

2025 年 3 月 5 日 星期三

分析师推荐

【东兴策略】总量双周报：多头趋势不改 结构性牛市延续（20250304）

主要观点：

宏观：国内关注两会。3 月 5 日召开的两会将是市场焦点，届时将公布具体的财政赤字率（预计 4%）、GDP（预计 5%）以及通胀（预计 2%）的具体目标，是衡量财政和货币政策宽松程度的重要节点。我们预计财政宽松力度可期，会议将继续强调全方位扩大国内需求，投资政策可能更倾斜于科技性产业。此外，美国再次对我国追加 10%关税，并于 3 月 4 日生效，中美竞争叙事仍然成立。短期内，汇率仍会有所承压。海外方面，市场对美国衰退担忧增加。

A 股策略：重视消费板块投资机会。下周两会将至，刺激消费作为重要政策导向，市场有较大的政策预期，从家电和消费电子补贴效果来看，对销量有较好的促进作用，相信在两会上消费会再次成为一个焦点话题。从基本面来看，消费复苏仍旧是缓慢的过程，消费需要政策出台大力度举措才能够走出复苏泥潭，这点自上而下已经形成共识，在科技兴国的同时，以消费促进国民经济发展，从投资导向转向消费导向是大势所趋，我们倾向于消费的边际改善会逐步显现，目前市场对消费的预期普遍偏低，消费市场关注度较低，机构持股比例也偏低，而个股的下跌空间也比较有限，即使年报或者一季度未出现较为明显复苏，但股价已经处于中期较低位置，建议投资者在关注科技股的同时，重视消费板块的投资机会，且该板块的波动率较科技股低得多，更加适合稳健投资者

债券市场：我们看好短端利率修复价值，后续关注政府债发行放量、央行流动性投放和两会政策情况。对两会前和政府债发行放量之后的资金面相对乐观，关注中短端利率债曲线的修复和补涨机会。长端利率下行空间进一步打开需等待 OMO 降息落地。货币政策以我为主、坚持支持性立场不变、宽松方向明确，逆周期政策加力但经济基本面尚难明显改善，机构配置需求仍强劲，利率大幅回调概率较低，震荡下行仍是大概率事件。我们预计长端利率阶段性在 1.6-1.7%窄幅震荡；长端利率下行空间打开需待 OMO 降息落地。

银行：看好经济预期边际改善带来的估值修复。中期来看，在利率中枢下行趋势下，银行高股息配置价值继续突出。资金层面，政策持续鼓励中长线资金入市，预计未来保险资金、ETF 被动资金将延续稳定增长，有助于支撑银行估值。我们建议关注两条投资主线：（1）中长期资金入市、指数化投资支撑银行配置价值。利率下行趋势下，高股息选股逻辑仍可延续。（2）逆周期

A 股港股市场

指数名称	收盘价	涨跌%
上证指数	3,341.96	0.53
深证成指	10,709.46	0.28
创业板	2,190.36	0.01
中小板	6,634.77	0.28
沪深 300	3,902.57	0.45
香港恒生	23,594.21	2.84
国企指数	8,630.40	3.14

A 股新股日历（本周网上发行新股）

名称	价格	行业	发行日
弘景光电	41.90	电子	20250304
恒鑫生活	-	轻工制造	20250307

*价格单位为元/股

A 股新股日历（日内上市新股）

名称	价格	行业	上市日

*价格单位为元/股

数据来源：恒生聚源, 东兴证券研究所

调节政策成效逐步显现之下，银行个股基本面预期改善带来估值进一步修复，建议关注有业绩释放空间的优质区域行。

地产：当前楼市延续止跌回稳态势，百强房企操盘销售金额止跌回稳。在需求端企稳之下，土地收储全国范围内亦有望加速落地，对缓解房企现金流压力，提振楼市信心，巩固止跌回稳趋势有重要作用。我们看好重点城市布局较多的国企与央企，推荐保利发展；招商蛇口、华润置地、绿城中国、越秀地产等也有望受益。

