

万联晨会

2025年03月18日 星期二

概览

核心观点

【市场回顾】

周一，A股三大指数涨跌不一，上证指数涨0.19%，报3426.13点，深证成指跌0.19%，创业板指跌0.52%。两市A股成交额约1.57万亿元人民币，超2900股上涨。申万行业方面，建筑材料、环保行业领涨；概念板块方面，可燃冰、华为海思概念、生物质能发电涨幅居前。港股方面，恒生指数收涨0.77%，报24,145.57点，恒生科技指数跌0.14%。美国三大股指全线收涨，道指涨0.85%，标普500指数涨0.64%，纳指涨0.31%。欧洲及亚太股市多数上涨。

【重要新闻】

【国新办召开提振消费有关情况新闻发布会】3月17日，在国新办召开的介绍提振消费有关情况新闻发布会上，国家发展改革委、财政部、人力资源社会保障部、商务部、中国人民银行、市场监管总局等部门负责人共同解读《提振消费专项行动方案》，并披露多项配套政策细节。财政部经济建设司司长符金陵提到，2025年，支持提高城乡居民基础养老金，适当提高退休人员基本养老金。在金融如何支持扩大消费方面，中国人民银行信贷市场司负责人车士义表示，将实施好适度宽松的货币政策，为扩大消费营造良好的金融环境。针对广受关注的育儿补贴，国家发展改革委副主任李春临指出，卫健委已经在起草具体操作方案。

研报精选

促进“人工智能+消费”，支持新型消费发展

IP经济形态不断发展壮大，智能穿戴市场潜力凸显

《提振消费专项行动方案》出台，多举措激发消费潜力

财政发力托底

房贷利率调降空间进一步打开

国内市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,426.13	0.19%
深证成指	10,957.82	-0.19%
沪深300	3,996.79	-0.24%
科创50	1,083.21	-0.45%
创业板指	2,215.13	-0.52%
上证50	2,737.92	-0.09%
上证180	8,753.98	-0.19%
上证基金	7,173.45	-0.18%
国债指数	222.24	-0.13%

国际市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	41,841.63	0.85%
S&P500	5,675.12	0.64%
纳斯达克	17,808.66	0.31%
日经225	37,396.52	0.15%
恒生指数	24,145.57	0.77%
美元指数	103.37	-0.34%

主持人： 陈达

Email: chenda@wlzq.com.cn

核心观点

【市场回顾】

周一，A股三大指数涨跌不一，上证指数涨0.19%，报3426.13点，深证成指跌0.19%，创业板指跌0.52%。两市A股成交额约1.57万亿元人民币，超2900股上涨。申万行业方面，建筑材料、环保行业领涨；概念板块方面，可燃冰、华为海思概念、生物质能发电涨幅居前。港股方面，恒生指数收涨0.77%，报24,145.57点，恒生科技指数跌0.14%。美国三大股指全线收涨，道指涨0.85%，标普500指数涨0.64%，纳指涨0.31%。欧洲及亚太股市多数上涨。

【重要新闻】

【国新办召开提振消费有关情况新闻发布会】3月17日，在国新办召开的介绍提振消费有关情况新闻发布会上，国家发展改革委、财政部、人力资源社会保障部、商务部、中国人民银行、市场监管总局等部门负责人共同解读《提振消费专项行动方案》，并披露多项配套政策细节。财政部经济建设司司长符金陵提到，2025年，支持提高城乡居民基础养老金，适当提高退休人员基本养老金。在金融如何支持扩大消费方面，中国人民银行信贷市场司负责人车士义表示，将实施好适度宽松的货币政策，为扩大消费营造良好的金融环境。针对广受关注的育儿补贴，国家发展改革委副主任李春临指出，卫健委已经在起草具体操作方案。

分析师 陈达 执业证书编号 S0270524080001

研报精选

促进“人工智能+消费”，支持新型消费发展

——计算机行业快评报告

事件：

3月16日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》（简称《行动方案》）。《行动方案》在大宗消费更新升级行动中提出要“加大消费品以旧换新支持力度”，在消费品质提升行动中提出要“支持新型消费加快发展”。

投资要点：

以“购新补贴”提振产品需求，推进消费品绿色化、智能化升级。《行动方案》要“推动汽车、家电、家装等大宗耐用消费品绿色化、智能化升级，支持换购合格安全的电动自行车，实施手机、平板、智能手表（手环）3类数码产品购新补贴”。我们认为在“两新”政策的背景下要把握“购新补贴”对手机、平板等消费电子终端和智能手表等智能穿戴终端的需求提振。以及绿色化、智能化产品的渗透率提升。

