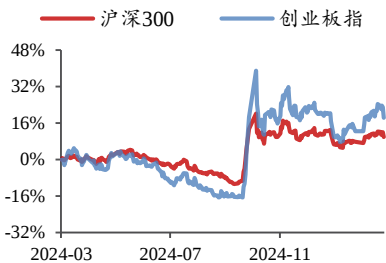


2025 年 03 月 03 日

开源晨会 0303

——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(%)
食品饮料	0.135
石油石化	-0.267
银行	-0.609
农林牧渔	-0.781
公用事业	-0.808

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
计算机	-5.356
通信	-5.078
电子	-4.837
传媒	-4.629
机械设备	-4.298

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】实施更加积极有为的宏观政策——宏观周报-20250302

【宏观经济】PMI 升幅弱于季节性，逆周期政策或将发力——兼评 2 月 PMI 数据-20250301

【策略】历史上两会前后的日历效应、科技成长的持续性——投资策略专题-20250301

【策略】开源金股，3 月推荐——投资策略专题-20250228

【金融工程】资产配置月报（2025 年 3 月）——金融工程定期-20250302

行业公司

【中小盘】FSD 入华加速高阶智驾普及，小米、小鹏发布新车——中小盘周报-20250302

【地产建筑】新房二手房成交面积环比增长，实施宏观政策稳住楼市股市——行业周报-20250302

【建材】关注两会政策窗口期，重视建材布局机会——行业周报-20250302

【地产建筑】首单城市更新项目 REITs 正式上市，REITs 市场成交规模同比增长——行业周报-20250302

【传媒】持续布局 AI 应用和游戏，关注首发经济与科技的结合——行业周报-20250302

【非银金融】交易量和两融回升明显，继续推荐券商和金融科技——行业周报-20250302

【医药】诊疗流程优化加速，AI 技术重塑精准医疗与产业生态——行业周报-20250302

【化工】两会临近，加强化工顺周期配置——化工行业周报-20250302

【商贸零售】38 大促预售开启，可复美和毛戈平表现亮眼——行业周报-20250302

【食品饮料】市场风格切换，板块预期回暖——行业周报-20250302

【煤炭开采】煤价有望企稳，关注两会，否极泰来重视煤炭配置价值——行业周报-20250302

【农林牧渔】2025 年中央一号文件出台，持续增强粮食等重要农产品供给保障能力——行业周报-20250302

【计算机】震荡中聚焦 AI 产业核心——行业周报-20250302

【通信】全面看好国产 AIDC 产业链四大方向——行业周报-20250302

【建材】人形机器人产业化提速，碳纤维/PEEK 材料迎新增长极——行业点评报告-20250302

【银行】理财公司竞合图谱与投资行为全盘解析——理财持仓全景扫描系列（六）-20250301

【有色钢铁】铜生产波动再现，关注供给边际变化——行业点评报告-20250228

研报摘要

总量研究

【宏观经济】实施更加积极有为的宏观政策——宏观周报-20250302

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

国内宏观政策：两会前政策聚焦科技创新和消费

过去两周（2月16日-3月1日）国内宏观主要聚焦以下几个方面：

经济增长方面，中央层面重要会议/政策涉及国常会研究服务贸易和服务消费有关工作，中央一号文件发布、《求是》杂志发表习总书记的重要文章《经济工作必须统筹好几对重要关系》、中共中央政治局召开会议讨论政府工作报告等。政治局会议强调，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，稳定预期、激发活力，推动经济持续回升向好。

基建与产业方面，近两周政策聚焦国务院总理李强到中国电信、中国联通、中国移动所属企业调研科技创新工作、工信部、交通运输部等八部门启动第二批公共领域车辆先行区试点、国家发改委等八部门印发《促进普惠养老服务高质量发展的若干措施》，提出服务供给提质扩面等。

货币方面，央行召开2025年宏观审慎工作会议，强调探索拓展中央银行宏观审慎与金融稳定功能，健全宏观审慎政策体系，创新宏观审慎政策工具。

消费政策方面，市场监管总局等5部门印发《优化消费环境三年行动方案（2025-2027年）》，从消费供给提质、消费秩序优化、消费维权提效、消费环境共治、消费环境引领等五大行动着手，提振消费信心。

金融监管方面，金融监管总局党委召开会议要求，保持对民营企业稳定有效的增量信贷供给，加大民营小微企业的首贷、续贷、信用贷支持力度；3月1日起允许港澳银行内地分行开办外币银行卡业务以及对除中国境内公民以外客户的人民币银行卡业务；证监会主席吴清表示继续积极创造条件吸引更多中长期资金进入资本市场，推动形成“长钱长投”的制度环境，稳步提高中长期资金投资A股规模和比例。

贸易方面，（1）我国商务部回应欧盟对华电动汽车反补贴案，表示中方愿同欧方拓展包括电动汽车在内的绿色产业合作，通过对话协商妥善处理经贸摩擦。（2）国家主席习近平应约同俄罗斯总统普京通电话。普京表示，俄方高度重视对华关系，期待同中方在新的一年里保持高层交往，深化务实合作。普京表示俄方致力于消除俄乌冲突根源，达成可持续和长久的和平方案。习近平强调，中方乐见俄罗斯及有关各方为化解危机作出积极努力。双方同意继续通过各种方式保持沟通协调。（3）商务部对美欧与我国贸易摩擦问题回应。

海外宏观政策：特朗普3月将对华追加额外10%关税

海外宏观方面，近期美联储官员对货币政策态度偏谨慎，美联储哈马克表示，美联储可能会在“相当一段时间”内维持利率不变。古尔斯比表示，在政府政策调整之际，美联储应保持“谨慎”，仍认为在一段不确定时期后利率会下降。美联储公布1月货币政策会议纪要显示，美联储希望在决定再次降息之前看到“通胀方面的进一步进展”。

援引路透社消息，美国总统特朗普将于3月4日对中国进口产品征收额外10%的关税。特朗普与乌克兰总统泽连斯基举行会谈，矿产协议未能签署。

风险提示：国内外货币政策持续分化，国内政策执行力度不及预期。

【宏观经济】PMI升幅弱于季节性，逆周期政策或将发力——兼评2月PMI数据-20250301

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 陈策（分析师）证书编号：S0790524020002

事件：2025 年 2 月官方制造业 PMI50.2%，预期 49.9%，前值 49.1%；官方非制造业 PMI50.4%，前值 50.2%。

制造业：重回荣枯线上但弱于季节性，价格分项延续改善

1、节后企业陆续复工复产，制造业景气度重回荣枯线上。产需等分项普遍低于季节性规律；分行业来看，有色金属冶炼及压延加工、通用设备、电气机械器材等行业的产需景气度较高，纺织服装服饰、油煤燃料相对承压。

2、工业原材料价格延续回升，预计 2 月 PPI 同比降幅收窄。基于高频指标测算，2 月 PPI 环比可能在 0.2% 左右，同比在 -1.8% 左右。

3、分类型来看，大型企业 PMI 回升，民企呈“弱现实、强预期”姿态。民企预期改善，或受益于 2 月 17 日习近平总书记在京出席民营企业座谈会并发表重要讲话。历史数据显示，过去 5 次民企重要政策发布当月，BCI 指数平均改善 1.2 个百分点，次月则进一步改善 0.8 个百分点。

非制造业：复工人流缺口拖累建筑业，服务业景气度边际走弱

1、建筑业：基建分项好于房建，人流拖累为主、资金拖累为次，符合我们在《复工偏弱的真相：400 城迁徙数据之启示》的观点。一则，2 月 PMI 就业人员走弱而 1-2 月专项债发行进度快于 2024 年同期；二则，百年建筑数据显示，劳务上工率弱于 2024 年同期而资金到位率强于 2024 年同期。

2、节后复工人流的绝对水平不低，主因节前返乡强度偏高形成一定复工缺口，劳务输出城市较为明显。我们将春运 40 天分为前 15 天的返乡和后 25 天的复工，进而刻画出一条返乡复工曲线，截至春运最后一日（2 月 22 日），复工进度较 2023 年同期下降了 13.0 个百分点，较 2024 年同期下降了 7.5 个百分点。我们使用交通运输部数据交叉验算，数值略有差异但结论一致。对比三类城市来看，传统劳务输出城市“返乡明显强于复工”，20 城迁徙指数合计较 2024 年同期返乡增加 106.8、复工仅增加 22.8，尤其清远、周口、南阳、驻马店等较为明显。

