

# 晨会纪要

数据日期: 2025-03-21	上证综指	深证成指	沪深300指数	中小板综指	创业板综指	科创50
收盘指数(点)	3364.83	10687.55	3914.69	11773.60	2977.08	1042.89
涨跌幅度(%)	-1.29	-1.76	-1.51	-1.87	-2.25	-2.05
成交金额(亿元)	6231.64	9276.92	3093.48	3296.81	4338.46	1126.60

## 晨会主题

### 【常规内容】

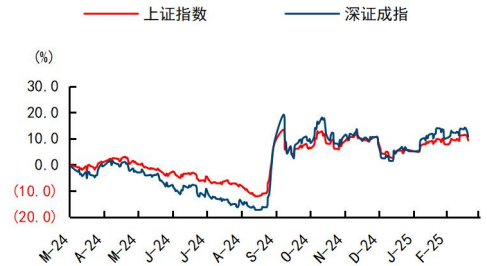
#### 宏观与策略

宏观快评: 收紧还是放松? -DeepSeek 如何解读货币政策委员会 Q1 例会  
 宏观周报: 宏观经济宏观周报-国内经济增长动能稳健提升  
 固定收益周报: 转债市场周报-估值继续压缩, 新券发行提速  
 策略专题: ESG 专题研究-基金经理/基金产品行为与 ESG 打分实践  
 策略专题: 估值周观察(3月第4期)-强势赛道非对称调整  
 策略专题: 策略周思考-“四月决断”: 交易高低切、拥抱“超额主升”

#### 行业与公司

银行业快评: 银行业点评-大行负债缺口何时扭转? ——银行资负视角  
 煤炭行业专题: 千亿市值煤企龙头对比解析  
 纺织行业快评: 纺织服装海外跟踪系列五十七-耐克产品调整和清库措施增大四季度压力, 影响有望在下一财年缓解  
 电新行业周报: 锂电产业链双周评(3月第2期)-充电桩建设显著加速, 固态、全极耳等锂电新技术蓬勃发展  
 电新行业周报: AIDC 电力设备/电网产业链周评(3月第3周)-重视电网投资释放确定性, 英伟达 GTC 大会指引未来发展方向  
 电新行业周报: 风电产业链周评(3月第3周)-帆石海风项目持续推进, 重视海洋经济发展机遇  
 通信行业周报 2025 年第 13 周: 英伟达发布 CPO 交换机, 深海科技政策持续推进  
 海外市场专题: 港股市场速览-资金呈守势, 流入红利风格  
 海外市场专题: 美股市场速览-资金流出势头中止, 大盘价值较优  
 汽车行业周报: 人形机器人行业周报(第七期)-特斯拉机器人将进入试生产, 广东组建百亿基金助力机器人产业  
 机械行业周报: 制造成长周报(第6期)-波士顿动力展示拟人动作, 宇树 G1 完成首次侧空翻和鲤鱼打挺  
 小鹏汽车-W(09868.HK) 海外公司财报点评: 小鹏汽车-W(09868.HK) -单四季度销量环比增长 97%, 新品周期持续向上  
 福耀玻璃(600660.SH) 财报点评: 单季度收入创新高, 全年净利率同比提升 2.14pct  
 金山办公(688111.SH) 财报点评: 四季度收入提速, AI 和海外业务打开新成长空间  
 腾讯控股(00700.HK) 海外公司财报点评: 收入侧增长提速, 积极进行 AI+应用布局

#### 市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

#### 主要市场指数 03月24日

	收盘指数	涨跌幅%
道琼斯	33597.92	0
纳斯达克	10961.46	-0.48
S&P500	3801.78	-0.44
法国 CAC40	6000.24	-0.72
德国 DAX	14261.19	-0.57
日经 225	27574.43	-0.4
恒生	23689.72	-2.18

#### 基金指数 03月24日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3225.66	0.08
股票基金指数	10330.91	-0.77
混合基金指数	9623.64	-0.85

#### 汇率 03月24日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.08	-0.34
美元兑人民币	7.22	-0.13
美元兑港币	7.77	0.0
美元兑日元	149.32	0.36

#### 非流通股解禁 03月24日

名称	解禁数量(万股)	流通股增加%	解禁日期
匠心家居	6000.00	100.00	2025-03-13
长安汽车	2590.64	45.92	2025-03-05
山水比德	2525.00	100.00	2025-02-13
霍普股份	2880.00	100.00	2025-01-28
浙版传媒	180000.02	100.00	2025-01-23
洪兴股份	6497.49	100.00	2025-01-22
云南旅游	6857.37	100.00	2025-01-16
广百股份	18692.79	100.00	2025-01-06

腾讯音乐(TME.N) 海外公司财报点评:会员数量增长稳健, ARPPU 值提升顺利

小米集团-W(01810.HK) 海外公司财报点评:2024 年营收利润创历史新高, 人车家全生态战略全面落地

天地科技(600582.SH) 财报点评:营收、利润继续保持增长, 资产质量持续提高

中煤能源(601898.SH) 财报点评:降本增量对冲煤价下行, 业绩稳健

中国神华(601088.SH) 财报点评:业绩稳健、高分红率彰显投资价值

中国移动(600941.SH) 财报点评:2024 年营收突破万亿元, 拟进一步提升派息率

云图控股(002539.SZ) 财报点评:磷复肥业务稳健发展, 一体化布局不断完善

紫金矿业(601899.SH) 财报点评:经营业绩显著提升, 全力争取规模实力再上新台阶

同程旅行(00780.HK) 财报点评:深耕用户价值提升战略, 核心业务盈利水平上行

华住集团-S(01179.HK) 财报点评:高质量扩张势能强劲, 股东回报彰显龙头积极姿态

## 金融工程

金融工程专题报告:金融工程专题研究-恒生科技指数 ETF 投资价值分析——把握中国资产重估的战略机遇

金融工程周报:热点追踪周报-由创新高个股看市场投资热点(第 186 期)

金融工程周报:港股投资周报-恒生科技调整, 港股精选组合本周相对恒生指数超额 2.07%

金融工程周报:主动量化策略周报-TMT 板块短期回调, 四大主动量化组合本周均战胜股基指数

金融工程周报:多因子选股周报-换手率因子表现出色, 三大指增组合本周均跑赢基准

金融工程周报:ETF 周报-上周证券 ETF 净申购超 30 亿元, 本周将有 3 只自由现金流 ETF 发行

金融工程周报:基金周报-83 家公募集体宣布承担指数使用费, 亚洲首批个股杠杆及反向产品将上市

金融工程日报:沪指单边下行失守 3400 点, 科技股全线回调

## 【常规内容】

### 宏观与策略

#### ◆ 宏观快评:收紧还是放松? -DeepSeek 如何解读货币政策委员会 Q1 例会

DeepSeek 推出后,国信总量团队对其在不同场景下的落地做出积极探索,并发表了系列报告。其中我们尤为期待它对宏观政策的解读,并以货币政策为例,将初步的分析方法和结论发表在 3 月 17 日报告《乘风 DeepSeek 理解货币政策取向》中。

随着 3 月 21 日央行公布新一期(2025 年一季度)货币政策委员会例会通稿,在前述方法下,DeepSeek 如何进行解读?

结合 AI 的定性和定量分析看,二季度我国货币政策力度有望维持“宽松”,但边际看力度或趋于稳定甚至略有收敛。

证券分析师: 田地(S0980524090003)、王开(S0980521030001)、董德志(S0980513100001)

#### ◆ 宏观周报:宏观经济宏观周报-国内经济增长动能稳健提升

主要结论:国内经济增长动能稳健提升。

本周国信高频宏观扩散指数 A 维持正值,指数 B 继续上升。从分项来看,本周投资领域景气继续上升,消费和房地产领域景气变化不大;本周投资领域表现相对较优。从季节性比较来看,春节后 2-3 个月内指数 B 均会季节性回升,平均每周上升 0.17,本周指数 B 标准化后上升 0.14,表现与历史平均水平相差不大,指向国内以房地产、基建为代表的经济增长动能环比延续上升趋势。

基于国信高频宏观扩散指数对资产价格进行预测,显示当前国内利率偏低,上证综合指数偏高,从均值回归的角度看,预计下周(2025 年 3 月 21 日所在周)十年期国债利率将上行,上证综合指数将下行。

周度价格高频跟踪方面:

(1) 本周食品、非食品价格均小幅下跌。预计 2025 年 3 月 CPI 食品环比约为-1.0%,非食品环比约为-0.1%,CPI 整体环比约为-0.3%,3 月 CPI 同比或明显回升至零。

(2) 3 月上旬国内流通领域生产资料价格延续下跌态势。预计 2025 年 3 月国内 PPI 环比约为零,PPI 同比小幅上升至-2.1%。

风险提示:海外市场动荡,存在不确定性。

证券分析师: 李智能(S0980516060001)、董德志(S0980513100001)

#### ◆ 固定收益周报:转债市场周报-估值继续压缩,新券发行提速

上周市场焦点(3 月 17 日-3 月 21 日)

股市方面,上周权益市场震荡回调,市场交投情绪有所降温,深海科技概念催化下石油石化板块涨幅居前,其他表现靠前的板块如环保、公用、银行也以防御属性为主,前期涨幅较高的科技板块调整幅度较大。

债市方面,上周债市大幅波动,前半周在部分媒体传达出央行偏鹰态度、1-2 月经济数据偏强下,利率呈现加速冲高态势,后半周因税期资金面总体平稳、权益市场走弱,债市情绪较好,周五 10 年期国债收益率收于 1.85%,较前周上行 1.41bp。