证券：近期权益市场活跃度保持在较高水平，投资者信心逐步修复有助于资本市场平稳运行，后续推进改革的市场基础更加夯实。同时，伴随着国家对于科技创新的日益重视，证券行业有望持续受益于科技企业全方位的成长，多项业务增量空间打开。多家券商陆续接入 DeepSeek 等 AI 模型，或意味着券商金融科技投入进入新阶段，更多创新业态有望加速形成，行业 ROE 提升空间打开。其中，头部券商的资本优势和平台优势在业务和 AI 高度对接的时代有望更为充分的体现。建议持续关注头部券商和行业 ETF 的投资价值。

保险：考虑到 2024 年负债投资两端的较高基数，2025 年保险公司的业绩增速和价值增速大概率较 2024 年收窄。而负债端和宏观经济及可支配收入增速有较高的正向相关性，亦会受到居民大类资产配置结构的影响，相较之下，投资端方面的催化更为直接和迅速。随着黄金投资规模在险企投资端占比的提升，险企长期面临的“资产荒”和利差损压力均有望得到缓解，且险资的参与亦有望推动黄金价格上涨，两者有望形成正反馈。参与黄金试点的头部险企有望借助该机遇有力提升自身投资业绩，亦有望借助其平抑权益市场风格轮动和固定收益市场调整对投资端的影响，助力自身估值修复。建议持续关注上市头部险企的投资价值，以及保险 ETF 的投资价值。

风险提示：宏观政策低于预期；经济数据大幅波动。

（分析师：林阳 执业编码：S1480524080001 电话：021-65465572 分析师：康明怡 执业编码：S1480519090001 电话：021-25102911 分析师：林瑾璐 执业编码：S1480519070002 电话：021-25102905 分析师：陈刚 执业编码：S1480521080001 电话：010-66554028 分析师：刘嘉玮 执业编码：S1480519050001 电话：010-66554043）

【东兴房地产】房地产百强房企 1-2 月销售数据点评：2 月操盘金额同比止跌，市场延续回稳态势——（20250304）

根据克而瑞的数据，2025 年 2 月 top100 房企销售金额同比增长 1.3%，单月

销售转跌为涨。2月单月销售同比增速最高的5家房企为电建/保利置业/华发/越秀/中海。

操盘销售额 top100:

1-2月, top100 房企实现销售金额(操盘) 4,157.6 亿元, 同比增速为-1.2%, 前值为-3.2%。其中, 2月单月实现销售金额(操盘) 1,881.6 亿元, 同比增速为 1.3%, 前值为-3.2%。

1-2月, top10/top11~top20/top21~top30/top31~top50/top51~top100 房企的销售金额(操盘) 同比增速分别为 0.3%/1.2%/-13.5%/-8.4%/5.1%。其中, 2月单月同比增速分别为 13.8%/9.8%/-30.3%/-23.9%/-5.8%。

1-2月, top10/top11~top20/top21~top30/top31~top50/top51~top100 房企的销售金额(操盘) 分组累计占比分别为 48.0%/18.6%/8.3%/10.8%/14.3%。去年同期, 分组累计占比分别为 47.3%/18.2%/9.4%/11.6%/13.4%。

重点房企销售:

1-2月, 51家主流房企中, 销售金额(全口径)最大的5家房企为保利/中海/华润/万科/招商, 销售金额分别为 340/252.1/251/212.1/194.5 亿元。

1-2月, 51家主流房企中, 销售均价(全口径)最高的5家房企为滨江/融创/保利置业/绿城/越秀, 销售均价分别为 4.38/4.26/2.97/2.93/2.84 万元/平。

1-2月, 51家主流房企中, 销售金额(全口径)同比增速最高的5家房企为铁建/电建/保利置业/中铁/华发, 同比增速分别为 117.8%/88.5%/80.7%/69.2%/58.6%。