3、服务业：景气度边际走弱。受节后假日效应消退等因素影响，居民消费相关的零售、住宿、餐饮等行业明显回落。

PMI 缓升叠加关税扰动，预计逆周期政策有望发力

2 月 PMI 读数改善的背后，仍需重视制造业、建筑业、服务业的分项普遍低于季节性规律，且节后第四周复工人流缺口仍未有明显补足。叠加 2 月 27 日特朗普拟再挥关税大棒，需扩大内需对冲不确定性。我们维持此前观点，逆周期调节基调不会变，预计宽货币、宽财政等有关政策将适时推出，密切关注 1-2 月经济数据以及 4 月 1 日之后关税可能的变化。

风险提示：政策变化超预期；美国经济超预期衰退。

【策略】历史上两会前后的日历效应、科技成长的持续性——投资策略专题-20250301

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002

牛市二阶段得到印证，即将迎来第一个关卡

我们在 2024 年 11 月年度策略展望当中明确 2025 年进入牛市二阶段，强调 2025 年牛市的主线是“科技+消费”。在 2025.2.12 发布春季策略展望中进一步明确：市场主导要素从政策博弈切换到基本面的过程当中，要关注预期差：科技对全要素生产力的提振（AI+是数字化抓手、机器人是物理化抓手）、化债缓解下的消费、成本改善驱动、业绩超预期。春节后市场大涨，部分投资者开始出现畏高情绪。历史上两会期间的日历效应如何？如何看待本轮科技品种的持续性？

历史上两会的日历效应

1、宽基和风格：2000 年以来，宽基指数的走势在两会前后呈现 U 字走势，即以两会开幕为分界点，越靠近开幕日市场表现约偏弱，但在 10 个交易日之外市场上涨的概率均显著提升。风格来看，无论是两会前还是后，小盘相关指数显著均优于大盘指数表现；成长和价值各有优劣，并未呈现显著规律。从正收益效应来看，无论是两会前还是后，红利品种正收益效应最为显著。

2、行业比较视角：从超额收益表现来看，两会前表现最好的行业一般为环保、农林牧渔、综合、计算机、公共事业、军工等行业；两会后表现最好的行业一般为社会服务、美容护理、综合、纺织服饰、轻工制造等行业。从正收益概率来看，无论两会前后均有持续正收益能力的主要有公共事业、社服、美容护理；两会前正收益能力最好的为公共事业、机械设备、基础化工、计算机；两会后正收益能力最好的行业为美容护理、社会服务、房地产、食品饮料、公共事业等。

本轮科技行情的持续性

从行情驱动力、时间长度和行情斜率三维度分析，本轮科技行情与 2013 年更为相似。Deepseek 带来的中国 AI 渗透率提升的叙事非常完备，当前“是个公司就接入 Deepseek”的现象，不断强化和推动 AI+从硬件到应用的叙事：落地性强、可持续。同时在当前央行-证监会的监管之下，有增量流动性但不算多，斜率更加理性。结构：AI+和机器人是科技成长核心主线，新能源则有估值修复的机会。

短期关注两会日历效应的“小冲击”，长期持续关注“科技+消费”全年主线

市场的恐高情绪+阶段性获利了结+两会日历效应或将使市场在近期有一个非常短期的盘整。但本轮行情的核心驱动力没有变化，需要坚定牛市第二阶段的判断。

“4”个行业方向：（1）科技成长“AI+、自主可控”：AI+赋能、机器人、半导体、信创、卫星；（2）消费“政策+内生复苏”：服装鞋帽、汽车（包括两轮电动车）、零售、食品、美容护理；（3）成本改善驱动：养殖、航运港口、航空机场、饲料、电力、小金属；（4）出海结构性机会：关税扰动缓解下的预期差（如家电、汽车等）及小品类出海（如零食等）；

“1”个底仓逻辑：绝对收益思路下的中长期底仓，辅以提高股息优化思路增强底仓收益：沪深 300 增强、央企红利蓝筹。

风险提示：政策超预期变动；全球流动性及地缘政治风险；定价模型失效。

【策略】开源金股，3 月推荐——投资策略专题-20250228

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002

策略：从政策博弈到基本面突围，寻找“预期差”

盈利弹性不足+前期市场已经历过较强政策预期博弈，接下来进一步博弈政策性价比不足，挖掘 4 大基本面预期差。

金融工程：基于行业轮动模型的 3 月行业多头

基于行业轮动模型，3 月行业多头为：环保，传媒，社会服务，轻工制造，汽车，建筑装饰，公用事业，电子，美容护理，商贸零售。

化工：振华股份（603067.SH）

公司为全球金属铬、铬盐龙头企业，伴随金属铬出口高增以及终端高温合金需求释放，金属铬、铬盐产业链整体景气度有望得到提升。

银行：中信银行（601998.SH）

公司对公底色鲜明且韧性较强，资产端负债端优势明显；零售进入势能加速转化期，践行“零售第一”战略，营收贡献度不断提升。

商贸零售：毛戈平（1318.HK）

公司是稀缺的高端国货美妆集团，依托专业创始人独特的光影美学理念开发彩妆和护肤产品，结合线下体验式化妆服务构筑护城河。

传媒：心动公司（2400.HK）

公司 2024 年新游带动公司业绩大幅增长，2025 年储备游戏有望继续驱动公司业绩增长。TapTap 平台用户规模及收入均快速增长，且增长趋势有望延续。

家用电器：九号公司（689009.SH）

预计公司 2025Q1 以及 2025 全年财报超预期，短期基本面仍然亮眼。

通信&电新：英维克（002837.SZ）

公司作为全链条液冷开创者，Coolinside 全链条液冷解决方案在 2021 年实现规模化商用，实现了全链条产品自研自产，有望持续受益于液冷渗透率提升。

机械：五洲新春（603667.SH）

公司是机器人丝杠核心供应商，具备规模化量产、快速交付和降本能力。历代机器人迭代边际变化最大的是丝杠，用量有望持续增加。

非银金融：指南针（300803.SZ）

公司是头部 2C 金融信息服务商，收购证券牌照打开业务上限，成长性持续验证。

电子：江海股份（002484.SZ）

公司超级电容业务已经布局多年，在 AI 等新应用领域将持续发力，预计后期将呈现良好前景。

海外：小米集团（1810.HK）

公司主业利润强劲有望提供充足现金流，完善海外渠道建设及产品认证定义有望提振远期出口前景，下一个车型平台定位明朗有望提振市场信心。

风险提示：政策超预期变动；全球流动性及地缘政治风险；定价模型失效。

【金融工程】资产配置月报（2025 年 3 月）——金融工程定期-20250302

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 张翔（分析师）证书编号：S0790520110001

多资产配置观点：看多短债、偏股低估转债、黄金资产

高频宏观因子：高频经济增长同比较前值下行；高频通货膨胀（消费端）同比较前值下行；高频通货膨胀（生产端）同比较前值持平。

债券久期择时：模型预测未来三个月水平因子上升，斜率因子陡峭化，曲率因子增凸，推荐持有 2 年期短久期债券。

转债配置：“百元转股溢价率”为 26.64%，转债相对正股配置价值适中；“修正 YTM-信用债 YTM”指标中位数为-0.90%，偏债转债相对信用债配置价值较低；转债风格轮动未来两周推荐配置偏股低估转债。

黄金配置：模型测算未来一年黄金的预期收益率为 21.7%，基于 TIPS 收益率的择时模型持续看多黄金资产。

股债配置观点：权益风险预算不变，股票仓位保持中枢

开源金工将风险平价模型与主动信号结合构建主动风险预算模型，每月从股债横向比价、股票纵向估值水平、市场流动性三个维度构建主动风险预算指标。

回顾 2 月股债配置，股权风险溢价 ERP、流动性信号看多，历史估值分位数信号为中性，股票仓位为 18.00%，债券仓位为 82.00%，2 月组合收益-0.14%。展望 3 月股债配置，股权风险溢价 ERP、流动性信号看多，历史估值分位数信号为中性，股票仓位为 18.15%，债券仓位为 81.85%。