转债市场方面,上周转债个券多数下跌,中证转债指数全周-1.37%,价格中位数-1.81%,我们计算的转债平价指数全周-0.74%,全市场转股溢价率与上周相比-1.02%。个券层面,智尚(灵巧手腱绳材料)、惠城(废催化剂处理)、恒辉(灵巧手腱绳材料&公告不强赎)、远信(拉幅定型机)转债涨幅靠前;东时(驾培)、科数(数据中心电源)、信测(机器人&预计触发强赎)转债跌幅靠前。

观点及策略（3月24日-3月28日）

估值继续压缩，新券发行提速：

上周二中证转债指数盘中最高达 438.92，超越 2022 年初的高点，但由于权益市场总体表现较弱，且转债估值近期虽有压缩仍难言便宜，上周转债表现总体弱于正股，各平价区间转债的溢价率均有所下行。分评级来看，评级相对较低的个券（A+及以下-2.67%）平均跌幅明显大于万得可转债等权指数（-1.74%），一方面是因为部分低评级个券前期积累了较高涨幅，存在一定止盈压力，另一方面，即将进入上市公司财报、信评报告的密集披露期，出于对业绩不及预期、评级调整的担忧，市场对低评级品种总体较为谨慎。

1-2 月的经济数据显示国内经济总体起步平稳，内需延续回暖，但 2 月金融数据显示居民贷款和 M1 增速同时走弱；近期市场交投情绪明显降温，资金观望情绪较浓，在宏观数据进一步验证经济充分转暖、企业利润出现明显改善前，市场或仍以结构性行情为主。

择券方面，近期需尤其关注对转债发行人信用资质的甄别，对于前期涨幅较大的智能驾驶、AI 应用及算力、端侧 AI、机器人等市场主线，需优先关注产业化落地进度更快、业绩有支撑的标的。同时，对于绝对收益的投资者，仍建议低价为先，布局 2025 年业绩/估值有反转可能性的低位品种，如关注当前位置攻防兼备的红利资产、机构持仓低且行业存在边际变化的医药板块机会。

此外，近期转债发行提速，不论是预案中获交易所同意注册的个券、还是公告发行的个券都明显增多，可多关注新券的机会。

风险提示：海外市场动荡，存在不确定性。

证券分析师：王艺熹（S0980522100006）、赵婧（S0980513080004）、董德志（S0980513100001）

联系人：吴越

## ◆ 策略专题：ESG 专题研究-基金经理/基金产品行为与 ESG 打分实践

ESG 基金具备更优的抵抗风险能力，在疫情冲击期间表现占优，顺势吸引增量资金，部分基金产品存在“漂绿”问题。海外 ESG 基金所持有的股票往往具有强大的竞争优势和稳健的债务水平，加之对能源行业敞口更低，在疫情初期表现跑赢其他传统基金产品，吸引大量投资者新增资金开始。基于管理费的激励，传统共同基金的基金经理开始将自己的产品打上 ESG 的标签，或通过更改产品名称等方式增厚产品 ESG 属性，或更改产品组合与策略来吸引增量资金，部分机构过度强化自身产品 ESG 属性，导致“漂绿”行为发生。

投资组合集中调仓行为对 ESG 基金影响存在异质性，ESG 基金受投资经理行为扭曲程度更轻。参考 Aineas Mallios 与 Taylan Mavruk（2023）的相关研究，美国 ESG 基金年末和季末的日均超额收益高于年内其余时间的基金收益，ESG 基金仍存在基金经理集中调仓行为，且季度末的调仓行为相对年末更为明显，但小于其他基金的收益差异，意味着 ESG 基金管理人总体上风格漂移程度更轻。

近年来头部主动偏股公募基金与明星基金经理 ESG 投资意识逐步上升。从产品业绩上看，纯 ESG 产品、环境类、社会责任主题、公司治理主题 ESG 产品 2024 年最佳收益分别为 38.53%、41.73%、34.63%、23.11%，部分环境类 ESG 产品在成长赛道敞口暴露较大，“9.24”以来超额优势明显。通过统计国内 50 亿元规模以上的主动偏股公募基金以及总资产管理规模排名前 30 的明星基金经理的投资组合总体 ESG 评分表现，发现总体上 2022-2023 年头部公募基金与明星基金经理的投资组合 ESG 评分整体上有明显上升，但不同基金与不同经理集中投资主题与行业各不相同，存在因行业选择异质性带来的 ESG 表现差异。

中国市场环境下高 ESG 表现的公司往往具有更好的投资收益。参考 Shu Chen 等（2023）研究成果，控制了 Fama-French 因子后，高 ESG 评分的股票投资组合相较于低 ESG 评分的股票投资组合拥有更高的月超额收益，且存在时间上的持续性，超额收益来源于投资者对 ESG 信息分析相对迟钝的反应，而不是来自于承担更多风险；中国投资者在 ESG 领域存在信息不对称，但 ESG 分数可以很好地作为投资信号。

基金经理可以通过优化选股与择时在保持基金收益水平的基础上提高组合的 ESG 表现，大盘价值股兼顾良好的超额收益与优秀的 ESG 评分表现。依据 Qiong Xia 等（2023）研究结果，有三条路径可以有效提高 ESG 基金的绩效水平：（1）在基金规模不断扩大的基础上，保持较低持股集中度，并降低基金仓位

调整频率；（2）在扩大基金规模的基础上，分散投资 ESG 分数较高的股票；（3）根据基金规模的增加，长期持有 ESG 分数高的股票。横向对比近年国证大中小盘与成长/价值成分股 ESG 表现，大盘股的 ESG 总体评分（各成分股评分取平均值）明显高于中小盘股，且大盘价值股收益跑赢市场平均水平，具备良好的投资价值。

风险提示：ESG 评分体系设计的不完备性，历史复盘对未来指引效应有限

证券分析师： 陈凯畅（S0980523090002）、王开（S0980521030001）

#### ◆ 策略专题：估值周观察（3 月第 4 期）-强势赛道非对称调整

•近一周（2025.3.17-2025.3.21）海外市场指数涨跌互现，AH 下跌；日韩及欧美核心宽基上涨，估值扩张。印度 SENSEX30 指数、韩国 KOSPI150、东证指数估值扩张幅度较大，PE 分别较 2025 年 3 月 14 日扩张 0.90x、0.58x、0.45x。分位数方面，韩国 PE、PB 分位数较低，指数估值分位数水平较 2025 年 3 月 14 日呈小幅扩张，法国、德国、新加坡 PS 分位数相对较高。•A 股核心宽基估值整体收缩，小盘成长估值收缩较大。近一周（2025.3.17-2025.3.21），A 股核心宽基估值整体收缩。规模上来看，国证 2000、中证 1000 的 PE、PB、PS 和 PCF 收缩幅度相对较大，其中 PE 收缩幅度分别达 0.78x、0.91x。风格上来看，小盘成长、小盘指数估值收缩较大，中盘价值估值变化不明显。截至 3 月 21 日，A 股主要宽基指数近一年整体估值水平较上周有所收缩，PE、PB、PS 多数高于 70%分位数，PCF 位于近三年 40%-65%分位数。中盘价值中短期分位数水平依然占优，其中 PB、PS、PCF 滚动一年分位数水平分别为 19.92%、20.33%、25.73%。三年分位数视角，PB、PCF 分位数水平整体低于 PE、PS，中盘价值估值分位数水平依然占优。五年分位数视角，小盘成长估值分位数水平较高，均在 75%以上。•一级行业方面，多数行业估值收缩。近一周一级行业股价跌多涨少，TMT 行业下跌幅度较大，其中计算机行业跌幅最大，下跌 5.32%。估值方面，多数一级行业估值下跌，TMT 行业估值收缩幅度最大，计算机、农林牧渔行业 PE 收缩幅度分别达 4.24x、3.71x。•农业 PE 触底，低协方差稳定红利行业估值性价比占优。综合看 PE、PB、PS、PCF 分位数，农林牧渔三年分位数四项均值仅为 9.51%，五年分位数四项均值仅为 10.33%，近一年、近三年 PE 均触及最低位；下游必选板块估值一年分位水平整体优于可选板块；上游资源 PB 三年和五年分位数水平均低于 PE；整体来看，TMT 相关行业受后半周股价快速下跌影响，估值分位数虽有所收缩，但仍处于历史高位，以公用事业为代表的低协方差稳定红利行业估值性价比占优，滚动 1 年、3 年、5 年 PCF 均位于 25%分位数以下。•新兴产业相关方向中，人工智能被动扩张，发电设备逆势上涨。新兴产业各板块股价多数下跌，数字经济板块跌幅相对较大，其云计算跌幅最大，达 6.28%；估值方面，新兴产业估值多数收缩，半导体产业、云计算本周估值收缩幅度较大，PE 收缩幅度分别为 8.77x、6.67x。热门概念中，发电设备指数 PE 扩张幅度较大，受股价上涨 3%的驱动，PE 扩张 0.94x。人工智能受年报业绩影响，股价回调 5%+的情况下，估值被动扩张。风险提示：海外货币政策节奏和幅度的不确定性；文中所列指数、个股产品仅作为历史复盘，不构成投资推荐的依据

证券分析师： 王开（S0980521030001）、陈凯畅（S0980523090002）

#### ◆ 策略专题：策略周思考-“四月决断”：交易高低切、拥抱“超额主升”

德国股市何缘上涨：财政刺激对资金和情绪的拉动。德国联邦议院通过一项涉及数千亿欧元的财政方案草案，批准修订德国《基本法》，以扩大债务用于基础设施建设、国防开支和气候保护等关键领域。海外地缘问题和全球碎片化演绎加深了欧元区宽财政的前景，对德国股市上涨构成基本面条件。当前 DAX 指数估值在 17.9 倍左右，德国为代表的欧元区在相较于美国“有衰退风险、无通胀压力”的比较优势下，欧洲股市复苏前景更为明朗。