创新技术赋能数字消费场景，促进消费者体验升级。《行动方案》提出要“深入实施数字消费提升行动，大力培育品质电商”。我们认为，在数字消费场景中，要加强VR/AR/XR等虚拟现实技术和AI大模型、数字孪生等创新技术的赋能；在数字潮玩、智能家居、智慧出行等数字消费场景中，要通过“数实融合”的创新形式满足消费者沉浸式、多模态的体验需求；在电商领域，可以通过AIGC赋能直播等环节，提升电商的直播营销质效。

加强AI在消费场景的赋能，聚焦端侧AI产品的成长性消费需求。《行动方案》提出要“开展‘人工智能+’行动，促进‘AI消费能’加速推动自动驾驶、智能穿戴、超高清视频、脑机接口、机器人、增材制造等新技术新产品开发与应用推广，开辟高成长性消费新赛道”。我们认为，“人工智能+消费”是培育新型消费的重要抓手，能够催生出

创新消费产品和创新业态。尤其是在 AI 大模型快速发展的浪潮下，自动驾驶、智能穿戴、机器人等端侧 AI 产品，有望带来大规模、高成长性的消费市场。

加强低空经济产业基础设施建设，促进低空消费产业发展。《行动方案》提出要“加快完善低空经济监管体系，有序发展低空旅游、航空运动、消费级无人机等低空消费”。我们认为，低空经济产业基础设施的加强建设能够为低空消费构筑坚实基础，同时消费级无人机、eVTOL 等产品的创新升级也将带动低空旅游等消费需求，促进低空经济产业规模增长。

投资建议：建议关注：1) “两新”政策下绿色化、智能化产品的需求提振；2) 数字技术在消费场景的赋能；3) 端侧 AI 产品的需求提升；4) 低空消费对低空经济产业的推动作用。

风险因素：中美科技摩擦；政策推进不及预期；产品绿色化、智能化转型升级不及预期；低空经济产业发展进度不及预期。

分析师 夏清莹 执业证书编号 S0270520050001

IP 经济形态不断发展壮大，智能穿戴市场潜力凸显

——传媒行业快评报告

行业事件：

近日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》，对大宗消费更新升级行动及消费品质提升行动给出要求，要加大消费品以旧换新支持力度，积极实施产品购新补贴，开发原创知识产权（IP）品牌，强化消费品牌引领，并支持新型消费加快发展。

投资要点：

1 IP 市场潜力充足，强化消费品牌引领。《提振消费专项行动方案》强调要将中华优秀传统文化融入产品设计，支持开发 IP 品牌，促进动漫、游戏、电竞及其周边衍生品等消费，开拓国货“潮品”国内外增量市场。我们认为近年来以 IP 为核心的经济形态不断发展壮大，成为了内容商业模式的核心驱动力，“内容为王”逻辑恒定不变，《黑神话：悟空》及《哪吒 2》倚靠中国独有的 IP，深入挖掘和创新传统文化元素，细致打磨品质内容，将中国传统 IP 中文化内涵与现代价值观进行融合重构，激发用户及观众共鸣，为打造具有中国特色的 IP 品牌贡献力量；同时在二次元文化普及和年轻消费者需求变化的双重推动下，“谷子经济”应运而生并迅速崛起，市场规模快速增长，潜力充足，国产 IP 将成为“谷子经济”重点布局方向，并带动传统商城转型，为线下消费市场增添活力。

1 智能穿戴作为高成长性消费新赛道，市场潜力凸显。《提振消费专项行动方案》还着重强调开展“人工智能+”行动，加速推动智能穿戴等新技术新产品开发与应用推广，开辟高成长性消费新赛道，并推动大宗耐用消费品绿色化、智能化升级，实施数码产品的购新补贴。我们认为 AI 智能眼镜是目前市场布局智能穿戴的核心方向之一，自 2024 年起，国内市场包含传统眼镜制造商、AR 厂商、消费电子企业及互联网厂商积极布局 AI 眼镜领域，它作为集成多功能于一体的 AI 技术载体，从精准适配到场景全面覆盖，以提供全方位的效率型刚需服务为最终目标，被视作切入 AI 智能终端市场的突破口，同时在购新补贴的促进下，销量有望得到显著提升，市场潜力凸显。

投资建议：建议关注：1) 具备优质 IP 储备或垂直领域深耕能力的出版行业公司；2) 已有生成式 AI 应用落地、布局 AI 眼镜的公司；3) 游戏储备丰富、研发能力较强的游戏行业头部公司；4) IP 储备丰富，运营能力较强的影视行业头部公司。