行业轮动观点：看多电子、机械、银行、食品饮料等

开源金工从交易行为、景气度、资金面、筹码结构、宏观驱动、技术分析六个维度出发，分别构建行业轮动子模型并对模型动态合成双周频优选行业。

风格板块判断：成长组得分高于价值组，推荐均衡成长风格；板块上看多大消费、大金融板块。

行业配置推荐：电子、机械设备、银行、食品饮料、电力设备、汽车。

ETF 轮动组合：科创芯片设计 ETF、机器人 ETF、银行 ETF、酒 ETF。

“配置+选基” FOF 组合：2 月组合收益 3.77%，相对偏股基金超额-0.51%

2025 年 2 月，开源“配置+选基” FOF 组合收益率为 3.77%，偏股型基金指数收益率为 4.29%，组合超额收益为-0.51%。

2025 年 3 月，我们看多高成长、高质量因子、看空低估值因子，相应的高配高成长、高质量大盘风格基金，低配低估值、小票黑马风格基金。

风险提示：本报告模型及结果通过历史数据统计、建模和测算完成，在市场波动不确定性下可能存在失效风险；历史数据不代表未来业绩。基金投资策略分类基于对公开的历史数据的定量测算与统计，对基金产品和基金管理人的研究分析结论不能保证未来的可持续性，不构成对该产品的推荐投资建议。

行业公司

【中小盘】FSD 入华加速高阶智驾普及，小米、小鹏发布新车——中小盘周报-20250302

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：小米 SU7Ultra 开售 2 小时，大定过 1 万

市场表现：本周（指 2 月 24 日至 2 月 28 日，下同）上证综指收于 3321 点，下跌 1.72%；深证成指收于 10611 点，下跌 3.46%；创业板指收于 2170 点，下跌 4.87%。大小盘风格方面，本周大盘指数下跌 2.14%，小盘指数下跌 3.29%。2024 年以来大盘指数累计上涨 14.30%，小盘指数累计上涨 7.78%，小盘/大盘比值为 1.32。小鹏汽车、三只松鼠、台华新材本周涨幅居前。

本周要闻：赛力斯、阿维塔支付第二笔转让价款，推进引望 10%股权交割；阿维塔确认华为近 300 人团队联合共创；理想首款纯电 SUV i8 外观发布；奇瑞递交 IPO 申请；小米 SU7Ultra 开售 2 小时，大定过 1 万台；欧阳明高：2025 年新能源车市中，插混技术路线占比预计升至四成；工信部发布《智能网联汽车产品准入、召回及软件在线升级管理与技术指南》；特斯拉 FSD 入华，马斯克称靠网络视频“学习”中国路况；特斯拉寻求在美国加州运营出租车队，为“全无人驾驶”铺路。

本周重大事项：2月22日，华依科技发布员工持股计划，其业绩指标：2025、2026年高精度惯导产品获得当年客户车型定点及工程样机认可达5、8个且2025、2026年高精度惯导产品出货量相比2024年增长率不低于50%、125%。

本周专题：FSD入华加速高阶智驾普及，小米、小鹏新车发布上市

FSD正式开启入华，城区智驾走向平权。入华后FSD路端实际表现有望快速优化。据36氪汽车消息，特斯拉智驾新功能预计将首先在搭载HW4.0且购买FSD选装包的车辆上陆续更新，预计FSD在国内表现将快速提高。特斯拉FSD硬件标配且后续还会推出平价车型，入华意味着“城区智驾平权”即将开启，特斯拉将以强大品牌力推动城区智驾观念普及，同时有望为汽车软件付费进行强有力背书，进而影响国内智驾竞争格局。

小米SU7Ultra起售价52.99万元，以性能、科技冲击高端化。SU7Ultra开售2小时大定突破10000台，提前达成全年目标。2月28日晚间，小米SU7Ultra大定已突破15000台，市场表现超出预期。小米SU7Ultra以性能、科技冲击高端化，关注后续交付表现。

小鹏G6迎全方位升级，更强、更快、更焕新。小鹏G6迎全方位升级，3月正式发布上市。2025款的小鹏G6针对现款G6进行了81项体验更新升级，34%一级总成件焕新，新车将在3月上旬正式发布上市，届时将同步更新价格。新款G6在内外饰全新升级的同时，将全系标配图灵AI智驾和5C超充电池。

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。

【地产建筑】新房二手房成交面积环比增长，实施宏观政策稳住楼市股市——行业周报-20250302

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环比增长，实施宏观政策稳住楼市股市

本周我们跟踪的68城新房成交环比增长，同比下降，20城二手房成交面积同比增长，环比增长。土地成交面积同比下降，溢价率环比上升。本周中共中央政治局表示加快构建新发展格局，扎实推动高质量发展，进一步全面深化改革，扩大高水平对外开放，建设现代化产业体系，更好统筹发展和安全，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，稳定预期、激发活力，推动经济持续回升向好。天津、大连、眉山等地调整公积金贷款政策。本周杭州7宗地块溢价成交，1宗地块底价成交，共收金132.777亿元。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。

实施积极有为的宏观政策稳住楼市股市，多地调整公积金贷款政策

中央层面：中共中央政治局：加快构建新发展格局，扎实推动高质量发展，进一步全面深化改革，扩大高水平对外开放，建设现代化产业体系，更好统筹发展和安全，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，稳定预期、激发活力，推动

经济持续回升向好。

地方层面：天津：调整公积金贷款政策，降低第二套住房首付比例至 20%。大连：公积金贷款新政，首套及二套房最低首付降至 20%。眉山：公积金购房新政落地，调整为即取即付。

市场端：土地成交面积环比增加，杭州土拍市场火热

销售端：2025 年第 9 周，全国 68 城商品住宅成交面积 287 万平米，同比下降 4%，环比增加 36%；从累计数值看，年初至今 68 城成交面积达 1911 万平米，累计同比增加 1%。全国 20 城二手房成交面积为 219 万平米，同比增速 44%，前值 40%；年初至今累计成交面积 1480 万平米，同比增速 21%，前值 18%。

投资端：2025 年第 9 周，全国 100 大中城市推出土地规划建筑面积 2164 万平方米，成交土地规划建筑面积 1966 万平方米，同比下降 28%，成交溢价率为 18.4%。杭州：7 宗地块溢价成交，1 宗地块底价成交，共收金 132.777 亿元。绿城以总价 23.19 亿元竞得世纪城核心单元地块，成交楼面价 36486 元/㎡，溢价率 45.94%。

融资端：国内信用债发行规模环比下降

2025 年第 9 周，信用债发行 62.1 亿元，同比减少 35%，环比减少 14%，平均加权利率 2.93%，环比增加 23BP。信用债累计发行规模 519.2 亿元，同比减少 31%。风险提示：市场信心恢复不及预期，政策影响不及预期。

风险提示：市场信心恢复不及预期，政策影响不及预期。

【建材】关注两会政策窗口期，重视建材布局机会——行业周报-20250302

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

关注两会政策窗口期，重视建材布局机会

2025 年全国两会将于 3 月 5 日召开，预计两会的政策基调为“稳中求进、以稳促进”，财政政策“更加积极”，可能提高赤字率，货币政策“适度宽松”，适时降息降准，创新金融工具以维护市场稳定。此外，财政政策的重心或将体现在提振消费、提高有效投资，扩大内需方面，对以旧换新的支持力度或将加大，推荐关注偏 C 端的消费建材公司。2 月 28 日，中共中央政治局召开会议，会议强调，坚持稳中求进工作总基调，进一步全面深化改革，扩大高水平对外开放，建设现代化产业体系，更好统筹发展和安全，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。据中房网不完全统计，2025 年已有远洋集团、龙光集团、佳兆业、世茂集团、碧桂园、金科股份、融创中国和华夏幸福 8 家房企债务重组取得积极进展，其中龙光集团公布其境外债务重组，截至 2 月 27 日，持有公司境外债务本金总额其中的 62.07 亿美元，超过 80.8%的同意债权人已加入整体 CSA。2 月 27 日，厦门发布 2025 年国有建设用地供应计划，计划显示，2025 年全市国有建设用地计划供应总量 1762 公顷，其中包含商服用地 100 公顷、工矿仓储用地 250 公顷、住宅用地 90 公顷、公共管理与公共服务用地 280 公顷、交通运输用地 1000 公顷、水利设施用地 41 公顷、特殊用地 1 公顷。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 2 月 24 日至 2 月 28 日）建筑材料指数上涨 1.63%，沪深 300 指数下跌 2.22%，建筑材料指数跑赢沪深 300 指数 3.85pct。近三个月来，沪深 300 指数下跌 0.68%，建筑材料指数下跌 5.52%，建材板块跑输沪深 300 指数 4.84pct。近一年来，沪深 300 指数上涨 10.64%，建筑材料指数下跌 2.01%，建材板块跑输沪深 300 指