2月单月, 51家主流房企中, 销售金额(全口径)同比增速最高的5家房企为电建/保利置业/华发/越秀/中海, 同比增速分别为 244.0%/170.0%/74.2%/67.0%/55.2%。

投资建议:

我们认为, 当前楼市延续止跌回稳态势, 百强房企操盘销售金额止跌回稳。在需求端企稳之下, 土地收储全国范围内亦有望加速落地, 对缓解房企现金流压力, 提振楼市信心, 巩固止跌回稳趋势有重要作用。我们看好重点城市布局较多的国企与央企, 推荐保利发展; 招商蛇口、华润置地、绿城中国、越秀地产等也有望受益。

风险提示：盈利能力继续下滑的风险、销售不及预期的风险、资产减值的风险。

（分析师：陈刚 执业编码：S1480521080001 电话：010-66554028）

重要公司资讯

1. 苹果公司：宣布客户可以预购配备强大 M3 芯片的 iPadAir 和 Magic Keyboard 键盘，从 3 月 12 日开始供应。配备 M3 的 iPadAir 比配备 M1 的 iPadAir 快近 2 倍，1 比配备 A14 仿生芯片的 iPadAir 快 3.5 倍。11 英寸 iPadAir 的 Wi-Fi 型号起价为 599 美元，Wi-Fi+蜂窝型号起价为 749 美元。13 英寸 iPadAir 的 Wi-Fi 型号起价为 799 美元，Wi-Fi+蜂窝型号起价为 949 美元。（资料来源：同花顺 iFinD）

2. ASML：发布了主题为“携手推进技术向新”的 2024 年度报告。公司表示，向下一代光刻系统的转变可能会给客户带来非常高昂的成本，我们的任务和机会就是要了解如何帮助他们，并开发出能够使他们以尽可能低的风险和尽可能低的成本实现质量目标的产品和服务。（资料来源：同花顺 iFinD）

3. 奇瑞汽车：在常州新设动力科技公司，经营范围含汽车零部件研发、汽车零部件及配件制造、新能源汽车整车销售、汽车零配件批发、发电机及发电机组销售等。（资料来源：同花顺 iFinD）

4. 首都在线：公司的算力产品及解决方案与当下人形机器人需求高度适配，可应用在人形机器人领域。（资料来源：同花顺 iFinD）

5. 吉大正元：发布 DeepSeek 智密一体机，通过“AI 智能算力+密码基座”双引擎架构，融合 DeepSeek 大模型与国密算法体系，实现大模型效能释放与数据安全的统一。（资料来源：同花顺 iFinD）

经济要闻

1. 政府工作报告：《报告》指出，2024 年“稳”的态势巩固延续。主要表现在，经济规模稳步扩大，国内生产总值达到 134.9 万亿元、增长 5%，增速居世界主要经济体前列，对全球经济增长的贡献率保持在 30%左右。就业、物价总体平稳，城镇新增就业 1256 万人、城镇调查失业率平均为 5.1%，居民消费价格上涨 0.2%。国际收支基本平衡，对外贸易规模创历史新高，国际市场份额稳中有升，外汇储备超过 3.2 万亿美元。民生保障扎实稳固，居民人均可支配收入实际增长 5.1%，脱贫攻坚成果持续巩固拓展，义务教育、基本养老、基本医疗、社会救助等保障力度加大。重点领域风险化解有序有效，社会大局保持稳定。（资料来源：同花顺 iFinD）

2. 中央和地方预算草案：草案称，2025 年财政政策要更加积极，持续用力、更加给力，根据形势变化及时调整政策措施，打好政策“组合拳”。草案称，2025 年财政收支矛盾仍然突出，必须把困难挑战考虑得更充分一些，把政策举措准备得更周全一些，为促进经济持续健康发展提供坚实保障。草案称，“持续用力”，主要是做好年度间的政策衔接，既让已出台的政策发挥最大效能，又及时出台新的有力度的政策，前后贯通、接续发力。“更加给力”，具体体现在提高财政赤字率，加大支出强度、加快支出进度；安排更大规模政府债券，为稳增长、调结构提供更多支撑；大力优化支出结构、强化精准投放，更加注重惠民生、促消费、增后劲；持续用力防范化解重点领域风险，