如何看待黄金：避险属性下的长期配置思路。2022 年后，黄金价格和货币属性逐渐脱钩，表现原因是海外地缘冲突增加全球市场对黄金的需求。全球安全资产在过去二十年间遇到过两次系统性冲击，导致全球避险资产不足。向后看，我们对黄金看好的长期思路仍未发生改变，即便短期发生了剧烈调整，未来黄金价格仍有乐观向好空间，对有黄金的观点判断并非短线择时，而是基于避险单一属性下的长期配置思路。

“耐心资本”关注科技、举牌银行。基于万得机构调研数据看，保险机构调研场次排名前三的行业依次

为计算机、通信和其他电子设备制造业，软件和信息技术服务业，医药制造业。具体投资实践上，3月AH共计10家企业获得险资举牌和增持，覆盖大金融和公用事业，在“资产荒”语境下，险资倾向于“举牌”高股息银行标的，特别是港股大行公司，应对低利率环境下的有效资产不足问题。

长短期配置交易思路的统一：“高低切”与科技“折返拉锯”。1) 高低切与行情扩散往往发生在一轮中短期上涨的中后段。进入三月以来，融资买入占比先行下降，两融余额增长一阶导走平，大小单分歧度上升，体现在估值层面自下而上的反馈便是“高估值率先震荡、低估值轮动补涨”。2) 从一个盈利周期，或跨季度风格研判维度看，业绩因素是核心支撑，我们更倾向于认为科技仍是大主线，小切换是短期维度的“折返拉锯”。科技板块长周期内相对大盘的业绩增速差、ROE轧差有望走扩，对风格占优的持续性形成支撑。3) 从产能周期视角看整个战新领域，部分和产业供需格局改善、先出清完全，投放先恢复的有望在产业大周期中先获胜，中游制造和TMT领域当前仅有电子行业产能建设回升三个季度。

如何应对“四月决断”：交易高低切、拥抱“超额主升”。1) 适度交易高切低：PEG在0.5-1之间且出口景气有望持续的工程机械、工业金属、汽车零部件等；PEG略大于1，但供需格局向好且存在一定涨价机遇或景气有改善的方向，包括电池、白电等；稳定现金流资产前期涨幅较小，拔估值幅度低，策略容量足够，既有绝对收益又能跑出超额。2) 科技成长关注“实际情绪支撑位”，提前布局迎接超额主升：成交额占比约为流通市值比的0.8倍或指标从区间高点回撤50%左右；3) 主题层面，海洋经济政策催化，关注海缆等板块。

风险提示：海外货币政策节奏和幅度的不确定性；文中所列指数和标的仅作为历史复盘，不构成投资推荐依据。

证券分析师： 陈凯畅（S0980523090002）、王开（S0980521030001）

## 行业与公司

### ◆ 银行业快评：银行业点评-大行负债缺口何时扭转？——银行资产负债视角

贷款派生存款等分析框架是基于全国货币流动性的总量，考察全国的货币派生与基础货币投放。但即使全国投放量是充足的情况下，也不一定高枕无忧。由于存款、基础货币在不同银行之间的不平衡流动，也会导致部分银行出现流动性紧张，另外一些银行出现流动性过剩，即结构性流动性紧张。2024年4月以来，中小银行资金充裕，但大行已出现了两轮负债缺口困境，给金融市场带来了较大冲击。

首先，大行为什么会负债缺口。（1）存差收窄是起因，核心是存款增速放缓。手工补息、同业存款被规范主要冲击大行，城农商行涉及规模较小。相较于大行，城农商行依托地缘人缘优势，客户黏性较强，且一般存款利率普遍要高一些，在大行高息揽存行为被规范后，存款产品竞争优势更强。另外，大行客群财富管理意识更强，存款挂牌利率经过几轮下调后已降至低位，存款产品吸引力下降，因此也会存在大行居民存款流向非银机构，部分资金最终流向了中小银行。因此，2024年4月以来整体呈现出大行存款增速放缓，中小银行存款实现较好增长的态势。资产端，在中小企业和个人信贷需求疲软的情况下，大行承担的贷款投放任务更重，所以大行存差大幅收窄。（2）年初以来政府债券大规模发行，大行是政府债券一级市场的主要参与者，进一步加剧了负债缺口困境。（3）央行向银行体系投放的流动性不足是负债荒延续且加剧的根源。当市场出现结构性流动性紧张时，央行一般会向短缺行投放短期流动性。但此轮大行负债荒背景下，在央行暂停国债买卖下，2024年11月以来大行向央行借款规模大幅下降，且降幅高于中小银行。

大行负债缺口能否完全扭转，核心还是要看央行态度。手工补息、非银存款被规范的直接冲击虽是一次性的，但城农商行存款价格优势和客户黏性较强优势将持续强化，因此大行和中小银行存款增速分化短期是难以逆转的。因此大行存差改善只能是，私人部门经济活动景气度提升，资金流动起来后中小银行存款流向大行，或者大行资产扩张速度放缓，但这些短期都是难以看到的。综上，大行负债缺口完全逆转短期内仍寄希望于央行投放流动性，目前央行货币政需要平衡稳增长、防范金融风险（保息差、防范资金空转等）以及人民币稳定等多目标，货币政策相机抉择。

证券分析师： 田维韦（S0980520030002）、王剑（S0980518070002）、陈俊良（S0980519010001）

联系人：刘睿玲

### ◆ 煤炭行业专题：千亿市值煤企龙头对比解析

随着供给侧结构性改革的深入推进，煤炭行业集中度提升。自 2016 年煤炭行业开启供给侧结构性改革以来，全国煤矿数量从 1 万多座减少至 2023 年的 4300 座左右，行业集中度也随之提升。据中国煤炭工业协会数据，产量前 10 的煤企产量合计约 23.7 亿吨，在全国产量中占比约 49.7%，相比 2017 年的 43.1% 提升了 6.6pct。

龙头企业在煤炭资源、产业链布局等方面优势显著，且分红水平较高，值得重点关注。

**煤炭资源：**龙头企业煤炭资源储量丰富，可采年限均在 40 年以上；且煤矿资源优质，盈利能力强。对比来看，中国神华煤炭生产成本最低，主产动力煤，且长协煤占比约 80%，2024 年上半年自产煤吨煤售价/成本/毛利分别为 533/309/224 元/吨；陕西煤业煤质优良，主产动力煤、化工煤，长协煤占比约 60%，吨煤售价较高，吨煤销售成本较低，2024 年上半年自产煤吨煤售价/成本/毛利分别为 604/266/338 元/吨；中煤能源近年来煤质有所改善，主产动力煤、炼焦煤，长协煤占比约 80%，在严格的成本控制下近年来吨煤成本有所下降，2024 年上半年自产煤吨煤售价/成本/毛利分别为 584/293/291 元/吨；兖矿能源市场煤占比较高，销售煤种包括炼焦煤、化工煤、动力煤等，煤炭售价相对较高，吨煤成本也较高，吨煤毛利波动较大，2024 年上半年自产煤吨煤售价/成本/毛利分别为 668/360/308 元/吨。

**产业链布局：**龙头煤企积极向下游产业链延伸布局。中国神华煤电陆港航一体化运营，公司对内部发电、煤化工分部的煤炭销量分别占总销量的 15%-16%、1%左右，公司还拥有独立运营的铁路集疏运通道以及控制并运营的港口和码头，大多数的煤炭都是通过自有铁路运输且大多数的下水煤都是通过自有港口。陕西煤业 2024 年 12 月发布公告向控股股东收购陕煤电力集团，开启“煤电一体化”运营模式。中煤能源深入布局煤化一体，主要煤化工产品有甲醇、聚烯烃、尿素等，自产煤自用占自产煤销量的 9%左右。兖矿能源向下游高端化工新材料产业延链增值，煤化工产品主要包括甲醇、醋酸、醋酸乙酯、己内酰胺、石脑油、粗液体蜡等，公司 2021 年 12 月通过的《发展战略纲要》中提及未来 5-10 年目标化工品年产量 2000 万吨以上（2023 年合计产量约 859 万吨），其中化工新材料和高端化工品占比超过 70%。

龙头煤企分红水平较高，同时公司积极响应证监会号召、提高分红频率。中国神华近 3 年分红率均在 70% 以上，分红水平居上市煤企前列，稳健的业绩和充沛的现金是公司高分红的保障。陕西煤业近 3 年分红率均在 60% 以上，公司 2024 年增加半年报和三季度分红，合计分红金额约占公司前三季度归母净利润的 13%。兖矿能源近 3 年分红率在 50% 左右，2024 年公司增加中期分红，分红金额占上半年归母净利润的 30.5%。中煤能源分红率一直维持 30% 的水平，公司在 2023 年末增加特殊分红（分红金额占 2023 年的归母净利润的 7.7%），并于 2024 年增加中期分红（分红金额占上半年归母净利润的 30%）；参考其他龙头企业，中煤能源的分红率仍有较大的提高空间。

风险提示：经济增长放缓；煤炭产能大量释放；新能源对煤炭替代；煤矿安全事故影响。

证券分析师：刘孟峦（S0980520040001）、胡瑞阳（S0980523060002）

### ◆ 纺服行业快评：纺织服装海外跟踪系列五十七-耐克产品调整和清库措施增大四季度压力，影响有望在下一财年缓解

公司公告：2025 年 3 月 21 日，耐克披露截至 2025 年 2 月 28 日的 2025 财年第三季度业绩：公司实现收入 112.69 亿美元，同比-9%，不变汇率口径-7%。