1 风险因素：政策环境变化；消费复苏不及预期；市场竞争加剧；创新技术应用不及预期；商誉减值风险。

分析师 夏清莹 执业证书编号 S0270520050001

分析师 李中港 执业证书编号 S0270524020001

《提振消费专项行动方案》出台，多举措激发消费潜力 ——《提振消费专项行动方案》快评报告

事件：

为大力提振消费，全方位扩大国内需求，3月16日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》，从增加城乡居民收入、保障消费能力、提升服务消费质量、更新升级大宗消费等8个方面出发，部署了30项重点任务。

投资要点：

《提振消费专项行动方案》出台，多举措激发消费潜力。从总体内容来看，《方案》是对今年政府工作报告中“实施提振消费专项行动”的具体落地，涵盖和细化了近一年来各会议和政策文件提出的扩大内需提振消费的各项措施。从出台时间来看，两办选择在“315”晚会后即发布《方案》，既体现了维护消费者权益的坚定决心，又展现了提振消费市场的强大信心。从覆盖范围来看，《方案》内容涉及金融、农业、医疗、教育、社保、文旅、住房、外贸等多个关键领域，其涉及面之广、规格之高，充分彰显了大力提振消费作为今年政府首要工作任务的战略地位，为顺周期的消费行业带来显著利好。

具体到各项举措：

需求端方面，《方案》通过增收和减负两大方面改善居民收入预期，增强消费信心。

(1) 增收方面：将城乡居民增收放在首要位置，通过实施就业支持计划、科学合理提高最低工资标准、扩大劳务报酬发放规模等措施提高工资性收入；通过稳住股市、引导长线资金入市等促进财产性收入；通过土地增值收益分配机制改革、农村低收入人口提能增收等促进农民增收。我们认为，此举有助于从根本上解决居民消费的底层问题，通过工资性收入的提高和财产性收入的增长改善居民对未来的预期，增强居民消费信心。(2) 减负方面：提出要保障消费能力，从养儿育儿、教育、养老保障、低收入人口及失业人员基本生活保障四个方面入手，切实减轻困难群体的负担，释放中低收入群体的消费潜力。

供给端方面，《方案》从服务消费、大宗消费、品牌引领、新型消费等方面围绕“提质升级”提出了多项措施。(1) 服务消费：核心点为“提质惠民”，聚焦“一老一小”两大核心服务群体优化产品供给，通过深化生活服务和文体旅游两大领域的消费场景建设，重点培育冰雪消费、入境消费和服务业扩大开放三大增长引擎，全方位构建服务消费生态体系。(2) 大宗消费：核心点为“更新升级”，重点支持加力扩围消费品以旧换新，着力推动汽车、家电、家装等大宗耐用消费品绿色化、智能化升级，强化住房及汽车两大支柱型大宗消费的政策保障和市场拓展，同时完善二手商品流通体系建设，新旧联动，全面激发消费市场活力。(3) 品牌引领：核心点为“文化赋能”，聚焦商贸、物流、文旅等服务领域，通过鼓励文化赋能、支持IP品牌、开拓国货“潮品”增加产品附加值，实现文化软实力反哺经济。(4) 新型消费：核心点为“开拓创新”，结合人工智能、机器人、自动驾驶、低空经济等不断发展的前沿技术与未来产业，加速应用场景落地，催生消费新业态、新模式，开辟消费新赛道。

消费环境方面，《方案》从保障假期权益、营造放心消费环境、完善城乡消费设施方面提出多项措施。(1) 保障休息休假权益：提出要严格落实带薪年休假制度，鼓励弹性错峰休假、中小学春秋假，释放时间约束下的消费潜能。(2) 营造放心消费环境：实施优化消费环境三年行动，健全消费品和服务消费标准体系，强化消费者信心。(3) 城乡设施建设：从物流配送、实体店改造、公共交通、停车位等方面完善城乡消费设施，打破下沉市场消费升级的阻力，有效拉动县域消费。

建议重点关注：(1) 食品饮料：①白酒行业：当前白酒行业处于库存去化阶段，2025年白酒商务需求在经济刺激政策下有望回暖，宴席需求2025年在“寡春”导致的婚宴回补需求，以及高考人数增加所带来的升学宴需求，需求增加有望缓解行业库存压力。预计随着渠道库存逐步出清，市场有望提前于白酒企业报表端业绩拐点而迎来向上拐点。从