促进财政平稳运行、可持续发展；进一步增加对地方转移支付，增强地方财力、兜牢“三保”底线。草案还提出，实施积极财政政策过程中，注重目标引领，把握政策取向，讲求时机力度，强化系统思维，各项工作能早则早、靠前实施。（资料来源：同花顺 iFinD）

3. 国家金融监管总局：发布《关于进一步扩大金融资产投资公司股权投资试点的通知》，将此类投资范围扩大至 18 个试点城市所在省份，并支持保险资金参与。（资料来源：同花顺 iFinD）

4. 国家市场监管总局：今年市场监管总局将集中整治涉企乱收费、乱罚款、乱检查、乱查封问题。对于涉企乱收费问题，将采取“治标”与“治本”相结合的办法进行整治。（资料来源：同花顺 iFinD）

5. 国家市场监管总局：近年各类帮扶政策实施以来，民营企业数量大幅上涨，一直保持在全国登记在册企业总数的九成以上。民营企业数量从 2012 年的 1085.7 万户增长到 2025 年 1 月底的 5670.7 万户。（资料来源：同花顺 iFinD）

6. 教育部：今年将重点关注两类事情。一是教育资源配置和推动改革的力度，随着人口变化和城镇化的发展，我们将会推进市县结合的模式和机制，完善动态调整机制，以适应社会和人口结构的调整。二是将深入实施县中振兴行动计划，把县中作为我们面向优质均衡的重点突破，优化布局、师资配备，吸引和培养优秀教师到县中，使县中更好地服务乡村学生。同时，我们会进一步加大力度推进优质均衡。首先要建立优质均衡学校的基本标准，建好寄宿制学校，提供更好的教育环境和教育能力。同时，我们将会加强综合高中建设，更好地统筹职普融通。另一方面，我们会加大力度，提升随迁子女的教育质量，加强师资队伍建设和把优秀中小学教师和校长的跨域交流作为我们提高质量很重要的内容。（资料来源：同花顺 iFinD）

7. 国家金融监督管理总局：在房地产方面，今年将重点抓两方面工作，一是支持稳楼市，持续推动融资协调机制扩围增效，拉长“白名单”，让更多符合条件的项目拿到贷款，坚决做好保交房工作。二是配合促转型，抓紧研究制定配套融资制度，支持房地产发展新模式的构建，促进房地产市场持续健康发展。（资料来源：同花顺 iFinD）

8. 国家市场监督管理总局：今年将着力优化监管方式方法，大力促进平台经济健康发展，重点采取以下举措：在平台规则方面，将坚持以公开公平为原则，促进平台各方主体互利共赢；针对平台滥用仅退款规则，造成商户货款两空的突出问题，将督促平台明确规则的适用范围和具体情形，保障商户正当权益；针对平台实施自动跟价、全网最低价规则，造成内卷式竞争的突出问题，将督促平台规范促销行为，保障商户自主经营权；针对监管制度建设滞后的突出问题，将制定出台网络交易平台规则监管办法，保障平台各方主体合法权益；在平台收费方面，将坚持以合理透明为目标，着力降低中小商户负担。（资料来源：同花顺 iFinD）

9. 国家金融监管总局：将下大力气解决民营企业和小微企业融资难题，从“一增一减”两个方面，推动“支持小微企业融资协调工作机制”发挥更大效能。“一增”就是增加信贷投放，使“支持小微企业融资协调工作机制”扩大到更多民企，努力做到“应贷尽贷”，应续尽续；“一减”就是减少中间环节，降低综合融资成本，努力使企业得到更多实惠。鼓励金融机构量身定制金融产品，更好地满足个性化多样化金融需求。针对长期大额消费需求，将研究提高消费贷款额度，延长消费贷款期限。（资料来源：同花顺 iFinD）