数 12.65pct。

板块数据跟踪

水泥：截至 3 月 1 日，全国 P.O42.5 散装水泥平均价为 346.41 元/吨，环比上涨 1.98%；水泥-煤炭价差为 253.46 元/吨，环比上涨 4.94%；全国熟料库容比 44.61%，环比下降 0.80pct。

玻璃：截至 3 月 1 日，全国浮法玻璃现货均价为 1364.00 元/吨，环比下跌 30.00 元/吨，跌幅为 2.15%；光伏玻璃均价为 121.09 元/重量箱，环比持平。浮法玻璃-纯碱-石油焦价差为 7.65 元/重量箱，环比下跌 15.57%；浮法玻璃-纯碱-重油价差为 11.50 元/重量箱，环比下跌 9.81%；浮法玻璃-纯碱-天然气价差为 15.79 元/重量箱，环比下跌 5.62%；光伏玻璃-纯碱-天然气价差为 65.14 元/重量箱，环比下跌 0.61%。

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。不同区域价格或有差异，实际成交存灵活空间。

消费建材：截至 2025 年 2 月 28 日，原油价格为 73.55 美元/桶，周环比下跌 1.45%，较 2025 年年初下跌 4.14%，同比下跌 13.30%；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。

【地产建筑】首单城市更新项目 REITs 正式上市，REITs 市场成交规模同比增长——行业周报-20250302

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

首单城市更新项目 REITs 正式上市，REITs 市场成交规模同比增长

2025 年第 9 周，中证 REITs（收盘）指数为 839.97，同比上涨 3.50%，环比下跌 2.92%；中证 REITs 全收益指数 1033.17，同比上涨 11.47%，环比下跌 2.9%。本周，REITs 市场交易规模成交量达 9.40 亿份，同比增长 54.1%；成交额达 40.55 亿元，同比增长 72.85%；区间换手率 5.39%，同比增长 2.08%。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-1.13%、-1.75%、-3.00%、-4.09%、-4.82%、-2.45%、-2.35%；一月涨跌幅分别为-2.88%、-1.10%、+2.88%、-0.93%、+1.72%、-0.94%、+1.17%。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。

首单城市更新项目及首单医药仓储物流公募 REITs 正式上市

首单城市更新项目——华夏金隅智造工场 REIT 正式在上海证券交易所上市，华夏金隅智造工场 REIT 是北京金隅集团股份有限公司、基金首发底层资产金隅智造工场产权一期项目，由原北京天坛家具厂房升级改造而来，是北京市城市更新标杆项目。首单医药仓储物流公募 REITs——汇添富九州通医药 REIT 正式在上海证券交易所上市，汇添富九州通医药 REIT 的底层资产为武汉东西湖现代医药物流仓储项目，该项目位于武汉市东西湖区，具有显著的地理优势，能够覆盖周边 30 公里范围内的多家三甲医院，确保快速响应医药物流保供需求。

一周行情：高速公路 REITs 单周下跌 3.00%，单月累计上涨 2.88%

2025 年第 9 周，中证 REITs（收盘）指数为 839.97，同比上涨 3.50%，环比下跌 2.92%，2024 年年初至今累计上涨 11.04%，同期沪深 300 指数累计上涨 13.38%，累计超额收益-2.33%；中证 REITs 全收益指数 1033.17，同比上涨 11.47%，环比下跌 2.9%，2024 年年初至今累计上涨 19.89%，累计超额收益+6.51%。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-1.13%、-1.75%、-3.00%、-4.09%、-4.82%、-2.45%、-2.35%；一月涨跌幅分别为-2.88%、-1.10%、+2.88%、-0.93%、+1.72%、-0.94%、+1.17%。

一级跟踪：20 只 REITs 基金等待上市，发行市场持续活跃

2025 年第 9 周，共有 20 只 REITs 基金等待上市。本周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申报，南方顺丰仓储物流封闭式基础设施证券投资基金首发申请已通过。

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。

【传媒】持续布局 AI 应用和游戏，关注首发经济与科技的结合——行业周报-20250302

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004 | 田鹏（分析师）证书编号：S0790523090001 | 肖江洁（联系人）证书编号：S0790124070035

模型开源、推理速度提升等升级延续，继续布局 AI 应用、算力及游戏板块

2 月 25 日，阿里巴巴宣布全面开源旗下视频生成模型万相 2.1 模型，其通过自研的高效 VAE 和 DiT 架构增强了时空上下文建模能力，支持无限长 1080P 视频的高效编解码，首次实现中文文字视频生成功能。2 月 27 日，腾讯混元快思考模型 TurboS 正式发布并上架腾讯云官网，区别于此前需“想一下再回复”的慢思考模型，TurboS 能实现“秒回”，吐字速度提升一倍，首字时延降低 44%。2 月 28 日，OpenAI 正式发布其迄今最强的聊天模型 GPT4.5 研究预览版，其通过扩展无监督学习提高了识别模式、建立联系和产生创造性见解的能力，“情商”更高，并减少了幻觉。3 月 1 日，DeepSeek 在开源周的最后一天宣布如果所有 tokens 全部按 DeepSeekR1 的定价计算，理论上一天的总收入将超过 56 万美元，成本利润率将达 545%。垂直应用方面，盛天网络旗下音乐社交 App “给麦”推出 AI 占星功能，为用户创造兼具个性化和仪式感的情绪出口；巨人网络参与 AI 图像生成平台 LiblibAI 最新融资，双方将共同拓展 AI 图形与交互式内容应用创新。我们认为，头部大模型厂商在多模态模型开源、推理速度提升、情感交互能力增强、推理成本优化等方面继续升级，或进一步带来 AI 应用范围拓展、模型性能及性价比提升，推动垂直场景及端侧 AI 应用商业化加快，并拉动推理算力需求，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 应用：（1）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；（2）AI 影视：重点推荐上海电影、芒果超媒，受益标的包括华策影视、中文在线、中广天择；（3）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；（4）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、浙文互联。3、算力+云：重点推荐顺网科技，受益标的包括浙数文化、天威视讯、华数传媒。4、游戏：新品周期继续释放或驱动板块业绩迎来向上拐点，原生 AI 游戏或逐步落地，打开长期成长空间，重点推荐恺英网络、心动公司、网易-S、吉比特、完美世界，受益标的包括巨人网络、冰川网络。

AR、无人机、机甲装备赋能演艺显新意，积极关注首发经济与科技的结合

2024 年 12 月中央经济工作会议确定的 2025 年重点任务中包含“大力提振消费”“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，政策或持续助力首演、首秀、首展等首发经济发展提速。演艺作为重要代表，近年来不断与科技融合，如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，在杭州《湘湖·雅韵》科技秀中运用无人机呈现震撼效果，大丰实业将仿生机械融合各应用场景，打造演艺“机甲秀”。我们认为，演艺等首发经济与高科技的结合将提升对观众的吸引力，释放消费潜力，建议积极关注，重点推荐锋尚文化、顺网科技，受益标的包括风语筑、大丰实业、电声股份、丝路视觉、罗曼股份等。

风险提示：AI 应用商业化进展不及预期；游戏流水、观演人次等低于预期。

【非银金融】交易量和两融回升明显，继续推荐券商和金融科技——行业周报-20250302

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：交易量和两融回升明显，继续推荐券商和金融科技

本周受关税担忧扰动，万得全 A 下跌 2.5%。2 月 28 日中共中央政治局召开会议，讨论政府工作报告，政府工作报告延续表态“实施更加积极有为的宏观政策，稳住楼市股市”。2 月港股市场日均成交额达 2972 亿港元，同比+107%，同时港交所正积极筹备开通“科企专线”，利于已在内地上市的龙头公司赴港上市，香港交易所有望受益。看好受益于 A 股活跃度同比提升的券商和金融科技板块，业绩预告和并购预期或带来板块催化，推荐高股息率、盈利稳健增长的江苏金租。