细分赛道来看，理性消费环境下，中端和大众价位白酒逐渐显现优势，预计 2025 年复苏弹性更大，建议重点关注。②大众食品：需求回暖和成本下降是主旋律，2025 年扩内需政策加码，餐饮复苏有望带动餐饮产业链需求的回暖，此外，一些细分行业的原料成本处于下降通道或者底部区域，从而有利于利润释放和业绩向好，建议关注乳制品、啤酒、零食、调味品等行业。（2）社会服务：作为提振消费的核心抓手之一，社服多个赛道今年迎来业绩增长良机，休假制度的落实与优化对旅游市场的带动作用仍将持续，推动扩大入境消费为免税行业带来新的增长点，健全县域商业体系利好下沉化市场加速扩张的酒店与连锁餐饮行业，教育领域有望成为人工智能应用的代表性落地场景，建议关注受益于政策重点利好的旅游、免税、酒店、餐饮、教育龙头。（3）商贸零售：①黄金珠宝：在全球贸易环境多变、美元信用体系受冲击的背景下，黄金作为避险资产的吸引力进一步提升，金价有望持续上涨。同时，国潮文化影响下，消费者更愿意为产品工艺支付溢价，建议关注注重产品设计、运营能力强、品牌势能强、高分红+高股息的黄金珠宝龙头企业。②化妆品：近年来国货美妆企业愈发重研发投入，不少国货品牌凭借出众的产品力脱颖而出，即便在行业需求疲软的背景下依然取得亮眼增长。年轻一代消费者对于国货美妆品牌的接受度逐渐提高，国货品牌有望进一步抢夺国外品牌的份额，实现市占率提升。建议关注强研发、产品力和营销能力优秀的国货化妆品龙头公司。（4）轻工制造：随着 2025 年各地加力促进房地产市场的止跌回稳，以及“以旧换新”政策补贴的进行，家居、家电需求端有望得到提振，建议关注产品力强、渠道多样化、具备规模优势的家居和家电企业。

风险因素：1、经济发展不及预期风险。2、政策实施力度不及预期风险。3、宏观经济波动风险。

分析师 陈雯 执业证书编号 S0270519060001

分析师 李滢 执业证书编号 S0270522030002

分析师 叶柏良 执业证书编号 S0270524010002

财政发力托底

——银行行业月报

事件：

中国人民银行发布 2025 年 2 月金融统计数据报告、社融存量以及增量统计数据报告。

投资要点：

2 月社融存量增速 8.2%，增速环比回升 0.2%：2 月，社融新增 2.23 万亿元，同比多增。社融存量规模 417.3 万亿元，同比增速 8.2%，增速环比回升 0.2%。其中，2 月社融实现同比多增，主要受政策性因素引导即政府债加速发行，整体看稳增长的特征较为明显。2 月政府债净融资规模达到 1.7 万亿元，同比多增 1.1 万亿元。

居民加杠杆意愿偏弱：2 月，新增人民币贷款 1.01 万亿元，同比少增。金融机构人民币贷款余额 261.78 万亿元，同比增长 7.3%，增速环比回落 0.2%。其中，2 月对公中长期贷款的同比少增是主要拖累因素。居民端，2 月减少 3891 亿元，同比少减，其中，短期贷款减少 2741 亿元，同比少减；中长期贷款减少 1150 亿元，同比多减。企业端，2 月新增 1.04 万亿元，同比少增，其中，短期贷款增加 3300 亿元，同比少增；中长期贷款增加 5400 亿元，同比少增；票据融资增加 1693 亿元，同比多增。

投资策略：我们认为，2 月政府债同比多增，有效支撑社融表现。2 月 M2 同比增速为 7%，未有明显上升，而同期财政存款同比多增 1.64 万亿元，且超过政府债净融资的同比增量，我们预计 M2 增速主要是受到尚未投放的财政存款的拖累。后续财政完全投放叠加低基数，M2 增速上升的概率较大。另外，结合政府工作报告的表述，我们认为财政投放节奏大概率还是会加速。2 月贷款端量价均下行。量的方面，排除债务置换的影响，2 月新增人民币贷款预计同比仍少增。价的方面，当前贷款利率与市场资金利率反向变动。未

来仍需观察财政发力是否能进一步拉动内生需求的回暖。由于今年财政靠前发力，我们预计 3-4 月仍是重要观察窗口。我们认为在财政政策的带动下，利好宏观经济的短期回暖，叠加新一轮地方政府的债务置换缓解地方债务风险，银行板块整体资产质量预期也随之有望改善，并维持板块估值的稳定。另外，综合考虑银行股当前的股息率以及估值水平。我们认为短期板块防御属性仍然较为明显。