10. 代表法修正草案：提请十四届全国人大三次会议审议。本次提请审议的代表法修正草案共 34 条，主要包括 9 方面修改：充实总则部分规定，拓展和深化“两个联系”制度机制，完善人大代表工作能力建设有关规定，完善代表在本级人民代表大会会议期间的工作有关规定，完善代表在本级人民代表

大会闭会期间的活动有关规定，完善代表执行职务的保障有关规定，完善代表议案和建议办理机制，完善代表履职管理监督有关规定，适应监察体制改革需要补充相关内容。（资料来源：同花顺 iFinD）

每日研报**【东兴策略】多头趋势不改 结构性牛市延续（20250304）**

多头趋势不改，短期调整是布局良机。我们是市场中较早提出春季行情将开启的机构，核心在于我们坚定看好 A 股进入牛市周期，并且在行情的特点上，我们着重强调了结构性的重要性，我们认为，大科技和消费将会是行情的核心板块，春季行情随着 DeepSeek 开源和机器人标志性事件催化如期展开，作为国家未来科技的核心竞争力体现，本轮行情的爆发力较好，板块快速上涨引发了市场的赚钱效应，上周出现的调整我们并不认为是行情结束的标志，核心原因是产业仍处于快速发展的初期阶段，技术和热点层出不穷日新月异，在新技术变革大潮中资本市场永远会走在其中，我们认为，短期调整的主要原因是热点板块的交易拥挤度较高，市场的资金获利压力增加，增速过快且鱼龙混杂，市场需要调整消化获利盘降低交易拥挤度，重新审视产业发展中的核心机会，我们相信市场的核心公司仍将会随着行业发展展现出巨大的中长期价值。因此，短期调整对于大科技板块来说，只是多头趋势中的短周期调整，投资者应该积极把握调整时机继续布局核心大科技类个股。

重视消费板块投资机会。下周两会将至，刺激消费作为重要政策导向，市场有较大的政策预期，从家电和消费电子补贴效果来看，对销量有较好的促进作用，相信在两会上消费会再次成为一个焦点话题。从基本面来看，消费复苏仍旧是缓慢的过程，消费需要政策出台大力度举措才能够走出复苏泥潭，这点自上而下已经形成共识，在科技兴国的同时，以消费促进国民经济发展，从投资导向转向消费导向是大势所趋，我们倾向于消费的边际改善会逐步显现，目前市场对消费的预期普遍偏低，消费市场关注度较低，机构持股比例也偏低，而个股的下跌空间也比较有限，即使年报或者一季度未出现较为明显复苏，但股价已经处于中期较低位置，建议投资者在关注科技股的同时，重视消费板块的投资机会，且该板块的波动率较科技股低得多，更加适合稳健投资者。

投资建议：市场仍处于牛市大周期，短期调整不改多头趋势，投资者需要关注的是结构性，也就是抓住市场的核心科技板块不放松，以人工智能和机器人为代表的核心板块更加关注节奏而不是趋势，同时，可以切换低位的消费板块和中长期多头趋势明确的红利股。

风险提示：经济数据大幅低于预期，外部环境恶化。

（分析师：林阳 执业编码：S1480524080001 电话：021-65465572）

【东兴消费者服务】商社行业：把握 AI+消费新场景，高性价比国产大模型加速应用落地（20250303）

“AI+消费”为促消费重要抓手，高性价比国产大模型的推出有望加速应用落地，关注“AI+消费”产业落地机会。2025 年 2 月 10 日国务院常务会议，表示要支持新型消费快速发展，促进“人工智能+消费”，持续打造新产品、新场景和新热点。近年来国产大模型不断涌现，2025 年 1 月 20 日 DeepSeek 正式发布，其兼具高性能、低成本和开源的特点。高性价比国产大模型能够在提升服务性能的同时降低成本，有望加速 AI 技术在各场景的产业化落地。我们认为 AI 对可选消费的拉动或主要体现在三个路径：（1）创造新的消费需求。（2）提高服务效率和消费体验。（3）节约企业成本。