券商：2 月两融融资规模创本轮行情新高，业绩高增和并购预期带来催化

(1) 本周日均股基成交额 2.23 万亿，环比+1.4%，2 月日均股基成交额 2.06 万亿，环比+49%，同比+138%。截止 2 月 27 日两融融资余额达到 19050 亿，超过去年 4 季度高点，创本轮行情新高。(2) 同花顺披露年报，2024 年实现营收 41.9 亿，同比+17.5%，销售现金流入 48.8 亿，同比+24.9%，归母净利润 18.2 亿，同比+30.0%；国泰君安公告本次合并的 A 股换股实施股权登记日为 2025 年 3 月 3 日，股权登记日收市后登记在册的海通证券 A 股股东持有的 A 股股票将按照 1:0.62 比例转换为国泰君安 A 股股票；中金公司和中国银河公告：控股股东及实控人不存在筹划“双方合并传闻”所称事项。(3) 2 月市场交易活跃度回升明显，1 季度交易量同比有望明显增长，叠加投资收益低基数，券商 1 季报同比高增可期，当下券商板块估值和机构持仓仍在低位，业绩预告和并购预期有望催化板块情绪，看好金融信息服务龙头公司，券商看好并购主线和零售优势突出的中大型券商。

保险：港澳金融机构入股保险公司门槛降低，关注板块权益弹性

(1) 2 月 26 日，金融监管总局向各地方局和保险机构发布通知：2025 年 3 月 1 日起，香港、澳门金融机构入股保险公司，不再执行“最近一年末总资产不低于二十亿美元”的规定。此举主要为深化内地与港澳地区的服务贸易自由化。(2) 从今年开门红销售情况看，个险新单或有所承压，银保有望实现较好增长，预计 1 季度负债端整体稳健。近期长债利率底部反弹，阶段性利好险企债券配置，长债利率仍在低位，险企净投资收益率整体承压，关注今年权益资产弹性，关注资产端 beta 催化，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，财通证券，东方财富，兴业证券，国联民生，香港交易所；中国人寿，中国平安，中国太保；江苏金租。

受益标的组合：指南针，九方智投控股，招商证券，国信证券，同花顺，中国银河，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。

【医药】诊疗流程优化加速，AI 技术重塑精准医疗与产业生态——行业周报-20250302

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 阮帅（分析师）证书编号：S0790524040007 | 巢舒然（联系人）证书编号：S0790123110015

AI+专科医疗：优化诊疗全流程，推动精准化服务

AI 技术深度融入专科医疗场景，显著提升诊疗效率与患者体验。爱尔眼科的 AI 眼底影像系统可以实现糖尿病、青光眼等高发眼病的自动化筛查，准确率超 90%，并构建术后视力预测模型，为患者定制个性化手术方案。通策医疗通过“优领”AI 系统将口腔三维建模时间从 1 小时压缩至 30 秒，临床一致性达行业领先水平，累计为医生节约超 10 万小时诊疗时间。AI 技术正推动专科医疗向标准化、精准化方向升级，同时通过虚拟数字人、智能随访等应用重构服务生态。

AI+综合医疗：破解资源瓶颈，赋能复杂诊疗场景？

综合医院借助 AI 突破多学科协作与病理诊断瓶颈。瑞金医院联合华为发布病理大模型 RuiPath，实现肝脏 CT 影像秒级病灶识别，将诊断模式从“逐片筛查”升级为“智能审核”，基层初诊符合率提升 32%。复旦大学中山医院“观心大模型”在心血管复杂病例会诊中表现超越部分资深医生，推动 MDT（多学科会诊）效率跃升。此外，AI 辅助诊疗系统已渗透至影像科、心内科等 20 余个科室，如盈康生命山西总医院 AI 肺结节检出率提升 32%，靶区勾画效率提高 75%，凸显 AI 在优化医疗资源配置中的核心价值。

AI+医药产业：重塑服务链条，探索处方权突破？

AI 技术直击医药产业痛点，催化新业态发展。尽管当前监管限制 AI 独立处方，但 AI 虚拟医生已在下沉市场开展智能分诊与健康管理，部分模型诊断错误率较人工降低 62%。互联网医疗平台大量使用 AI 问答产品，提升回答内容的精准性。未来随着技术成熟，AI 或突破处方权限制，驱动县域医疗、医药研发市场结构性变革，进一步释放产业潜能。

推荐标的

推荐标的：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；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；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、AI 医疗技术发展速度不及预期、技术伦理风险、数据安全挑战等。

【化工】两会临近，加强化工顺周期配置——化工行业周报-20250302

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 张晓锋（分析师）证书编号：S0790522080003 | 宋梓荣（联系人）证书编号：S0790123070025

本周行业观点 1：两会临近，加强化工顺周期配置

根据央视新闻报道，十四届全国人大三次会议于 2025 年 3 月 5 日在北京召开，全国政协十四届三次会议或于 2025 年 3 月 4 日在北京召开。而根据新华社报道，中共中央政治局 2 月 28 日召开会议，讨论国务院拟提请第十四届全国人民代表大会第三次会议审议的《政府工作报告》稿。会议强调，加快构建新发展格局，扎实推动高质量发展，进一步全面深化改革，扩大高水平对外开放，建设现代化产业体系，更好统筹发展和安全，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，稳定预期、激发活力，推动经济持续回升向好，不断提高人民生活水平，保持社会和谐稳定，高质量完成“十四五”规划目标任务，为实现“十五五”良好开局打牢基础。我们认为，2025 年作为“十四五”和“十五五”承上启下的一年，对巩固经济回升势头至关重要，对积极有为的宏观政策可以进一步期待，因此我们认为在当前时点下，可进一步加强化工顺周期配置。同时随着煤炭价格持续下跌，煤化工企业成本压力持续下降，优先推荐增配煤化工龙头华鲁恒升等。

本周行业观点 2：本周工业级磷酸一铵价格继续上涨

据百川盈孚数据，本周（2 月 24 日-28 日）工业级磷酸铵市场价格延续上涨。截至 2 月 27 日，国内 73%工业级磷酸一铵市场均价为 6,079 元/吨，较上周同期价格（5,880 元/吨）上涨 199 元/吨，涨幅为 3.38%。推荐标的：云图控股等。

本周行业新闻：日本东丽停产 PTA 装置

【PTA】根据化工在线报道，日本化工企业东丽宣布，将于 2026 年度内停止在日本国内生产作为聚酯纤维原料的对苯二甲酸（PTA）。

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、亚钾国际、和邦生物等；【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。

【商贸零售】38 大促预售开启，可复美和毛戈平表现亮眼——行业周报-20250302

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

38 大促李佳琦预售稳健，可复美和毛戈平表现亮眼

本周（2 月 27 日），李佳琦直播间开启 38 大促预售。据青眼情报统计，首场直播中美妆 GMV 超 9.3 亿元，同比增长 2.5%。从丰富度看，此次大促较 2024 年同期有显著提升，共有 380 个美妆商品链接上架，涉及 141 个品牌（2024 年预售链接为 327 个，涉及 132 个品牌）；其中 GMV 超过千万的产品数量达 12 件，同比增长 33.3%，GMV 超千万的品牌数量 22 个，同比增长 4.8%。分类目来看，护肤/彩妆香水/洗发护发类目 GMV 分别为 6.93/1.48/0.64 亿元。具体分品牌看，此次直播中共 58 个本土品牌参与，总 GMV 约 3.88 亿元，占直播间总 GMV 的 41.7%（+6.4pct）；从 TOP20 品牌看，共有 6 个国产品牌上榜，较 2024 年增加了两个，精华、面膜等五大核心类目榜首均被国货包揽。美妆上市企业品牌中，毛戈平、可复美品牌排名提升幅度大，毛戈平和可复美分别进步 14 名、5 名，同时大单品销售亮眼——毛戈平共上架 5 款单品，其中“鱼子面膜”和“羽翼气垫”产品预售分别破 1 万和 2 万，“皮肤衣”上线后迅速售罄；可复美胶原棒为直播间最热销单品，单品付定金数超 9 万，胶原桶也首次亮相李佳琦直播间。

