpenAI 推出代号为“Operator”的 AI Agent。同时 AI 加持下多家海外科技公司业绩表现亮眼。我们看好巨头密集布局下看好 AI AgentB 端商业化星辰大海。？

阿里加码资本开支，国内算力需求有望持续景气

阿里 CEO 吴泳铭表示，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。我们认为 AI Agent 应用端落地加速有望催化国内算力需求，阿里等云厂商加码 CAPEX 验证 AI 算力需求高景气，云计算作为底层算力支撑有望显著受益，建议重视云厂商 AI “卖铲人”成长潜力。

投资建议

我们持续坚定看好 2025 年 AI Agent 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、中科创达、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，受益标的包括汉得信息、泛微网络、用友网络、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、润达医疗、彩讯股份、福昕软件、兴图新科等。

算力领域，云厂商受益标的包括深桑达 A、青云科技-U、优刻得-W、首都在线、金山云等，一体机推荐深信服、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，推荐淳中科技、海光信息、中科曙光、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；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。

【汽车】问界 M8/新 M9 开启预售，华为系新车周期强势来临——行业点评报告-20250306

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

问界 M8/新 M9 开启预售，尊界 S800/享界 S9 增程版亮相，华为系百花齐放

3 月 6 日，问界 M8 开启预售，预售价 36.8-45.8 万元，预计将于 4 月正式上市。新车定位增程版 5/6 座 SUV，尺寸方面仅比问界 M9 略小，并将搭载与 M9 相同的华为高阶智驾等智能化配置，彰显爆款潜质，将填补问界 M7 与 M9 之间的价位空白。同时，新款问界 M9 也已开启预售，预售价 47.8 万元起，且 3 月将正式上市。新 M9 将搭配全新增程器，发动机功率从 112kW 提升至 118kW，提升能量转化效率，而 WLTC 油耗从 0.88L/100km 降低至 0.62L/100km，能耗明显降低，并且新 M9 或搭载 4 颗激光雷达，为逐步实现 L3 级智驾能力打下坚实的硬件基础。此外，尊界 S800 已亮相工信部，其将搭载 4 颗激光雷达，也有望实现 L3 级智驾能力，而享界 S9 增程版的推出符合高端车市场增程动力形式的需求。包括方程豹 8/豹 5 智驾版也已上市，深蓝 S09/阿维塔 06 预计将于 3/4 月上市。

推出“零部件、HI/HIPLUS、智选”模式，华为赋能车企做好智能化转型

华为凭借多年的 ICT 领域技术积累及手机 C 端业务的营销、渠道等积累，以领先的智能化技术赋能传统主机厂转型，合作模式包括 HI、智选模式等，而合作朋友圈从赛力斯、江淮等二线主机厂逐步扩大至奇瑞、比亚迪、上汽等头部车企：（1）智选模式下，目前问界已比较成功，我们认为华为有能力将其余“界”逐步扶持起来。从产品规划来看，SUV 目前合作较为成功，华为有望在其余品牌逐步铺开，比如引入 R7 的智界近来表现不错。同时，原先定位偏高端的品牌在品牌形象立住后，也有望推出一些更走量的车型。营销及人员投入方面，对于尚处成长期的合作品牌，华为方面会有所侧重，并将其逐步培养成独立品牌。此外，智能化技术等前期研发完成后，后续在各个品牌中进行方案适配所需要的人员需求将明显下降，且华为预计还在对车 BU 进行能力补强；（2）HI 及其升级模式下，华为发挥智能化技术优势，同时给车企在产品定义方面的自主权，有效解决部分“灵魂论”问题，也有利于发挥车企在产品定义、渠道等方面积累的优势。

研发 L3 级智驾彰显极致技术，成立引望绑定车企，积极进军 20 万以下市场

作为国内领先的智驾方案供应商，华为 2025 年有望推出 L3 架构，将带来革命性的智驾体验。尊界发布会上，华为对于传感器冗余及其余主动安全功能的充分强调预计是为了将 L3 架构尽快落地做好铺垫。于车企而言，与华为合作对于短期补齐智能化短板有较大作用。同时，华为将车 BU 资产独立成立引望公司，赛力斯、阿维塔已完成第二笔转让款支付，引望落地节奏进一步加快。以股权关系为纽带，车企与华为合作意愿将明显增强。此外，华为如果想继续做大，必然需要开拓 20 万以下的市场，未来随着激光雷达成本的下降以及纯视觉方案能力的持续进化，华为更有底气将高阶智驾价位下探，上汽与华为的合作将开启华为进军主流价位段市场的序幕。最后，华为积极布局具身智能领域，有望开启新篇章。