风险因素：宏观经济下行，企业偿债能力超预期下降，对银行的资产质量造成较大影响；宽松的货币政策对银行的净息差产生负面影响；监管政策持续收紧也会对行业产生一定的影响。

分析师 郭懿 执业证书编号 S0270518040001

房贷利率调降空间进一步打开 ——房地产行业快评报告

行业核心观点：

《提振消费专项行动方案》是继两会后的又一全国性政策，《方案》中所提及的关于公积金的优化政策有望在因城施策的框架下以城市为主体进行推行，而公积金贷款利率下调将进一步打开个人住房商业贷款利率调整空间，将有助于购房成本降低、购房需求的释放、推动行业止跌回稳，同时深圳已发布公积金贷款优化政策，也将进一步提振市场信心，我们预计房地产市场热度有望持续延续。二级市场投资方面，建议关注①受益于供给侧出清的优质央企背景房企；②受益于收储政策的相关个股；③行业止跌回稳预期下具有困境反转预期的个股的交易性机会。

事件：2025 年 3 月 16 日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》，其中提及“更好满足住房消费需求。持续用力推动房地产市场止跌回稳，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。允许专项债券支持城市政府收购存量商品房用作保障性住房。落实促进房地产市场平稳健康发展有关税收政策。适时降低住房公积金贷款利率。扩大住房公积金使用范围，支持缴存人在提取公积金支付购房首付款的同时申请住房公积金个人住房贷款，加大租房提取支持力度，推进灵活就业人员缴存试点工作”。

1 点评：

1 《方案》较 2025 年政府工作报告，新增提出“适时降低住房公积金贷款利率”，为后续住房贷款利率进一步下调打开空间。《方案》中延续 2025 年政府工作报告中关于推动房地产“止跌回稳”、“加力实施城中村和危旧房改造”等相关表述。同时新增提出“适时降低住房公积金贷款利率”。此轮房地产行业调整以来，房地产行业支持性政策持续推出，但是住房公积金贷款利率自 2021 年 9 月至 2025 年 2 月累计下调了仅 40BP，个人住房贷款利率从 2021 年 9 月至 2024 年底累计下调了 2.45pct，导致公积金贷款利率与个人住房贷款利率差距持续收窄，限制了房贷利率下调空间，公积金贷款利率下调空间的打开将进一步打开个人住房商业贷款利率的调整空间，有助于进一步降低购房成本、提升购房吸引力，助力行业需求释放，推动行业止跌回稳。

深圳进一步优化住房公积金相关政策，提振市场信心。3 月 16 日，深圳市住房公积金管理委员会印发《关于〈深圳市住房公积金贷款管理规定〉的补充规定》的通知，其中包含①调整最高（基础）额度。个人申请最高额度从 50 万元提高至 60 万元；家庭申请最高额度从 90 万元提高至 110 万元。②调整最高额度上浮情形和比例。购买本市首套住房上浮比例从 20%提高至 40%。多子女家庭购房上浮比例从 10%提高至 50%。③为便利异地缴存职工在深置业，文件取消了异地住房公积金贷款的户籍和首套房限制。④为支持职工充分使用住房公积金账户资金，文件增设了夫妻“冲还贷”业务等。高能级城市的政策放

松对市场信心具有较强的提振作用。自去年9月政治局会议以来，房地产行业成交量热度延续，预计后续仍将延续。

1 “扩大住房公积金使用范围”将进一步降低购房资金压力，促进需求释放。《方案》还提出“扩大住房公积金使用范围，支持缴存人在提取公积金支付购房首付款的同时申请住房公积金个人住房贷款”，此项政策的提出后有望在因城施策的框架下加速落地，将有助于进一步降低购房者资金压力、促进需求释放。

1 风险因素：政策支持力度及政策效果不及预期、房地产行业修复不及预期、需求端信心修复不及预期、城中村改造进展不及预期、商品房收购进展不及预期、房价持续下行等。

分析师 潘云娇 执业证书编号 S0270522020001

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告由万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本晨会纪要仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本晨会纪要是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本晨会纪要所载资料、意见及推测不一致的研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本晨会纪要中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本晨会纪要所载的资料、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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本晨会纪要中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本晨会纪要中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本晨会纪要主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为万联证券股份有限公司研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经我方许可而引用、刊发或转载本报告的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心

广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场