行业关键词：永辉超市、步步高、胖东来、欧莱雅、38 大促等

【永辉超市】永辉超市与万达商管战略合作。

【步步高】步步高与多点 DMALL 合作。

【胖东来】俞敏洪称未来东方甄选与胖东来可能会合作。

【欧莱雅】欧莱雅再投印度护肤品牌 Deconstruc。

【38 大促】38 大促开启，李佳琦直播间预售超千万产品增长 33%。

板块行情回顾

本周（2 月 24 日-2 月 28 日），商贸零售指数报收 2129.91 点，下跌 0.67%，跑赢上证综指（本周下跌 1.72%）1.06 个百分点，板块表现在 31 个一级行业中位居第 13 位。零售各细分板块中，本周超市板块涨幅最大，2025 年初至今互联网电商板块领跑。个股方面，本周中百集团（+24.3%）、大连友谊（+22.6%）、东百集团（+22.6%）

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。

【食品饮料】市场风格切换，板块预期回暖——行业周报-20250302

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 张思敏（联系人）证书编号：S0790123070080

核心观点：板块预期低位，建议加大配置

2月24日-2月28日，食品饮料指数涨幅为1.8%，一级子行业排名第3，跑赢沪深300约4.0pct，子行业中零食（+4.3%）、肉制品（+3.5%）、乳品（+3.0%）表现相对领先。本周市场风格切换，食品饮料表现较好。当前食品饮料板块估值连续回调之后已处于近年来低点；2024年末食品饮料基金重仓比例也处于历史低位，资金筹码结构相对较好。春节后以AI、机器人为主的科技板块持续上涨，后续行情可能进入高波动阶段。在此背景下，低估值、基本面逐步改善的食品饮料重新获得资金青睐。同时观察地产数据也有转暖迹象，二手房成交面积升温，价格降幅收窄，地产有逐渐企稳迹象，为消费复苏奠定基础。当前提振消费是中央经济工作会议第一要务，预计后续政策对于消费应是正向提振。2025年政策大概率宽松基调，叠加如消费券等地方财政刺激，外部环境将进一步促进消费复苏进程。

白酒底部徘徊，年内业绩应逐季走高。白酒春节后渠道秩序较好，茅台批价稳在2200元好于之前市场预期，五粮液、汾酒批价略有回升。酒类库存没有继续升高，整体表现平稳。当前业绩分化仍是白酒行业主要特征，但节后多家酒企宣布停货，批价的企稳让我们看到白酒已出现底部特征。预计年报与一季报白酒业绩并无太大催化，但考虑到同期基数及市场表现情况，预计2025年二季度开始，白酒业绩增速可能逐季走高。建议底部增加配置。大众品仍以成长性思路选股，把握渠道改革红利、餐饮行业修复、成本红利三条主线。首选零食板块，渠道改革以及海外市场扩张将带来更多成长空间，建议关注甘源食品；啤酒行业低基数下将有小幅复苏，建议关注青岛啤酒；调味品行业需求逐渐上行，同时复调行业有出清趋势，龙头将享受市占率提升空间，建议关注天味食品。此外国内糖蜜、进口燕麦价格下行，建议关注有成本回落逻辑的安琪酵母、西麦食品等。

推荐组合：山西汾酒、贵州茅台、甘源食品、西麦食品

（1）山西汾酒：汾酒短期面临需求压力，但中期成长确定性较高。汾牌产品结构升级同时杏花村、竹叶青同时发力，全国化进程加快。（2）贵州茅台：公司将深化改革进程，以更加务实的姿态，强调未来可持续发展。公司分红率提升，此轮周期后茅台可看得更为长远。（3）甘源食品：公司持续保持营收稳定增长，出海战略初见成效，看好公司出海战略下的中长期发展。（4）西麦食品：燕麦主业稳健增长，线下基本盘稳固，新渠道开拓快速推进。原材料成本迎来改善，预计盈利能力有望提升。

风险提示：经济下行、食品安全、原料价格波动、消费需求复苏低于预期等。

【煤炭开采】煤价有望企稳，关注两会，否极泰来重视煤炭配置价值——行业周报-20250302

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

本周要闻回顾：煤价有望企稳，关注两会，否极泰来重视煤炭配置价值

本周动力煤（Q5500）CCTD 报价 701 元/吨，周环比跌 28 元/吨；秦港平仓价报价 690 元/吨，周环比跌 29 元/吨。从供给端来看，截至 2 月 23 日，晋陕蒙三省 442 家煤矿开工率 82.4%，环比上涨 0.4 个百分点，节后煤矿复产接近尾声，煤炭供应逐步恢复正常。从需求端来看，沿海八省电厂日耗合计 194 万吨，环比上涨 0.26%，伴随春节假期后国内复工复产陆续推进，电厂日耗亦环比上行，有望缓解动力煤高库存压力；非电煤中本周国内尿素开工率为 86.64%，环比下降 0.13pct，甲醇开工率为 74.9%，环比-3.8pct，本周甲醇开工率降幅较大，本周布伦特原油报价 73.6 元/吨，环比小跌 2.27%，在当前煤油价差下，煤化工成本依旧明显；此外，本周水泥开工率为 30.47%，环比大涨 7.3pct，节后水泥需求持续恢复，伴随下游复工复产以及春季建材需求旺季来临，非电煤需求有望进一步提升。下周 2025 年 3 月 4 日，全国两会将于北京召开，届时将公布全年经济发展目标，并有望配合出台系列积极的支持政策，或将改善全年需求预期，煤炭价格有望企稳。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。据 Kpler 船运估计，2025 年 1 月我国进口海运煤 2797 万吨，相较于 2024 年 12 月的 3759 万吨，环比下降了 26%。对比过去两年同期，2024 年 1 月和 2023 年 1 月的环比跌幅分别为 9%和 10.9%，2025 年 1 月的下滑幅度确实较为明显；此外，从蒙古煤主要进口陆路口岸甘其毛都反馈的数据来看，蒙煤进口量也出现了一定程度的减少。1 月进口煤炭或同环比下降，一方面受到春节放假的影响，另一方面受国内外价差收窄影响，预计 2025 年煤炭进口量或难有大幅增长。

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：当前至 3 月两会召开前，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 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。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。

【农林牧渔】2025 年中央一号文件出台，持续增强粮食等重要农产品供给保障能力——行业周报-20250302

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：2025 年中央一号文件出台，持续增强粮食等重要农产品供给保障能力

2025 年 2 月 23 日中央一号文件《中共中央国务院关于进一步深化农村改革，扎实推进乡村全面振兴的意见》发布，文件针对持续增强粮食等重要农产品供给保障能力重点提出（1）深入推进粮油作物大面积单产提升行动，多措并举巩固大豆扩种成果；（2）扶持畜牧业稳定发展，包括做好生猪产能监测和调控、推进肉牛奶牛产业纾困，稳定产能、严格生猪屠宰检疫执法监管等；（3）推进农业科技力量协同攻关，种业振兴推进生物育种产业化；（4）健全粮食生产支持政策体系，落实稻谷、小麦最低收购价政策，完善玉米大豆生产者补贴、稻谷补贴政策。

生猪：标肥价差收窄，猪价短期底部震荡但边际向上。据涌益咨询，截至 2025 年 2 月 27 日，涌益样本生猪出栏均重 126.52 公斤/头，周环比+0.84 公斤/头，周同比+3.75 公斤/头，150kg 肥猪较 120kg 标猪溢价 1.14 元/公斤（周环比-0.16 元/公斤）。年后生猪出栏均重持续抬升，肥猪溢价收窄或对短期猪价形成压制。截至 2025 年 2 月 28 日，全国生猪均价 14.51 元/公斤，周环比-0.38 元/公斤，同比+0.58 元/公斤，涌益样本生猪屠宰量略低于 2024 年同期但高于 2023 年同期水平，当前市场整体生猪供给充足。消费淡季生猪供给充足猪价缺乏上行驱动，但猪价同时受二育进场及仔猪价格高位运行影响下行空间亦有限，短期猪价或延续底部震荡。展望后市，受冬季仔猪疫病、饲料原料价格上行及国内消费政策提振等影响，2025Q2 猪价中枢或逐步上移。