推荐标的：比亚迪/上汽集团/长安汽车；受益标的：赛力斯/江淮汽车/北汽蓝谷。

风险提示：汽车行业需求不及预期；智能化渗透率不及预期；行业竞争加剧等。

【地产建筑】稳住楼市，加快收储，房地产定调依然积极——行业点评报告-20250306

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

事件：2025 年政府工作报告发布

国务院总理李强 3 月 5 日作 2025 年政府工作报告，提出持续用力推动房地产市场止跌回稳，因城施策调减限制性措施，加力实施城中村和危旧房改造，充分释放刚性和改善性住房需求潜力。同时两会报告提出了 2025 年在合理控制供地、存量房收购、保交楼、房企债务、城市更新等领域的重点工作。

推动市场止跌回稳，楼市小阳春可期

本次国务院将“稳住楼市”首次写入政府工作报告，表明中央层面稳楼市的决心。数据层面，商品房销售面积降幅由 2024 年前三季度-17.1%回升至全年-12.8%，四季度销售面积同比+0.6%；2025 年前两月 30 大中城销售面积同比+0.6%，楼市企稳出现正向反馈。2025 年稳楼市具体措施包括因城施策、城市更新、融资协调机制等，各地政策仅剩京沪深三城限购有放松空间，二三线城市政策更多或将聚焦于房贷利率、购房补贴、交易税费及公积金政策层面。2024 年，全国实施城中村改造项目 1863 个，建设筹集安置房 189.4 万套，2025 年城市更新力度有望继续扩大，创造更多购房需求。对于改善房企融资，房地产融资协调机制目前审批贷款超过 6 万亿元，涉及已经交付和正在建设的住房超过 1500 万套。

盘活存量用地和商办用房，各地收储有序推进

报告提出实施更加积极的财政政策、适度宽松的货币政策，土地和存量住房收储或将得到专项债重点支持，同时 2025 年降息仍有空间，购房成本有望进一步下探。报告提出合理控制新增房地产用地供应，我们预计 2025 年宅地成交面积仍将缩量，以改善住房供求结构，我们跟踪的 355 城 2024 年宅地成交面积同比-12.9%，2025 年前两月同比-8.7%。与此同时，核心城市优质地块土拍供应增多，溢价率仍较高，有利于改善需求释放。存量收储层面，广东 2 月拟发行超 307 亿元专项债券用于回收闲置存量土地，河南、安徽、辽宁、贵州等多个省份在 2025 年地方政府工作报告中提及存量商品房收储工作，存量收储有望加速落地。

投资建议

本次政府工作报告延续了 2024 年 9 月以来对房地产行业的定调，2025 年地产政策有望持续宽松，2025 年前两月销售初步企稳，核心城市土拍热度高企，释放了积极的企稳信号。在更加积极的财政政策、适度宽松的货币政策下，存量收储及城中村改造工作有望加速推进，改善现有住房供求关系，加快止跌回稳进程。推荐标的：（1）投资强度高、布局区域优、机制市场化的强信用房企：保利发展、绿城中国、招商蛇口、中国海外发展、建发股份、越秀地产、滨江集团、建发国际集团；（2）住宅与商业地产双轮驱动，同时受益于地产复苏和消费促进政策：新城控股、龙湖集团；（3）二手房交易规模和渗透率持续提升，房地产后服务市场前景广阔：贝壳、我爱我家。

风险提示：（1）行业销售恢复不及预期，融资改善不及预期，房企资金风险进一步加大。（2）政策放松不及预期。

【传媒】科技与创新融合，首发经济焕新机——行业点评报告-20250305

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004 | 肖江洁（联系人）证书编号：S0790124070035

首发经济激活城市新动能，政策暖风频吹或持续助力发展提速

首发经济为涵盖企业的首演首秀、品牌首店、产品首发、展览首展等全链条式发展的综合性经济模式，在政策助力下发展有望提速。2024 年 12 月中央经济工作会议强调“积极发展首发经济”，同月的例行新闻发布会上商务部表示将加快出台推进首发经济的政策文件，政策支持或助力首发经济发展提速。首发经济有助于推动技术、模式、场景、产品等创新，并形成标杆引领，提升行业消费标准，助力创新扩散，以上海为例，2024 年 1-7 月，