分细分行业来看，可选消费板块有望受益于 AI 技术落地的行业较多，如智能家电、智能家居、教育、人服、

餐饮、电商、线下零售等。部分行业已经持续受益于 AI 技术的应用，而部分行业仍处于起步阶段，尚有较大开拓空间。我们摘选了可选消费板块较大受益于 AI 技术的一些细分领域，详细拆分 AI 技术对行业的影响以及重要参与者的发展现状。

教育行业：是 AI 技术较早落地的核心场景之一，具体应用包括 AI 助教、AI 伴学、智能辅导等。AI 技术通过降本增效使得教育兼顾高质量、普惠性和个性化成为可能，有望提升整个行业的服务质量和效率。国产大模型的 CoT 能力使 AI 在教育领域的应用优势更为明显。目前教育行业龙头公司均在 AI 领域有布局，如豆神教育、好未来、网易有道、粉笔等均搭建了自研大模型，新东方、多邻国、学大教育、行动教育、传智教育等则是通过与第三方合作来引入 AI 技术。整体来看，目前 AI+教育应用场景最多的还是通过 APP、网页等软件或智能硬件来实现答疑和授课，在全方位提升教育效率以及节约成本方面的体现仍较少，未来随着 AI 技术应用的逐步深入，其对公司利润的提振作用有望进一步显现。

人服行业：AI 技术对行业的赋能主要体现在：（1）提高人选和岗位的匹配效率。（2）节约招聘成本。（3）提升人才培养效率。（4）优化企业人才管理。人服行业在保就业促发展方面的政策重要性持续提高，参照日本 90 年代后经济社会运行规律来看，灵活就业人员占比提升，行业有望实现长足发展。AI 技术将显著提升招聘和人才培养效率，有望加速行业发展。同道猎聘、BOSS 直聘、科锐国际均自主搭建或训练了大模型，赋能业务发展。

电商零售：电商行业涉及到大量的数据、文本、图片处理，且对人力成本需求较高，因此 AI 技术对行业的赋能也较为明显，主要体现在扩大销售和降低成本两大方面。国内主流传统电商平台均为领先的互联网公司，在 AI 技术领域相对较为领先。跨境电商公司和代运营公司近两年陆续接入 AI 大模型，如小商品城、焦点科技、安克创新、吉宏股份、华凯壹佰、若羽臣、青木科技等，但目前仅覆盖部分业务部分环节，在拉动销售增长和降低成本方面的优势尚未完全显现。同时，AI 技术的应用能够提高投放效率和降低成本，有望在一定程度上弥补关税增加对跨境电商公司的负面影响。

线下零售：目前 AI 技术在传统零售板块的应用主要分为两种模式，一种为零售品牌公司搭建自身的 AI 技术框架并接入 deepseek 等大模型，如居然智家、孩子王、天虹股份等；另一种为依赖专业的科技公司，行业内已经涌现出一批垂直大模型科技公司，如多点数智、微盟、值得买等。AI 技术能够帮助公司实现消费服务质量提升、打造新的消费场景、提升运营和管理效率等。目前商超百货渠道均处于调改阶段，AI 技术的应用有望加速进程，为行业扭转提供了新机遇。

智能穿戴：2025 年，AI 智能眼镜市场将进入新品密集发布期，全球销量有望迎来显著增长。随着多款新品的推出和市场渗透率的提升，相关产业链公司有望充分受益于这一市场的发展。

投资策略：AI 技术对消费行业的赋能总结来看主要表现为拉动销售、提高运营效率和降低成本。目前消费行业的 AI 应用仍处于早期阶段，随着 AI 技术的成熟和性价比更高的产品推出，其对应行业和公司业绩端的表现会进一步显现。重点关注与 AI 技术结合度较高的行业和公司，如教育、人服、跨境电商、代运营和智慧零售等。短期来看率先使用 AI 技术并搭建大模型的公司会优先受益，行业龙头资金实力更为雄厚，反应速度更快，将率先受益。中长期来看，如何利用 AI 技术与业务深度结合并形成差异化竞争优势成为关键。能够搭建自身技术团队帮助 AI 链接，积淀较为深厚且对商业模式理解较为深刻的公司有望长青。