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（2.24-2.28）：农业跑赢大盘 0.83 个百分点

本周上证指数下跌 1.72%，农业指数下跌 0.89%，跑赢大盘 0.83 个百分点。子板块来看，饲料板块领涨。个股来看，宏辉果蔬（+12.10%）、福成股份（+8.67%）、粤桂股份（+8.08%）领涨。

本周价格跟踪（2.24-2.28）：本周白羽鸡、鲈鱼、对虾、玉米价格环比上涨

生猪养殖：2 月 28 日全国外三元生猪均价为 14.5 元/kg，较上周下跌 1.19 元/kg；仔猪均价为 33.01 元/kg，较上周上涨 0.68 元/kg；白条肉均价 19.66 元/kg，较上周上涨 0.19 元/kg。2 月 28 日猪料比价为 4.38:1。自繁自养头均利润 43.08 元/头，外购仔猪头均利润 9.39 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。

【计算机】震荡中聚焦 AI 产业核心——行业周报-20250302

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（2025.2.24-2025.2.28），沪深 300 指数下跌 2.22%，计算机指数下跌 8.01%。

周观点：震荡中聚焦 AI 产业核心

DeepSeek 用户飙升，阿里资本开支持续景气，云服务厂商有望持续受益

DeepSeek-R1 性能对齐 OpenAI-o1 正式版，且价格优势显著，成为全球增速最快的 AI 应用之一。根据 AI 产品榜公众号，截至 1 月 31 日，DeepSeek 霸榜苹果应用商店美国等 157 个国家/地区的第一名。根据 QuestMobile，截至 2 月 1 日，DeepSeek 成史上最快突破 3000 万日活 APP；从上线以来至 2 月 9 日，DeepSeekApp 的累计下载量超 1.1 亿次，周活跃用户规模最高近 9700 万。2 月 6 日，DeepSeek 官网声明称，“当前服务器资源紧张，已暂停 API 服务充值”。

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 DeepSeek 模型凭借优异性能和低成本优势引燃应用端需求，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。

多地政务系统及央国企本地化部署 DeepSeek，一体机成长前景光明

2 月以来，广东、江苏、内蒙古、江西等多地宣布其政务服务系统接入 DeepSeek 系列大模型。国务院国资委近日召开中央企业“AI+”专项行动深化部署会，要求中央企业“十五五”规划要将发展人工智能作为重点，加大相关资金投入。据《经济参考报》不完全统计，目前有超 20 家央企接入 DeepSeek，完成 DeepSeek 大模型私有化部署，涉及能源、通信、汽车、金融、建筑等多个领域。大模型一体机不仅能够降低 AI 使用门槛，还能满足政务部门、央国企等数据敏感行业的安全和隐私需求，有望受益 AI 政务及央国企 AI 浪潮。

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，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、卓易信息等，受益标的包括高新发展、广电运通、烽火通信、拓维信息等。

应用推荐金山办公、科大讯飞、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。

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】全面看好国产 AIDC 产业链四大方向——行业周报-20250302

蒋颖（分析师）证书编号：S0790523120003 | 雷星宇（联系人）证书编号：S0790124040002 | 李琦（联系人）证书编号：S0790123070063

人工智能是筑牢强国根基的必然要求，算力国产化率加速提升

2025 年 2 月 24 日，人民日报发文《抢抓人工智能发展的历史性机遇》，提出发展人工智能是筑牢强国根基的必然要求，强调要加快推动智算中心等算力基础设施建设，逐步提高算力设施国产化率，加快构建全国一体化算力网。我们认为 AIDC 机房建设（AIDC 机房、柴油发电机、风冷&液冷）、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）、云计算（公有云、私有云、算力租赁）等核心环节将深度受益。

云巨头相继宣布开源部分模型，持续加速 AI 多领域生态发展

2月25日，DeepSeek 官宣开源 DeepEP 代码库，它是首个用于 MoE 模型训练和推理的开源 EP 通信库；2月25日，阿里宣布全面开源旗下视频生成模型万相 2.1 模型，通义万相 2.1 模型基于 Apache2.0 协议，14B 和 1.3B 两个参数规格的全部推理代码和权重全部开源，同时支持文生视频和图生视频任务；2月28日，百度宣布百度文心大模型最新版 4.5 将于 3 月 16 日正式上线，并将于 6 月 30 日起正式开源文心大模型 4.5 系列。

全面看好国产 AIDC 产业链四大方向

国内云巨头相继宣布开源部分模型，以 DeepSeek 为代表的开源模型有望带动 AI 应用加速爆发，阿里宣布未来三年云和 AI 基础设投入预计超过过去十年总和，国产 AI 算力产业链或迎黄金产业机遇，以阿里云、腾讯云、华为云、火山云、天翼云、移动云、联通云等为代表的 AI 云计算资源稀缺性或将持续提升。

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

【建材】人形机器人产业化提速，碳纤维/PEEK 材料迎新增长极——行业点评报告-20250302

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

人形机器人产业化提速，具身智能赛道群雄逐鹿

2025 年以来，人形机器人产业化进展持续推进，2025 年初马斯克在采访时表示特斯拉在 2025 年将生产数千台 Optimus 人形机器人，并在工厂进行初步测试，2026 年人形机器人产量目标在 5-10 万台，2027 年产量有望达 50 万台。国内方面，蚂蚁集团、科大讯飞、云天励飞等多家行业头部企业纷纷传出布局具身智能领域的最新动态，优必选 Walker S1 人形机器人在比亚迪汽车工厂第一阶段实训工作已初步取得成效，预计在 2025 年第二季度具备规模化交付条件，宇树科技于 2 月 11 日在其京东官方旗舰店上架两款人形机器人产品，次日 9.9 万元起售的 G1 人形机器人首批销售订单就已售罄。

PEEK 引领轻量化潮流，碳纤维增强 PEEK 材料有望广泛应用

2023 年 12 月特斯拉发布的 Optimus-Gen2 二代人形机器人通过使用 PEEK 这一轻量化材料，在不牺牲性能的情况下减重 10 公斤，并加快行走速度 30%。PEEK 分子链中有大量苯环，具有极好的耐热、耐磨、耐辐照等优异的物理及化学综合性能，且其两个醚键与羰基带来柔韧性与优良的工艺性，适用于人形机器人的关节和四肢部位。而由于碳纤维（CF）具有高强度、高模量、高稳定性的特点，碳纤维增强 PEEK 材料展现出更优异的性能，有望进化成下一代轻量化材料。我们以君华股份官网披露的产品性能来看，填充 30% 碳纤维的 CF/PEEK 材料相较于纯 PEEK 材料在拉伸轻度、弯曲强度、压缩强度、热膨胀系数、摩擦系数等方面均具有更优性能的表现。未来 CF/PEEK 复合材料有望被进一步广泛应用，并成为碳纤维和 PEEK 需求的新增长极。

国内 PEEK 市场规模快速增长，行业供需均有明显扩张

近年来中国 PEEK 市场规模持续增长，据中商产业研究院预测，2024 年中国 PEEK 市场规模约为 19 亿元，2025 年有望达 21 亿元，2024 年中国 PEEK 材料产能约 9000 吨，2025 年产能有望突破万吨。而据智研咨询统计，2017 年我国 PEEK 产量约为 200 吨，需求量约为 700 吨，到 2024 年 PEEK 产量约为 3808 吨，需求量约为 3894 吨，行业供需整体保持快速扩张趋势。从盈利情况来看，我们以国内头部公司中研股份纯树脂颗粒的 PEEK 产品

为例，2019-2024H1 的毛利率基本维持在 35%-50%之间；据中研股份 2024 年业绩快报显示，2024 年由于产品平均销售单价同比小幅下调，叠加对募投项目、产品研发等投入增加，公司实现净利润 3928.65 万元，同比减少 27.99%。（注：关于碳纤维行业的基本面梳理详见团队在 2025 年 2 月 16 日发表的报告：《低空经济刺激需求，碳纤维有望迎来底部反转》）