国信纺服观点：1) 业绩和指引核心观点：FY2025Q3 收入超出彭博一致预期和管理层指引，Q4 收入指引预计下滑中双位数低于彭博一致预期，调整期负面影响在四季度持续，但预计将在 26 财年减弱；2) FY2025Q3 业绩：不变汇率口径收入-7%，主动减少经典鞋款供应及大中华区客流下滑影响收入；分渠道看，电商渠道下滑拖累 DTC 表现，自有门店和批发渠道收入小幅下滑；分区域看，各地区收入均有下滑，北美、EMEA 地区收入好于彭博一致预期，大中华区收入降幅较大；分品牌看，Nike 品牌收入降幅好于彭博一致预期，Converse 下滑幅度仍较大；分产品看，主动减少经典鞋款的影响延续，跑鞋新品表现亮眼；3) 管理层业绩指引：根据公司官网，第四季度收入将下降中双位数，毛利率下降 400~500 个基点；

未来将加速产品组合调整、经典款占比将进一步下降；对于库存清理策略主要以 Nike 工厂店折扣增加以及对批发合作伙伴加大返利进行；电商渠道将减少促销天数和折扣。4) 风险提示：下游需求不及预期，海外经济衰退，国际政治经济风险。5) 投资建议：看好下一财年耐克恢复良性增长，重点推荐产业链优质供应商和零售商。耐克 FY2025Q3 收入好于公司此前指引和市场一致预期，虽然自 FY2025Q1 以来公司收入下滑，各地区、各渠道收入增长均面临较大压力，尤其电商渠道下滑幅度较大，一方面受消费需求影响，另一方面公司自身处于调整期，主动减少部分经典鞋款 IP 供应对短期业绩产生较大冲击。四季度公司将加速产品线调整和库存清理，预计收入和毛利率将面临更大压力。但 FY2026 公司有望轻装上阵，在库存健康基础上，以及经典产品平稳的基数上，伴随公司在专业运动赛道的发力、新品的推出，FY2026 Nike 业绩压力有望缓和。重点推荐与公司深度绑定、具备长期市场份额提升能力的核心供应商申洲国际、华利集团；以及看好 Nike 经历短期调整、增长恢复后，带动核心零售商滔搏销售增长，并且耐克对零售商加大返利有望带动滔搏利润率向上。

证券分析师： 丁诗洁 (S0980520040004)、刘佳琪 (S0980523070003)

## ◆ 电新行业周报:锂电产业链双周评(3月第2期)-充电桩建设显著加速,固态、全极耳等锂电新技术蓬勃发展

### 【行业动态】

比亚迪举办超级 e 平台技术发布会：1) 发布超级 e 平台，该平台搭载了全球首个量产的乘用车“全域千伏高压架构”。2) 发布闪充电池，该电池充电电流达 1000A，充电倍率达 10C。其可以做到全球量产最大充电功率 1000kW。3) 闪充桩：自研的全球首款全液冷兆瓦闪充终端系统，其最大输出能力达到 1360kW；同时将在全国各地规划建设 4000 多座兆瓦闪充桩。

2025 年公共充电桩建设显著加速：2025 年 2 月国内新增公共充电桩 7.22 万台，同比+64%、环比-60%；其中新增直流充电桩 4.40 万台，同比+76%、环比-38%，占比达到 60.9%，同比+4.1pct、环比+21.7pct。2025 年 1-2 月国内累计新增公共充电桩 25.32 万台，同比+153%；其中累计新增直流充电桩 11.50 万台，同比+219%。

固态电池、全极耳等锂电新技术加速发展：1) 固态电池方面，巴斯夫与卫蓝新能源、长三角物理研究中心等签署固态电池包合作协议；三星 SDI 拟募集资金建设欧美产能并在韩国建设固态电池产线；新能安携 10C 半固态数据中心电池 PU200 亮相欧洲；天津巴莫与卫蓝新能源签署战略合作协议。2) 全极耳电池方面，比克电池发布全极耳 18650 D 系列产品。该产品容量为 3.0Ah，能量密度达到 250Wh/kg，支持最大 60A 持续放电。3) 复合集流体方面，英联股份拟与某汽车公司研究院合作开发复合集流体一体化新型材料。

宁德时代发布 2024 年年报：公司 2024 年实现营收 3620.13 亿元，同比-10%；实现归母净利润 507.45 亿元，同比+15%。公司 2024Q4 实现营收 1029.68 亿元，同比-3%、环比+12%；实现归母净利润 147.44 亿元，同比+14%、环比+12%。我们估计公司 2024Q4 动储电池合计出货 144GWh 左右，环比+14%。我们估计公司 2024Q4 动储电池单位扣非净利约 0.09 元/Wh，环比微降，或受到出口退税等因素扰动盈利能力。

### 【新能源车产业链数据】

国内新能源车：2 月国内新能源车销量为 89.2 万辆，同比+87%、环比-6%；国内新能源车渗透率 41.9%，同比+11.8pct，环比+2.9pct。1-2 月国内新能源车累计销量为 183.6 万辆，同比+52%。

欧洲&美国新能源车：2 月欧洲九国新能源车销量为 17.45 万辆，同比+19%、环比+2%；新能源车渗透率为 24.0%，同比+4.2pct、环比+0.6pct。1-2 月欧洲九国新能源车累计销量为 34.55 万辆，同比+21%。2 月，美国新能源车销量为 11.99 万辆，同比-4%、环比+1%；新能源车渗透率为 9.8%，同比-0.1pct、环比-0.9pct。1-2 月美国新能源车累计销量为 23.89 万辆，同比-1%。

### 【锂电材料及锂电池价格】

锂盐价格小幅下跌，电芯报价随原料价格波动。本周末碳酸锂价格为 7.43 万元/吨，较两周前下跌 0.08 万元/吨。相较两周前，磷酸铁锂、电解液报价下跌，隔膜、三元正极、负极报价上涨。本周方形三元动力电芯/铁锂动力电芯/储能用 100Ah 电芯/储能用 280Ah 电芯报价为 0.382/0.338/0.350/0.300 元/Wh，

较两周前下跌-0.001/0.005/0.000/0.000元/Wh。

#### 【投资建议】

建议关注：1) 低空经济与机器人产业布局领先企业（卧龙电驱、宁德时代、亿纬锂能、蔚蓝锂芯、科达利）；2) 固态电池材料布局领先企业（厦钨新能、容百科技、当升科技、天奈科技）；3) 需求持续回暖的消费电池企业（珠海冠宇）；4) 充电桩行业领先企业（特锐德、盛弘股份）；5) 电动自行车铅酸电池领军企业（天能股份）；6) 高压直流继电器领先企业（宏发股份）。

【风险提示】电动车销量不及预期，行业竞争加剧，原材料价格大幅波动，政策变动风险。

证券分析师：王蔚祺（S0980520080003）、李全（S0980524070002）、徐文辉（S0980524030001）

### ◆ 电新行业周报：AIDC 电力设备/电网产业链周评（3月第3周）-重视电网投资释放确定性，英伟达 GTC 大会指引未来发展方向

#### 【AIDC 电力设备】

3月19日，腾讯发布2024年财报，2024年全年资本开支达到767.6亿元，同比增长221%，创历史新高，其中AI研发投入达到706.9亿元，2018年至今AI累计投入3403亿元。管理层表示，2025年腾讯计划进一步增加资本支出，预计将占收入的低十几百分点，预计2025年资本开支在800-1000亿元。

电力设备容量可达算力芯片3-5倍，2026年供配电市场空间达730亿元。2024-2026年全球数据中心新增IT负载为7.7/12.3/16.9GW，CAGR为48%，26年变压器、开关柜、UPS、HVDC、AFP市场空间分别达到76/304/304/46/60亿元。

近两周AIDC电力设备板块表现分化，涨幅前三分别为铅酸电池（+4.4%）、后备柴发（+1.3%）和高压直流HVDC（-0.1%）。个股方面，近两周涨幅前三分别为禾望电气（+13.2%）、雄韬股份（+9.4%）和科泰电源（+9.0%）。

行业观点：数据中心电力设备品类众多，电力传输链路较长，包括维谛、伊顿、施耐德等在内的全球巨头深耕细分领域多年，已形成完整的产品序列和强大的解决方案提供能力；国内企业聚焦数据中心行业时间较短，但在各细分产品和环节已具备较强的竞争优势，头部企业正逐步建立解决方案提供能力。此外，随着算力芯片国产替代的持续推进，数据中心价值链有望整体向中国企业转移。2025年有望成为全球AIDC建设元年，国内外主要云厂资本开支有望迎来放量，美国启动星际之门计划，四大云商未来四年年度投资有望增长超50%。算力建设高度依赖电力，变压器、开关柜、HVDC/UPS、PSU等环节龙头有望受益。

产业链梳理：从事变压器/开关柜业务的公司包括金盘科技、明阳电气、伊戈尔、伊顿等，从事UPS/HVDC业务的公司包括中恒电气、科士达、科华数据、维谛技术等，从事服务器电源业务的公司包括麦格米特、欧陆通、泰嘉股份等，从事BBU业务的公司包括蔚蓝锂芯、豪鹏科技、亿纬锂能等，从事铜连接业务的公司包括沃尔核材、安费诺等。

#### 【电网】

2025年1-2月全国电源工程投资完成额为753亿元，同比-1.1%；2024年全年累计完成额为11687亿元，同比+20.8%。2025年1-2月全国电网工程投资完成额为436亿元，同比+33.3%；2024年全年累计完成额为6083亿元，同比+15.3%。

2025年至今，火电新增核准容量5.2GW，同比+30%；新增开工容量5.7GW，同比-67%。2024年全年，火电新增核准容量44.44GW，同比-33%；新增开工容量107.20GW，同比+8%。