风险提示：行业政策出现重大变化、AI 技术发展不及预期、AI 技术应用效果不及预期、市场消费需求不及预期等。

（分析师：刘田田 执业编码：S1480521010001 电话：010-66554038 分析师：魏宇萌 执业编码：S1480522090004 电话：010-66555446）

【东兴交通运输仓储】中谷物流（603565.SH）：行业低谷彰显盈利韧性，高分红具备较强吸引力——首次覆盖报告（20250304）

中谷物流是我国内贸集装箱龙头企业。公司成立于 2003 年，通过持续整合全国范围内的铁路及公路资源，形成了“公、铁、水”三维物流网络，建立了以水路运输为核心的多式联运综合物流体系。

公司物流基础设施完善，航线网络覆盖面广

公司长期深耕内贸集运行业，已经通过港口、航线、联运线路的有机结合，构筑了全方位、多层次的多式联运综合物流体系。港口方面，目前公司的航运网络覆盖全国 25 个沿海主要港口与超过 50 个内河港口，并采取“双核战略”对港口资源进行有效配置；航线方面，公司航线通达全国沿海及各江河流域的主要水系，形成了以“京津冀经济带”、“长江经济带”、“粤港澳大湾区”以及“一带一路南北海上大通道”构成的“三横一纵”的大海运、大物流体系；公司铁路快线网则与水路网络形成了有效的互补，强化了公司物流网络的覆盖，有效提升了公司竞争力。

公司业务规模稳健扩张，利润率高，盈利稳定性强

公司控制运力及营收水平在内贸集装箱航运领域排名第二，仅次于中远海控旗下的泛亚航运。公司持续强化规模优势，订购的 18 艘 4600TEU 大型内贸集装箱船于 23-24 年陆续下水，自有运力有明显提升，运力规模借此与行业第三拉开了一定差距。

受限于行业性质，公司营收及利润表现对运价变化较为敏感。但相比竞争对手，中谷利润率高，且更加稳定。即使行业不景气，运价大幅下跌时，中谷依旧能够维持一定的利润率水平。现金流方面，公司以较小的体量实现了高于泛亚的经营净现金流入，也证明公司的运营效率在业内较为突出。

精细化管理能力与造船成本优势是公司盈利护城河

我们认为中谷盈利能力与现金流水平的强势，很大程度上得益于中谷优秀的物流管理能力。集装箱多式联运的供应链流程较长，这使得内贸航运公司对物流全链路的信息掌控能力变得尤为关键。中谷自研的全链路信息化的管理系统帮助公司不断对运输链路进行优化，提升了整体的运行效率。

此外，公司在船舶固定成本上也具备较明显优势。这得益于公司对于行业周期的精准判断，使得公司多次在船舶造价较低的时点实现了船舶新老更替及产能扩张，例如 2021 年 1 月公司发布公告称订购了 18 艘 4600TEU 大船，时间点正对应了阶段造船价格的低点。低位造船将明显降低公司船舶的折旧，并带来持续的成本优势。

长期看，“公转水”、“散改集”和多式联运将持续支持行业需求增长

水运虽然是所有运输模式中成本最低的，但我国物流中水运占比提升较为缓慢，主要是由于货物的末端运输基本还是依赖公路，水运和铁路运输相比单纯的公路运输会增加至少两次中转环节，其中转费用、时间损耗，以及多次装卸可能导致的货物损耗一定程度上抵消了水运阶段的成本优势。为此，国家多次发文，要求完善多式联运相关基础设施，降低多式联运在中转环节的消耗，提升“公转水”的成本优势。