人形机器人量产步伐有望加速，碳纤维/PEEK 需求有望迎新增长极

据高工机器人产业研究所（GGII）预测，2025-2030 年中国人形机器人销量有望达 8597/19023/37304/75450/138805/271214 台。据人形机器人联盟信息，特斯拉、优必选、智元等机器人平均重量约在 58kg，其中齿轮和关节用 1kg 的纯 PEEK 材料，肢体中用 8kg 的 CF/PEEK 材料，预计单台机器人对 PEEK 的消耗量为 6.6kg，据此反推单台机器人对碳纤维的消耗量为 2.4kg。结合以上信息，我们测算若 2030 年中国人形机器人销量达到 27.1 万台，单年约拉动 651 吨的碳纤维需求、1790 吨的 PEEK 需求。未来随着人形机器人产量逐步放量，有望拉动碳纤维及 PEEK 材料消费需求，CF/PEEK 市场规模有望持续增长，【中复神鹰、光威复材、中简科技、吉林化纤、吉林碳谷】等原丝及碳纤维生产企业、【中研股份、沃特股份、凯盛新材、新瀚新材】等氟酮（主要原材料）及 PEEK 生产企业有望同步受益。

风险提示：人形机器人量产不及预期、PEEK 及碳纤维价格下降等。

【银行】理财公司竞合图谱与投资行为全盘解析——理财持仓全景扫描系列（六）-20250301

刘呈祥（分析师）证书编号：S0790523060002 | 吴文鑫（分析师）证书编号：S0790524060002

30 万亿元市场格局：增量博弈时代的结构调整

保守估计 2025 年理财规模有望达到 31.5 万亿元高点。受高息存款严监管和债市行情催化，2024 年末理财规模达 29.95 万亿元，高增 3.15 万亿元。2025 年规模“催化剂”有所减少，保守估计高点或为 31.5 万亿元。

市场份额：股份>国有>非理财子>城商>农商>合资。截至 2025-02-16，存续规模前三的理财公司分别为招银理财、兴银理财、信银理财，均为股份行理财子且超 2 万亿元。2022 年底债市“赎回潮”之后，多家经历了“V”形恢复性增长。

盈利能力：头部股份&城商行理财子 ROE 居前，“量价双优”为关键。国有行理财子规模优势+ROE 困境并存，股份行理财子市场化机制驱动高盈利，城商行区域深耕孕育高 ROE。“量价双优”头部股份&城商行理财子盈利能力居前，对集团的营收&中收贡献度较高，理财子牌照价值凸显。

三重驱动：理财公司产品竞争力+母行零售基因+代销渠道。（1）产品收益率：国股稳扎稳打，城商&合资较为分化；（2）母行零售基因：国股行客群基础扎实；（3）代销渠道：近年加速布局，理财公司规模与被代销产品数量呈显著正相关。

31 家理财机构行为特征：委外占比高企，直投禀赋各异

2024Q4 末委外占比仍高企，多数高于 50%。委外监管红利逐渐消退，但受制于账户、投研能力，理财公司仍有较大委外需求。各类理财公司投资偏好迥异：

（1）国股行理财子：高流动性资产主导。以存款、同业存单等为压舱石，产品收益率稳扎稳打，绝对收益定位凸显。信用债上以“短久期+高评级”平衡收益与风险。股份行理财子的委外、衍生品投资更灵活多样。

（2）城商行理财子：适度信用下沉+非标资产差异化突围。杭银理财、苏银理财、南银理财通过信用债“拉久期+信用下沉”及较高比例非标实现超额收益。

（3）合资理财公司：具权益直投基因，但近年加速转向固收资产。贝莱德建信理财、高盛工银理财初期以权益投资为特色，穿透后股票持仓占比曾达 90%以上，但近年受制于客户风险偏好、权益市场调整、销售渠道单一，

截至 2024 年 6 月末 5 家合资理财公司穿透后的固收类资产占比均超 70%。

3 大趋势研判：置身理财新监管体系下的“加减法”

理财“分级监管”箭在弦上，投资端或做取舍。拟弱化对理财规模的考核，增加标债投资，减少监管套利，国有、合资理财公司的合规性较高，或整改压力较小。

合资理财的“加法”：合资理财公司的成立主要由政策驱动，旨在金融开放与国际化布局。市场环境制约叠加较为单一的渠道销售惯性，合资理财公司由权益为主转向固收类资产，委外也成为一大选择。具备养老理财试点+QDII 额度+衍生品交易资格，未来在权益/QDII/衍生品投资方面“借势突围”成为可能。

中小银行的“减法”：2026 年底前中小行或面临“清零”压力。中小银行资管部在 AA 及以下金融债、信用债下沉明显更多，牌照收紧加剧结构性资产荒。

投资建议

后续理财评级监管或将助力理财公司做好“加减法”，国有行理财子和合资理财公司的投资风格较为符合监管导向，有望受益于理财分级监管体系；股份行和城农商行理财子则可通过差异化资产获取能力巩固零售客群。受益标的有工商银行、农业银行、中国银行等。

风险提示：经济增速不及预期；理财监管趋严；理财子牌照发放收紧等。

【有色钢铁】铜生产波动再现，关注供给边际变化——行业点评报告-20250228

李怡然（分析师）证书编号：S0790523050002

智利地区发生大规模停电，铜矿生产活动中断

当地时间 2 月 25 日，智利多个地区发生大规模停电事件，本次停电影响了智利 98%以上的人口。同时，停电事件对当地铜矿生产造成较大影响，智利国家铜业公司（Codelco）表示，旗下包括 Escondida 在内的所有铜矿生产均受到影响，部分矿场使用备用发电以维持运营。考虑到矿山及配套冶炼厂用电需求较大，且从供电恢复至生产完全恢复还需要一定时间，本次停电或影响智利全年铜产量预期。根据 USGS 和 Cochilco 数据，作为全球第一大产铜国，2024 年智利铜矿产量约为 530 万吨，占全球铜矿产量的 23.0%，其中 Escondida 作为全球产量第一的矿山，2024 年产量为 127.8 万吨，占全球铜矿产量的 5.6%。

刚果（金）禁令暂使钴销售受限，或致部分矿山成本抬升

2 月 22 日，刚果（金）战略矿产市场监管局理事会决定对地区所有采矿产出的钴实施为时四个月的临时出口禁令。钴作为刚果（金）铜矿的重要伴生品，以成本抵扣的方式影响铜生产成本，禁令或导致当地铜矿生产成本提升。以嘉能可为例，嘉能可铜资产包含位于刚果（金）的 Katanga 和 Mutanda 铜钴矿，钴价波动对公司铜业务整体成本影响较大，2019 年和 2023 年受钴价下跌的影响，嘉能可铜业务成本均出现大幅抬升。考虑到钴价的持续低迷，嘉能可预计 2025 年铜业务成本中枢将继续抬升并达到历史峰值。同时，近期嘉能可拟剥离刚果（金）铜资产，我们认为核心在于钴价低迷导致该资产的盈利能力下降，或存在减产和停产风险。2024 年 Katanga 和 Mutanda 矿产铜产量合计为 22.5 万吨，对全球矿产铜供给扰动在 1.0%以内，后续若钴价持续低迷，需关注成本抬升的背景下，刚果（金）部分铜钴矿或有减产风险。

智利与刚果（金）铜产量贡献超全球三分之一，生产波动影响较大

根据 USGS 数据，2024 年全球矿产铜产量达到 2300 万吨，其中，智利和刚果（金）作为全球铜矿产量前二的国家，2024 年铜矿产量分别为 530 万吨和 330 万吨，在全球产量比重达 37.4%。而根据 ICSG 披露，2024 年全球原生精炼铜产量和精炼铜消费量增速分别为 4.7%和 2.9%，均高于全球矿产铜产量增速 2.4%。我们认为，2025 年全球矿产铜供给偏紧结构仍将持续，并对铜价中枢形成支撑，后续需要关注智利和刚果（金）等主要产铜国的

生产扰动对供给端的边际影响。

投资建议：主要产铜国生产干扰因素再现，铜供给偏紧结构或将持续并对铜价中枢形成支撑，推荐标的：紫金矿业、洛阳钼业，受益标的：金诚信。

风险提示：政策变动风险；矿端供给放量超预期风险；下游需求不及预期风险。

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