2025年3月5日，2025年国网输变电设备1批招标结果公示，中标金额152.39亿元，同比+23.5%。从分标结果来看，中标金额最大的是组合电器43.84亿元，占比28.8%；其次是变压器35.5亿元，占比23.3%；再次是电力电缆25.24亿元，占比16.6%。

近两周铜价格环比上涨3.4%，聚乙烯LLDPE和EVA价格环比小幅下跌。

近两周电网设备板块普遍上涨，涨幅前三分别为电网自动化设备（+4.3%）、配电设备（+2.7%）和线缆部件及其他（+2.5%）。个股方面，近两周涨幅前三分别为四方股份（+8.6%）、三星医疗（+7.4%）和

望变电气（+5.7%）。

行业观点：国内网内 25-27 年具有极强的业绩确定性和稀缺性，25 年国网投资首次超过 6500 亿，23-25 年连续创新高。“十五五”期间电网投资有望维持高位，初步估计年均投资超 7000 亿。24 年特高压招标、开工进度不及预期，25 年有望迎来大幅增长。柔直是特高压中少有的新技术方向，未来 2-3 年渗透率有望持续提升，换流阀价值量迎来 2 倍以上增长；25 年是国管海风开发元年，招标侧有望快速进入柔直时代，提供额外增量市场。

#### 【投资建议】

AIDC 电力设备：建议关注四大方向：1) 变压器/开关柜环节；2) UPS/HVDC 环节；3) 有源滤波器 APF 环节；4) 服务器电源环节。建议关注金盘科技、明阳电气、伊戈尔、禾望电气、盛弘股份、蔚蓝锂芯。

电网：建议关注四大方向：1) 特高压直流，重点关注柔性直流应用对于换流阀价值量的提升；2) 主网投资订单、交付双重景气，关注组合电器等环节；3) 电力设备出海，重点关注变压器、智能电表、环保气体开关等环节；4) 配电网升级改造，重点关注行业龙头。建议关注国电南瑞、许继电气、平高电气、思源电气、四方股份、金杯电工、三星医疗、海兴电力。

#### 【风险提示】

AI 投资力度不达预期，特高压核准开工进度不达预期，行业竞争加剧，政策变动风险。

证券分析师：王蔚祺（S0980520080003）、王晓声（S0980523050002）

## ◆ 电新行业周报:风电产业链周评（3 月第 3 周）-帆石海风项目持续推进，重视海洋经济发展机遇

#### 【行业要闻】

2025 年至今，全国风机累计公开招标容量 36.2GW（+249%），其中陆上风机公开招标容量 25.1GW（+147%），海上风机公开招标容量 11.1GW（+5425%）。2025 年陆上风机（不含塔筒）平均中标价格为 1,528 元/kW。2024 年全年，全国风机累计公开招标容量 107.4GW（+61%），其中陆上风机公开招标容量 99.1GW（+70%），海上风机公开招标容量 8.4GW（-3%）。2024 年陆上风机（不含塔筒）平均中标价格为 1,359 元/kW。

根据风芒能源的统计，2025 年 1-2 月我国 11 家风电整机制造商国内项目合计中标规模 15.99GW（不含框架采购及自建），其中中标规模前三的企业是金风科技（3.39GW）、运达股份（2.51GW）以及远景能源（2.08GW）。2024 年我国 12 家风电整机制造商合计中标规模 162.96GW（国内项目，不含框架采购及自建），同比+64%，其中中标规模前三的企业是金风科技（30.2GW）、运达股份（22.5GW）以及远景能源（22.2GW）。

根据国家能源局数据，2025 年 1-2 月我国新增风电装机 9.28GW，同比-6%；截至 2025 年 2 月末我国累计风电装机 529.8GW，占发电装机总容量的 15.6%。

近两周黑色类原材料价格环比小幅下跌，铜价格环比上涨 3.4%。

#### 【板块行情】

近两周风电板块普遍上涨，涨幅前三板块为系泊系统（+37.7%）、塔筒（+15.6%）和海缆（+8.5%）。个股方面，近两周涨幅前三分别为亚星锚链（+37.7%）、海力风电（+17.0%）和广大特材（+13.8%）。

#### 【行业观点】

海风方面，25 年上半年江苏、广东重大项目有望迎来正式开工；全国已核准待招标项目超 25GW，25 年有望成为创纪录的招标大年，持续形成催化。25 年是国管海风开发元年，预计规划、竞配、招标、政策会密集落地，“十五五”期间年均海风装机有望超 20GW，远超“十四五”水平。陆风方面，25 年行业装机有望超 90GW 创历史新高，主机价格预计保持平稳，技术降本推动盈利触底反弹。中国风机出海方兴未艾，25-26 年预计订单保持高增，制造业务迎来显著利润弹性。22-24 年零部件盈利能力持续下行，25 年有望迎来修复。

#### 【投资建议】

建议关注四大方向：1) 导管架产能占比较高、远期出口空间较大的塔筒/管桩龙头；2) 预期修复、出

口空间逐步打开的海缆龙头企业；3) 国内盈利筑底、出口加速的整机龙头；4) 零部件企业 25 年量利齐增机会。建议关注金风科技、东方电缆、时代新材、禾望电气、三一重能、大金重工、日月股份、中际联合、金雷股份。

#### 【风险提示】

原材料价格大幅上涨，风电下游建设节奏不达预期。

证券分析师： 王蔚祺（S0980520080003）、王晓声（S0980523050002）

### ◆ 通信行业周报 2025 年第 13 周：英伟达发布 GTC 大会发布 CPO 交换机，深海科技政策持续推进

行业要闻追踪：英伟达 GTC 大会发布新芯片和 CPO 交换机。3 月 19 日，英伟达 GTC 大会上发布了新芯片和 CPO 交换机。1) B300 和 Rubin: B300 基于全新 Blackwell Ultra 架构，NVL72 机架下的 GB300 比 GB200 算力性能提升了 150%。公司还展示了 Rubin 新品，Vera Rubin 的整体性能是 GB300 的 3.3 倍。公司预计 2028 年数据中心资本支出规模突破 1 万亿美元。2) CPO 交换机: 英伟达在 GTC 大会上推出了 Spectrum-X™ 和 Quantum-X 系列 CPO 交换机，使 AI 工厂能够跨区域连接数百万 GPU，同时大幅降低能耗和运营成本，公司预计 Quantum-X 将于今年晚些时候上市，Spectrum-X 将于 2026 年推出。

深海科技政策持续推进，广阔市场蓄势待发。3 月 12 日发布的《2025 年政府工作报告》首次将“深海科技”纳入新质生产力培育方向，明确提出推动其与商业航天、低空经济等新兴产业“安全健康发展”。地方层面，3 月 20 日，上海市海洋局宣布将出台《上海市海洋产业发展规划（2025-2035 年）》和《上海市海洋观测网规划（2025-2035 年）》，同时印发《关于推动上海海洋经济高质量发展加快建设现代海洋城市的实施意见》，中央及地方层面支持政策持续演进，广阔市场蓄势待发。后续可持续关注与通信行业相关的海底电缆、海底数据中心、海洋通信导航等细分领域及相关公司。

腾讯、中国移动、中国联通发布财报，重视 AI 投入。1) 腾讯 2024 年四季度资本开支为 366 亿元，同比+386%；2025 年资本开支预计超 800 亿元（假设 2025 收入 7000 亿元，资本开支占收比约 12%）。2) 中国移动表示过去两年 AI 直接投资规模超 120 亿元，2025 年 AI 直接投资规模将持续提升。3) 中国联通 2024 年公司资本开支中算网数智投资 141 亿元，同比增长 11%。

行情回顾: 本周通信（申万）指数下跌 3.85%，沪深 300 指数下跌 2.29%，相对收益-1.56%，在申万一级行业中排名第 25 名。分领域看，卫星互联网、运营商、军工信息化表现相对靠前。

投资建议：关注算力基础设施及海缆企业，兼顾运营商高股息价值

1) 算力基础设施持续受益全球 AI 发展，推荐关注算力基础中际旭创、新易盛、天孚通信、太辰光、博创科技、仕佳光子等；海洋经济政策持续催化，推荐关注海缆企业中天科技、亨通光电等。

2) 长期视角，中国移动和中国电信规划 2024 年起 3 年内将分红比例提升至 75% 以上，高股息价值凸显，建议关注三大运营商红利资产属性。

2025 年第 13 周重点推荐组合：中国移动、太辰光、中天科技。

风险提示：宏观经济波动风险、数字经济投资建设不及预期、AI 发展不及预期、中美贸易摩擦等外部环境变化。

证券分析师： 袁文翀（S0980523110003）、徐文辉（S0980524030001）

### ◆ 海外市场专题：港股市场速览-资金呈守势，流入红利风格

股价表现：大盘略有回撤，防御板块较优

本周，恒生指数跌 1.1%，恒生科技跌 4.1%。风格上，小盘（恒生小型股+0.2%）> 大盘（恒生大型股-1.2%）> 中盘（恒生中型股-1.5%）。

概念指数走势分化，表现居前的有：恒生公用事业（+0.5%）、恒生金融（+0.4%）、恒生创新药（+0.4%）；表现落后的有：恒生互联网（-4.6%）、恒生汽车（-3.5%）、恒生中国企业（-1.5%）。

港股通行业中，12 个行业上涨，18 个行业下跌。上涨幅度居前的行业为：钢铁（+4.5%）、国防军工（+3.3%）、电力及公用事业（+2.9%）、石油石化（+2.3%）、建材（+2.3%）；下跌幅度居前的行业为：纺织服装