上海新增首店 770 家，同比增长 16.5%，首发经济有望成为推动城市商业发展的新引擎。

AI/AR/无人机/机器人等高科技赋能首发经济，或进一步释放消费潜力

(1) 首演首秀：烟花秀、沉浸式演出、演唱会大量使用光影、AI、AR、无人机、全息 3D 等技术，打造精彩秀演。演艺有望成为人形机器人重要应用场景，宇树机器人登上蛇年央视春晚舞台“秧 bot”引发广泛关注，大丰实业运用仿生机械推出“钱江潮涌”壮景，锋尚文化在哈尔滨亚冬会开幕式上运用裸眼 3D、AR、8K 超清屏等技术实现高度沉浸的冰雪视效。(2) 品牌首店：IP 快闪店近年快速兴起，“Z 世代”消费活力强大，IP 谷子首店持续推出，供需双旺或激活线下商业体。(3) 产品首发：Jellycat 为毛绒玩具界新秀，凭借可爱形象、沉浸式购物体验和人化的产品故事提供情感陪伴价值，各种 AI 陪伴产品方兴未艾，多款首发产品畅销，AI 陪伴产品成长空间或打开。(4) 展会首展：AI 眼镜赋能出海展会，CJMF 推出 2.5 次元音乐节体验，AI、谷子经济等助力展览“老树开新花”。

积极关注具备创新基因、IP 优势及运营经验的首发经济参与方

(1) 锋尚文化：大量运用无人机、裸眼 3D、AR、8K 超清屏等技术推出沉浸式首演首秀，借助高科技发力 C 端文旅演艺；(2) 阅文集团：持续推出 IP“谷子”首店，并联动 IP 推出沉浸式互动剧等新兴内容；(3) 上海电影：旗下上影元 IP 储备丰富，美罗城拓展“谷子”业态；(4) 奥飞娱乐：“AI+IP”赋能玩具，推出喜羊羊 AI 玩偶；(5) 顺网科技：CJ 展会影响力持续扩大，同时推出 2.5 次元音乐节体验；(6) 大丰实业：运用仿生机械推出“钱江潮涌”主火炬、积极布局演艺“机甲秀”；(7) 阿里影业：旗下大麦网为国内头部票务平台，乘演唱会经济东风启航；(8) 猫眼娱乐：线上电影票务龙头，“流量优势+内容自制”经验丰富；(9) 中信出版：旗下书店孵化二次元新兴消费品牌谷知谷知；(10) 中文在线：专注于 IP 衍生品开发的品牌次元探秘；(11) 元隆雅图：礼赠品行业龙头、IP 文创领军企业，IP 快闪活动拓宽文化版图；(12) 电声股份：体验营销综合服务商，多年深耕快闪业态；(13) 汤姆猫：IP 影响力突出，AI 童伴机器人面世；我们建议积极关注具备创新基因、IP 优势及运营经验的首发经济参与方，重点推荐锋尚文化、阅文集团、上海电影、奥飞娱乐、顺网科技，受益标的包括大丰实业、阿里影业、猫眼娱乐、中信出版、中文在线、元隆雅图、电声股份、汤姆猫等。

风险提示：引进首店及产品首发不及预期、线下消费恢复不及预期。

【机械：华荣股份(603855.SH)】防爆龙头进军机器人领域，开启智能安全新纪元——公司信息更新报告-20250306

孟鹏飞（分析师）证书编号：S0790522060001 | 熊亚威（分析师）证书编号：S0790522080004

防爆电器龙头进军机器人领域，开启智能安全新纪元

公司是防爆电器行业龙头，形成厂用防爆电器、专业照明设备、矿用防爆电器、光伏电站 EPC 四大业务条线，并积极拓展矿用机器人。公司传统业务因具备重要安全价值和耗材属性，增长稳健。新兴业务中，防爆机器人空间广阔，带来增长高弹性。考虑 EPC 确收取决于项目进度，我们下调 2024-2026 年归母净利润为 5.18/6.00/6.78 亿元（前值为 5.40/6.53/7.57 亿元），EPS 为 1.53/1.78/2.01 元（前值为 1.60/1.93/2.24 元），当前股价对应 PE 为 16.9/14.6/12.9 倍。考虑到公司作为国内防爆电器龙头，立足主业，拓展防爆机器人，成长性强，维持“买入”评级。