长期来看，我国规模以上港口集装箱吞吐量占规模以上港口货物吞吐量的比例约为 20%，与欧美主流港口相比处于较低水平，“散改集”和多式联运的比例具备较大的提升空间，将支撑我国内贸集装箱航运的长期需求增长。

盈利预测与投资建议：

我们预计公司 24-26 年归母净利润分别为 16.0、17.7 和 20.4 亿元，对应当前股价 PE 分别为 11.6X、10.5X 和 9.1X。公司对于中小股东权益较为重视，分红比例维持在较高水平。公司 23-25 年股东回报计划承诺 3 年累计分配利润不低于累计可分配利润的 60%，且公司在 22-23 年公司分红比例都超过了 70%，体现出公司很强的分红意愿。保守假设下，后续分红比例取最低的 60%，则 24-26 年公司股息率达到 5.2%、5.7%和 6.6%，在目前环境下有较强吸引力。综合以上分析，我们首次覆盖公司，给予“推荐”评级。

风险提示：宏观经济增长不及预期、运价大幅波动、多式联运及“散改集”推进不及预期。

（分析师：曹奕丰 执业编码：S1480519050005 电话：021-25102904）

【东兴传播与互联网】三旺通信（688618.SH）：深耕工业通信铸就品牌企业，迎来电网投资加大发展风口——（20250303）

三旺通信的发展历程彰显了其技术创新和市场拓展的强劲实力，是国内工业互联网通信品牌企业。三旺通信自 2001 年成立以来，历经“初创—深耕—创新引领”三大阶段。初期，公司切入工业互联网通信市场，并凭借自主研发实力，成功推出国内首款工业级转换器，为后续发展奠定坚实基础。中期，三旺通信深耕行业，推出嵌入式工业以太网模块及交换机，广泛应用于智慧城市、矿山、轨道交通等多个领域，参与国家级项目建设，品牌影响力显著提升，并荣获“国家级高新技术企业”称号。近年来，公司进入创新引领阶段，扩充工业无线产品线，加强国际合作，与多家国际知名企业建立战略合作伙伴关系，同时加强科研院所合作，牵头制定多项国家和行业标准，展现技术创新能力。目前公司在智慧能源、智慧城市、智慧交通、工业互联网等四大领域形成了较高的知名度和品牌影响力，四大领域细分市场龙头地位稳固。

国内工业通信市场处于早期阶段，目前仅占全球 20%市场份额。从全球市场看，根据 IHSMarkit 报告，2018 年全球工业互联网通信设备行业收入为 26.50 亿美元，2019 年为 30.82 亿美元。其中工业以太网交换机占据主要市场，其次是网关和路由器。国内市场方面，根据中商产业研究院数据，2020 年我国工业通信市场规模 42.1 亿元。根据国内外市场规模，可以测算，2020 年国内工业通信市场占比全球约 20%。

电网投资正步入加速期，三旺通信积极布局电力通信。2025 年，国网和南网在电网总投资将超过 8250 亿元，相较于 2024 年增加 2200 亿元。电网投资大幅增长主要应对新能源并网快速增长。三旺通信新型电力系统通信解决方案覆盖从电源侧到负荷侧、从电网到储能，实现电力设备运行状态的实时监测和智能管理，提高设备运行效率，降低能源消耗。目前，产品已广泛应用于多个国家级重点项目中，包括阿里与藏中电网联网输电线路在线监测系统、白鹤滩水电站辅控视频监控系统项目等。我们认为，2025 年电力行业将成为公司创收新增增长点。

公司盈利预测及评级：公司是国内领先的工业互联网解决方案提供商，有望受益于电网投资规模扩大。我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 3.57、4.46、5.58 亿元，归母净利润分别为 0.34、0.64、0.97 亿元，对应 PE 分别为 56X、30X、19X。首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：电网投资进展不及预期；行业竞争加剧。

（分析师：石伟晶 执业编码：S1480518080001 电话：021-25102907）

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

以上内容来源于东兴证券研究报告的观点。

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。