(-7.7%)、综合(-6.8%)、计算机(-4.7%)、建筑(-3.7%)、商贸零售(-3.6%)。

资金强度：资金流出科技，流入红利

本周，资金加速流出，港股通总体日均资金强度（日均涨跌 x 日均成交量）为-6.4亿港元/日，上周为-1.5亿港元/日，近4周平均为-1.1亿港元/日；近13周为+5.8亿港元/日。

分行业看，10个行业资金流入，19个行业资金流出，1个基本持平。资金流入的行业主要有：电力及公用事业(+0.2亿港元/日)、国防军工(+0.1亿港元/日)、石油石化(+0.1亿港元/日)，其余流入不显著；资金流出的行业主要有：传媒(-1亿港元/日)、商贸零售(-1亿港元/日)、汽车(-0.8亿港元/日)、计算机(-0.8亿港元/日)、电子(-0.6亿港元/日)。

盈利预测：业绩预期维持平稳上修

本周，港股通总体法EPS较上周+0.3%，上周较两周前+0.3%。

结构上，13个行业EPS预期上修，14个行业EPS预期下修，2个基本持平。上修的行业主要有：钢铁(+9.4%)、电子(+7.2%)、基础化工(+6.5%)、传媒(+3.7%)、有色金属(+2.1%)；下修的行业主要有：通信(-1.5%)、建筑(-1.3%)、轻工制造(-0.9%)、纺织服装(-0.7%)、综合金融(-0.6%)。

风险提示：经济基本面的不确定性，国际政治局势的不确定性，美国财政政策的不确定性，美联储货币政策的不确定性。

证券分析师：王学恒(S0980514030002)、张熙(S0980522040001)

#### ◆ 海外市场专题：美股市场速览-资金流出势头中止，大盘价值较优

价格走势：市场初现企稳，大盘价值走强

本周，美股初步呈现企稳征兆，标普500涨0.5%。

风格：大盘价值（罗素1000价值+1%）>小盘成长（罗素2000成长+0.8%）>小盘价值（罗素2000价值+0.4%）>大盘成长（罗素1000成长+0.3%）。

13个行业上涨，10个行业下跌，1个基本持平。强势行业：银行(+3.3%)、能源(+3.2%)、医疗保健设备与服务(+2.1%)、综合金融(+2%)、技术硬件与设备(+2%)；弱势行业：半导体产品与设备(-2.3%)、耐用消费品与服装(-1%)、食品饮料与烟草(-0.8%)、保险(-0.5%)、家庭与个人用品(-0.4%)。

资金流向：流出势头中止，行业呈现分化

本周，美股资金流出势头中止。标普500成分股本周估算资金流为+3.7亿美元，上周为-120.2亿美元，近4周为-477.2亿美元，近13周为-698.9亿美元。

13个行业资金流入，11个行业资金流出。流入行业：技术硬件与设备(+6.1亿美元)、软件与服务(+4.6亿美元)、银行(+3.2亿美元)、媒体与娱乐(+2.4亿美元)、医疗保健设备与服务(+2.4亿美元)；流出行业：半导体产品与设备(-15.5亿美元)、耐用消费品与服装(-3.4亿美元)、材料(-2亿美元)、食品饮料与烟草(-1.4亿美元)、保险(-1.1亿美元)。

盈利预测：业绩预期维持稳定

本周，标普500成分股动态F12M EPS预期较上周上升0.2%，上周上升0.1%。

19个行业盈利预期上升，4个下降，1个基本持平。上修幅度领先的行业有：半导体产品与设备(+0.7%)、消费者服务(+0.4%)、保险(+0.4%)、材料(+0.3%)、媒体与娱乐(+0.3%)；业绩下修的行业有：耐用消费品与服装(-3.5%)、运输(-0.5%)、食品饮料与烟草(-0.1%)、汽车与汽车零部件(-0.1%)。

风险提示：经济基本面的不确定性，国际政治局势的不确定性，美国财政政策的不确定性，美联储货币政策的不确定性。

证券分析师：王学恒(S0980514030002)、张熙(S0980522040001)

#### ◆ 汽车行业周报：人形机器人行业周报（第七期）-特斯拉机器人将进入试生产，广东组建百亿基金助力机器人产业

市场表现：2025年3月17日-3月21日，我们构建的国信人形机器人指数下跌7.64%，强于沪深300指数5.35pct，强于上证综合指数6.04pct，年初至今上涨29.7%；部分核心公司中，拓普集团下跌8.28%，三花智控下跌6.62%，中鼎股份下跌5.74%，银轮股份下跌4.74%，北特科技下跌6.46%，双林股份上涨28.85%，贝斯特下跌4.71%，祥鑫科技上涨10.34%，双环传动下跌2.35%，斯菱股份下跌13.39%，豪能股份上涨0.11%，精锻科技上涨4.07%，蓝黛科技上涨17.47%，凌云股份上涨9.22%，旭升集团下跌6.2%，爱柯迪下跌5.91%，均胜电子下跌5.55%，征和工业上涨11.78%，美力科技下跌0.9%。

行业动态：行业新闻：1) 特斯拉：人形机器人 Optimus 今年将进入试生产阶段；2) Figure AI 发布 BotQ，用于生产 Figure 机器人的工厂；3) 宇树科技发布视频，G1 成为全球首次完成侧空翻、鲤鱼打挺的人形机器人；4) 华为申请注册“MATEROBOT”商标；5) 国家地方共建人形机器人创新中心将发布通用具身智能平台“格物”；6) 众擎机器人发布“斧头摇”视频；7) 北汽新能源携手优必选，享界超级工厂迎来首位人形机器人质检员 Walker S1；8) 波士顿机器人发布 Atlas 高难度运动视频；9) 黄仁勋表示机器人是未来最大的产业；10) 有鹿机器人宣布在三月份连续完成总额达6亿元的具身智能通用大脑及机器人订单，签约上海枫林国际；政府新闻：1) 中办、国办：加速推动机器人等新技术新产品开辟高成长性消费新赛道；2) 广东组建总规模100亿元的人工智能与机器人产业投资基金；3) 四川省相关部门正研究出台人工智能产业专项支持政策，全面推动AI产业发展壮大；4) 山东：大力促进人工智能、人形机器人产业创新发展；5) 浙江省委副书记、组织部部长王成到绍兴市新昌县和滨海新区调研；6) 湖北省委书记、省人大常委会主任王忠林主持召开加快人形机器人产业化推进会议 全力抢占人形机器人发展新赛道；融资动态：1) 维他动力完成种子+轮融资；2) Apptronic 完成29亿融资；公告方面：1) 精锻科技与天津爱码信成立合资公司，布局机器人；2) 福达股份：拟通过分期增资方式获得长坂科技35%股权。

核心观点：特斯拉人形机器人 Optimus 量产节奏逐步清晰，叠加海内外相关巨头的持续布局（Figure、英伟达、华为、宇树、智元等），人形机器人产业有望加速落地，2025年有望成为行业爆发的起点，看好人形机器人发展带来的产业升级机遇。

投资建议：总成环节：拓普集团、三花智控；减速器环节：双环传动、斯菱股份、精锻科技等；丝杠环节：北特科技、贝斯特、双林股份等；其他相关：银轮股份、均胜电子、瑞鹄模具、爱柯迪等。

风险提示：机器人量产节奏不及预期，技术发展不及预期的风险。

证券分析师： 唐旭霞（S0980519080002）、孙树林（S0980524070005）

## ◆ 机械行业周报:制造成长周报（第6期）-波士顿动力展示拟人动作，宇树 G1 完成首次侧空翻和鲤鱼打挺

行业动态：人形机器人-3月16日，国内首个太空采矿机器人亮相；3月16日，人形机器人首次亮相马拉松；3月17日，傅利叶开源人形机器人数据集；3月18日，波士顿动力发布 Atlas 最新视频，展示高难度拟人动作；3月19日，国家地方共建人形机器人创新中心宣布发布“格物”平台；3月19日，宇树机器人 G1 完成全球首次原地侧空翻；3月21日，特斯拉人形机器人“擎天柱”今年将试生产，目标2026年达5万台；3月21日，具身智能仿真平台“格物”发布；3月21日，宇树机器人 G1 完成全球首次“鲤鱼打挺”。低空经济-3月17日，甘肃庆阳将举办低空经济赛道赛事；3月17日，1-2月无人机产业迎来高增长。深海科技-3月20日，国内研发了深海小型多模态机器人。

政府新闻：人形机器人-3月20日，山东大力促进人工智能、人形机器人产业创新发展；3月21日，湖北省委书记王忠林提出全力推进人形机器人产业化，拓展人形机器人应用领域。低空经济-3月17日，雄安新区安新县牵手中国通号搭建低空经济新场景；3月17日，楚雄着力推动全州低空经济高质量发展。

公司动态：人形机器人-3月18日，美的集团人形机器人曝光，展示多动作技能；3月18日，越疆发布全球首款“灵巧操作+直膝行走”人形机器人 Dobot Atom，售价19.9万元起；3月20日，海尔智家与星动纪元签署战略合作，将共同推出家庭服务机器人。