机器人场景落地先行者，高附加值场景全覆盖

公司下游全面覆盖石油化工、核电、矿山、国防军工等高附加值场景。(1) 牌照齐全，公司是国际、国内同行业中产品系列最齐全、产品认证最广的防爆企业，包括各类防爆认证、国家保密认证、CNAS 实验室认证等。

(2) 渠道广阔：海内外超 300 家网点；(3) 机器人落地顺畅：基于物联网、大数据、5G 技术搭建了首个智能管控平台“安工智能”，已在石化、医药、矿山、酒类等行业应用，可无缝接入人形和特种机器人。

联合天创机器人开发防爆机器人，抢占刚需市场

2025年2月28日,《北京具身智能科技创新与产业培育行动计划(2025-2027)年》发布,明确加快危险、重复、繁重岗位作业的具身智能机器人替代,危化防爆行业安全性要求极高,行业智能化渗透率低,实施机器换人需求迫切。天创机器人官微1月20日消息,公司与天创机器人在防爆机器人、人工智能、国内外市场等深度合作。天创机器人成立于2011年,是国家高新技术和培育独角兽企业,其开发的T-BOT系列机器人具备工业级防护设计,防爆机器人系列产品已获取IICT6级防爆认证,T9-E矿用机器人是国内率先通过最高等级MA认证的煤矿巡检机器人。天创机器人开发了全球首款重载防爆人形机器人“天魁一号”,全球首个获得IICT6级防爆认证,末端最大负载25kg,续航里程5小时,可在高温高湿、强磁多尘、易燃易爆等复杂环境下精准作业。

风险提示:防爆机器人拓展不及预期;海外市场拓展不及预期;汇率波动风险。

【海外:创科实业(00669.HK)】美国地产刚需有望释放,海外产能落成或提升确定性——港股公司信息更新报告-20250306

吴柳燕(分析师)证书编号:S0790521110001 | 陈沅(联系人)证书编号:S0790124070037

2025年美国地产刚需释放,品牌力稳固、海外产能落地或提升业绩确定性

考虑到海外产能爬坡折旧影响,我们将2025-2026年净利润预测由13.69/17.10亿美元轻微下调至13.45/16.32亿美元,并新增2027年净利润预测19.40亿美元,分别对应同比增速19.9%/21.3%/18.9%,对应摊薄后EPS0.7/0.9/1.1美元,当前股价对应20.0/16.5/13.9倍PE。当前估值已较大程度反映市场对关税及美国经济衰退担忧,公司Milwaukee品牌产品力强劲、同时加速补齐弱势领域驱动收入增长提速,海外产能建设完成、品牌议价能力有望保障利润率,维持“买入”评级。

2024H2业绩符合预期,Milwaukee延续强劲增长、RYOBI受益OPE复苏

2024H2公司收入73.1亿美元,同比增长6.7%符合我们预期,其中电动工具业务同比增长7.8%,主要由核心品牌Milwaukee(估算同比增长约11.4%)、RYOBI(估算同比增长约6.7%,受益OPE品类低双位数增长)拉动,测算电动工具其他品牌同比下滑34.1%;地板护理业务同比下降7.2%,RYOBI于2024年切入地板业务后销售额快速增长、非RYOBI品牌下滑。2024H2净利润5.7亿美元,同比增长14.1%符合我们预期,(1)2024H2毛利率40.7%同比提升1.0pct,受益于Milwaukee占比提升、售后电池业务、新领域产品推出、成本控制;(2)2024H2净利息开支0.21亿美元,同比2023H2下降0.08亿美元,系财务资源管理成果显现;(3)2024H2经营费用率32.0%同比增长0.6pct,其中研发费用增长14.8%,主要由于持续加大新产品及技术研发力度;销售及行政费用维持中个位数增长。

2025年收入增长有望加速,海外产能建设完成有望对冲关税风险

公司指引2025年收入增长中至高个位数、中期EBIT利润率目标10%,其中2025年Milwaukee收入利润均维持双位数增长、RYOBI收入个位数增长、其他业务增速提升至中至高个位数(依靠弱势领域改善、地板业务资源整合)。基于美国对加、墨、华分别加征25%/25%/20%关税背景,创科2024年来自北美收入占比76%,考虑公司已完成海外产能建设、无需额外产能扩张、后续海外产能稼动率提升有望抵抗关税影响,公司预计对2025年业绩基本无影响。

风险提示:美国经济衰退超预期;产品更新不及预期;电动工具需求不及预期。

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