重要事件前瞻：人形机器人-3月26日-29日，深圳工业展将展示多家机器人企业产品。

本周重点关注标的：龙溪股份、博众精工、恒立液压、汇川技术、金帝股份、安徽合力。

## 行业投资观点

1、人形机器人：海外特斯拉人形机器人进展迅速，2025年量产目标5000台，国内宇树科技、智元机器人、优必选等创新企业人形机器人产品快速迭代、蓬勃发展，优选卡位好的减速器、丝杠、传感器等环节以及价值量占比高的电机及核心关节环节，重点关注：1) 关节模组：【恒立液压】【汇川技术】【震裕科技】；2) 灵巧手：【兆威机电】【雷赛智能】等；3) 减速器环节：【绿的谐波】【国茂股份】【金帝股份】；4) 丝杠环节：【恒立液压】【绿的谐波】【震裕科技】；5) 关节轴承+连杆：【龙溪股份】；6) 电机环节：【兆威机电】【雷赛智能】【伟创电气】【步科股份】【星德胜】等；7) 本体及代工：【中坚科技】【永创智能】【博众精工】；8) 其他：【德马科技】【国机精工】【东华测试】【博众精工】【信测标准】等。

2、AI基建：AI需求推动数据中心持续增长，海外AIDC对用电需求带来燃机行业重要增量，冷水机组作为冷源同时受益风冷、液冷，重点关注【汉钟精机】【冰轮环境】【应流股份】【豪迈科技】【联德股份】。

3、AI应用/赋能：安徽合力与华为签署深化合作协议，重点合作领域在数字化转型、智能物流、人工智能，有望推动智能物流/智慧工厂产业化进展加速，重点关注【安徽合力】。

4、低空经济：低空经济产业进展迅速基建先行，全国低空交通“一张网”项目启动，统一标准构建空管网络，整机和核心零部件（发动机/电机）会是产业发展核心环节，重点关注【应流股份】【宗申动力】等。

5、光刻机设备：光刻机设备国产化率低，行业处于从0到1放量过程，高端真空镀膜设备国产化需求迫切，重点关注【汇成真空】。

6、智能焊接机器人：智能焊接在钢结构行业已开始从0到1放量，长期来看智能焊接机器人市场近千亿元，重点关注【柏楚电子】。

7、科学仪器：通用电子测量行业国内市场大、国产厂商份额小，国产替代空间广阔将有望受益于政策催化，重点关注【普源精电】【鼎阳科技】【优利德】。

8、3D打印：3D打印作为增材制造技术，在制造领域有实现复杂结构、轻量化、缩短研发周期等优势，随技术成熟将在航空航天、3C等各领域实现应用打开市场空间，重点关注【铂力特】【华曙高科】。

9、深海科技：《2025年政府工作报告》首提深海科技，标志着从技术探索向产业化应用的战略转型，聚焦方向涉及深海资源开发、深海智能装备、深海信息化等，重点关注【中国船舶】【中集集团】【杰瑞股份】。

风险提示：行业下游需求不及预期，技术发展不及预期的风险。

证券分析师： 吴双（S0980519120001）、杜松阳（S0980524120002）

## ◆ 小鹏汽车-W(09868.HK) 海外公司财报点评:单四季度销量环比增长97%，新品周期持续向上

2024Q4 小鹏汽车实现营业收入161亿元，同比增长23%。2024Q4，小鹏汽车的销量为9.15万辆，同比增长52.1%，环比增长96.8%；总收入为161.1亿元，同比增长23.4%，环比增长59.4%；净利润为-13.3亿元，去年同期为-13.5亿元，2024年单三季度为-18.1亿元。拆分来看，1) 2024Q4 汽车销售收入为146.7亿元，同比+20%，环比+66.8%，增长原因主要由于交付量增加所致。2) 2024Q4 服务及其他收入为14.3亿元，同比+74.4%，环比+9.7%，同比增长主要由于与大众汽车集团进行平台与软件战略以及电子电气架构技术战略合作有关的技术研发服务的收入增加所致，环比增长主要由于维修服务及汽车融资服务收入增加所致。

研发与经营活动降本增效，毛利率与净利率同比提升。2024Q4，小鹏汽车的毛利率/净利率分别14.4%/-8.3%，分别同比+8.2/+2.1pct，分别环比-0.8/+9.6pct；研发费用率/销售、行政及一般费用率分别为14.1%/12.5%，分别同比+4.1/-2.4pct，环比-2.0/-3.7pct。1) 2024Q4 汽车业务毛利率10.0%，同比+5.9pct，环比+1.4pct，毛利率增长主要由于整车成本降低；2) 2024Q4 服务及其他利润率为59.6%，同比+21.4pct，环比-0.5pct，同比增长主要由于技术研发服务较高毛利率。

2024Q4 销量同比增长 52%，销售网络持续优化。2024Q4，小鹏汽车的总销量为 9.15 万辆，同比增长 52.1%，环比增长 96.8%，公司 2025 年第一季度指引，2025 年第一季度的汽车交付量预计 91,000-93,000 辆，按年增加约 317%至 326.2%。

2025 款小鹏 G6、G9 正式上市，标配图灵 AI 智驾。2025 年 1 月 6 日，小鹏汽车和大众汽车集团（中国）在国内超快充网络领域达成战略合作并签署谅解备忘录（MOU）。2025 年 3 月 13 日，小鹏汽车 2025 款小鹏 G6、G9 正式上市，标配图灵 AI 智驾，G9 上市 45 分钟大定突破 3000 台。

风险提示：原材料价格上涨，汽车价格竞争持续激化。

投资建议：维持盈利预测，维持优于大市评级。公司以 Mona M03、P7+为代表的新车型走量，公司纯视觉方案的落地，将高阶智驾车型渗透至 20 万以内的市场，加速实现高阶智驾平权，叠加后续更多新车型的推出，公司经营周期持续向上。我们维持盈利预测，预计 25/26/27 年营收 885/1181/1303 亿元，预计 25/26/27 年归母净利润-16/27/47 亿元，维持“优于大市”评级。

证券分析师：唐旭霞（S0980519080002）、杨钊（S0980523110001）

### ◆ 福耀玻璃(600660.SH) 财报点评:单季度收入创新高,全年净利率同比提升 2.14pct

2024 年公司归母净利润同比增长 33%，单季度收入创新高。福耀玻璃 2024 年营收 392.52 亿元，同比+18%；其中汽车玻璃收入 357.12 亿元，同比+19.5%，超越行业 20.2pct（24 年全球汽车产量-0.7%，公司单平方米汽玻价格增长 7.5%）；2024 年归母净利润 74.98 亿元（汇兑损失 2428 万），同比+33%，经营性净利润（归母扣汇兑）75.22 亿元，同比+43%；单季度看 24Q4 公司收入 109.38 亿元，同比+17%，环比+10%；归母净利润 20.19 亿元，同比+34%，环比+2%。

2024 年净利率同比+2.14pct。2024 年公司毛利率 36.23%，同比增长 0.84pct；若还原包装费用等从销售费用转移到营业成本的会计准则变动影响，可比口径下毛利率同比提升 2.24pct；2024 年公司归母净利润率 19.1%，同比+2.14pct。盈利能力改善受益于规模效应持续兑现、北美营业利润率同比提升 1.7pct 至 13.1%的经营改善、持续提质增效、以及国内重质纯碱价格全年同比 27%下降。

汽车玻璃智能化演进加速，行业有望进入新一轮爆发时刻。汽车玻璃单车面积 4 m<sup>2</sup>以上，具备智能化升级空间，近几年小米、蔚来、比亚迪等推动镀膜天幕及调光天幕上车；宝马提出 P-HUD 概念，汽车玻璃智能化加速。福耀重视技术研发，目前具备智能全景天幕玻璃、可调光玻璃、抬头显示玻璃等高附加值产品，24 年高附加值产品占比同比提升 5pct，后续有望进入新一轮爆发时刻。

福耀竞争优势来自规模效应、高自动化、垂直产业链、人力成本等，向后展望，出海与高附加值产品开启新一轮成长周期。量端，24 年公司汽玻销量 156 百万平方米，按每辆车 4.3 平米折算，相当于装配 3600 万辆汽车，测算全球市占率 36%+，同比提升 1.88pct。公司积极在福清、安徽、北美扩产，有望开启新一轮产能周期，继续增强头部企业虹吸效应，市占率有望持续提升。价端，汽玻单平方米价格由 20 年 174 元提升至 24 年 229 元，CAGR 为 7.0%，伴随高附加值玻璃渗透，我们预测行业单车价值 25-27 年 CAGR 为 7%+。

风险提示：公司汽玻业务出海节奏、SAM 整合进度。

投资建议：维持利润预测，维持“优于大市”评级。公司是全球汽玻龙头，智能化大趋势下，汽车玻璃有望 1) 单车玻璃面积从 4 m<sup>2</sup>增长到 6 m<sup>2</sup>；2) 单平方米价值量提升（HUD、调光、镀膜、隔热、包边、5G 通信等），单车价值从 600 元提升至今年约 1000 元，远期展望 2000 元以上。后续调光玻璃、P-HUD、智能化产品打开新天地，行业 ASP 有望持续提升。考虑公司高附加值产品份额增长、海外进展顺利，我们维持原 25/26 年利润预测，预计 25-27 年归母利润 88.1/100.9/118.5 亿元，低估值、高分红（21-24 年分红比例维持 60%+）的全球汽车玻璃龙头，维持“优于大市”评级。

证券分析师：唐旭霞（S0980519080002）

联系人：余珊

### ◆ 金山办公(688111.SH) 财报点评:四季度收入提速, AI 和海外业务打开新成长空间

2024 年四季度收入提速，利润保持较高增长。2024 年公司营业收入 51.21 亿元（+12.4%）；归母净利

润 16.45 亿元 (+24.84%)，扣非归母净利润 15.56 亿元 (+23.30%)。单 Q4 来看，公司收入 14.94 亿元 (+16.21%)，归母净利润 6.05 亿元 (+42.58%)，扣非归母净利润 5.66 亿元 (+40.72%)。

控费效果显现，加大 AI 领域研发投入。24 年公司销售、管理费用率分别为 19.36% 和 7.86%，同比下降了 1.87、1.89 个百分点。研发费用率为 33.11%，同比提升 0.79 个百分点。公司加大 AI 领域研发，例如将大模型与全线产品深度耦合，利用“AI 网关”统一管理不同大模型能力。同时，公司与华为深度合作，推出 WPS 鸿蒙版，同时实现 PC 端与移动端架构统一。

面向云和 AI 的 WPS 365 业务快速增长，信创业务有所回暖。WPS 个人业务收入 32.83 亿元 (+18%)，包含国内和海外 WPS 会员收入；公司首次披露海外业务，海外 WPS 收入 1.83 亿元，累计年度付费用户数达到 174 万。WPS 365 业务收入 4.37 亿元 (+149.33%)，包含公有云、私有云 WPS、协作和 AI 企业版等。WPS 软件业务收入 12.68 亿元 (-8.56%)，包含 WPS 客户端、中台、信创等业务。其他业务收入 1.32 亿元 (-37.17%)，包括海外广告等业务。按传统口径划分，国内个人订阅收入 31 亿元 (+16.84%)；机构订阅收入 10.64 亿元 (+11.11%)；机构授权业务收入 7.06 亿元 (+7.71%)，反应了信创业务有所回暖。

付费用户持续提升，长期合同负债快速增长。截止 24 年底，WPS Office 全球月活设备数为 6.32 亿 (+6.22%)，其中 PC 月活 2.91 亿 (+9.81%)，移动月活 3.41 亿 (+3.33%)。WPS 国内累计年度付费用户数为 4170 万 (+17.49%)，AI 月活达到 1968 万。截止 24 年底，公司合同负债 21.36 亿元 (+12.90%)，其他非流动负债中的合同付费 9.43 亿元 (+55.61%)，公司推动长周期会员增长取得明显效果。

风险提示：AI 产业发展不及预期；信创产业进展缓慢；下游 IT 开支收紧。

投资建议：维持“优于大市”评级。根据 24 年报，调整盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 18.96/23.16/28.41 亿元（原 26-27 年预测为 18.71、23.17 亿元），同比增速 15%/22%/23%；摊薄 EPS=4.10/5.01/6.14 元，当前股价对应 PE=79/65/53x。基于公司开始布局海外市场，以及 AI 产品月活快速增长，打开长期成长空间，维持“优于大市”评级。

证券分析师：熊莉 (S0980519030002)、库宏焱 (S0980520010001)

## ◆ 腾讯控股(00700.HK) 海外公司财报点评:收入侧增长提速,积极进行 AI+应用布局

广告、游戏业务表现良好，收入同比增长 11%，经调整利润同比增长 30%。24Q4，腾讯实现营收 1724 亿元，同比增长 11.1%。主要增长由广告和游戏业务贡献，金融科技业务受到宏观影响较为疲软。经调整经营利润 24Q4 为 595 亿元，同比增长 20%。Non-IFRS 归母净利润 553 亿元，同比增长 30%；Non-IFRS 归母净利率 32.1%，同比提升 5pct。

AI 时代研发费用积极投入。24Q4 公司管理研发费用 24Q4 同比增长 16%至 314 亿元，主要系研发开支（包括与 AI 项目相关的雇员成本及折旧费用）增加。我们预计研发费用增加趋势在 25 年延续。Capex 方面，24Q4 增长迅猛，为 366 亿元，同比+386%；25 年全年来看，预计占比收入低双位数，若以占比 12-15% 测算为 868-1086 元左右。公司 Capex 主要用于：①支持广告技术的 GPU 以及部分游戏业务；②大模型训练；③云业务转租；④未来还会在推理方面，随着时间的推移，腾讯平台上的推理活动将通过广告收入和增值服务等实现货币化。

看好未来腾讯 AI 应用方面的潜力。腾讯 AI Agent 优势在于用户数量、使用频次和时长的，以及许多程序的生态系统。此次业绩会公司也分析了 AI 规划：元宝不是唯一入口，非常看重不同产品之间也可以协同工作，将有助于公司构建一整套面向消费者的 AI 解决方案和应用。元宝可以成为一个强大的 AI 原生助手，ima copilot 可以成为个人和团队的协作库，微信也将引入更多功能。

网络游戏收入同比+20%，本土游戏收入同比+23%。24Q4，公司网络游戏业务收入为 492 亿元，同比上升 20%。本季度末，公司递延收入（流动负债）为 1001 亿元，同比增长 16%，环比-6%。业绩会表示，24 年较好的递延收入增长将作用于 25H1，也贯穿下半年。公司游戏运营能力持续提升，将常青游戏组合从 2023 年的 12 个扩展到 2024 年的 14 个；未来潜在常青游戏包含《三角洲行动》和《流放之路 2》等。

营销服务：公司将在释放更多广告库存中受益。24Q4，网络广告收入为 350 亿元，同比增长 17%。增长得益于视频号、小程序、搜一搜等广告库存的强劲需求。公司广告负载与全球同行仍有差距，将逐步增

加较新产品（如短视频）的广告负载。AI 技术也持续赋能用户兴趣等理解。

金融科技和企业服务：支付业务环比回暖，24 年 AI 云收入近翻倍。24Q4，金融科技及企业服务业务收入同比增长 3%至 561 亿元。业绩会表示支付业务 24Q4 环比 24Q3 已经有所回暖，当前消费意愿正在回归，但 ASP 仍有压力。24Q4 理财服务及消费贷款服务收入有所增长；企业服务收入增长得益于技术服务费和企业微信收入增长。2024 年，公司的 AI 云收入同比增长约一倍。①随着内部用例对 GPU 的分配增加，最初用于广告技术和基础模型训练，最近则用于元宝的 AI 推理，限制了对外部客户的 GPU 供应，从而限制了云服务收入增长。②对于外部工作负载，公司将可用的 GPU 优先分配给高价值用例和客户。2024Q4 公司加大了 GPU 的采购力度。随着这些 GPU 的部署，公司预计整体云服务收入增长将加速。

股东回报：增加派息金额。24 年，通过派发现金股息每股 3.40 港元（约等于 320 亿港元），及回购总值约 1120 亿港元的股份，总计约 1440 亿港币。预计 25 年增加年度股息 32%至每股 4.50 港元（约等于 410 亿港元），并计划至少回购价值 800 亿港元的股份，总计约 1210 亿港币。

投资建议：公司业绩稳健，并蕴含较大发展潜力，看好腾讯在电商、AI 等领域向上期权的兑现。利润端来看，公司的高质量业务持续发展为利润的持续提升提供潜力。考虑到广告、游戏 25Q1 表现优秀，我们上调盈利预测，预计 25-27 年公司调整后净利润为 2570/2896/3250 亿元（上调 3%/6%/0%），同比 +15%/13%/12%。估值切换到 25 年，并考虑到公司 AI 领域积极布局并赋能广告、云、游戏等业务，给予 25 年 20-22xPE，上调目标价至 610-661 港币（幅度 25-28%）。继续维持“优于大市”评级。

证券分析师：张伦可（S0980521120004）、陈淑媛（S0980524030003）

#### ◆ 腾讯音乐(TME.N) 海外公司财报点评:会员数量增长稳健, ARPPU 值提升顺利

社交娱乐业务降幅收窄，经调整利润率同比+7.8pct。24Q4，公司实现总收入 74.6 亿元，同比+8.2%，环比+6.3%，在线音乐收入占比达 78%。公司毛利率与经调整利润继续提升，毛利率同比上升 5.3pct，经调整利润率同比上升 7.8pct。2024Q4，公司毛利率 43.6%，同比+5.3pct，环比+1.0pct。毛利率提升主要系：①版权成本绝对值还是提升的，但是有杠杆作用，特别是包月会员的 ARPPU 提升带来订阅业务毛利率提升。②社交娱乐业务高毛利的 K 歌广告和会员占比提升。我们预计 25 年毛利率继续提升，可达 45%。24Q4 公司经调整净利润 24.0 亿元，同比+43.0%。经调整利润率 32.2%，同比+7.8pct，环比+3pct。ARPPU 值提升顺利。24Q4，在线音乐收入 58.3 亿元，同比+16.1%，环比+6.4%。24Q4，公司订阅业务收入 40 亿元，同比+18%。24Q4 在线音乐付费用户为 1.21 亿人，同比+13.4%；订阅用户环比净增 200 万，付费率达 21.8%，同比+3.3pct。月 ARPPU 为 11.1 元，同比+3.7%，环比+2.8%。根据 24Q4 业绩会，公司内容本身具备独特性优势，用户体验和权益在持续丰富。基础包月部分（15-18 元）将继续提升价格，实现基础包月部分规模和 ARPPU 的持续增长；SVIP 部分，24Q4 SVIP 在规模、价格和 ARPPU 上都有很好的提升，驱动整体 ARPPU 超预期增长。节奏上来看，我们预计随着绿钻折扣缩减以及 SVIP 放量，ARPPU 提升或在下半年会有明显体现。我们预计 25 年全年 ARPPU 值可提升 1 元。

社交娱乐业务业务增加创新玩法等带动收入环比回升。24Q4，社交娱乐与其他收入 16.3 亿元，同比-13%，环比+6%。社交娱乐月 ARPPU 为 70 元，同比-10%，环比+15.1%。24Q4，公司社交娱乐业务付费用户 770 万人，同比-4%，环比-5%。24Q4 酷狗直播增加了新的互动玩法（偏收集类的九层宝塔玩法），K 歌业务企稳趋势，VIP 规模健康增长。业绩会表示 25 年预计社交娱乐业务收入企稳略同比下降，我们预计同比下降 14%。

投资建议：公司龙头地位稳固，决定公司订阅业务发展顺利。订阅业务，预计 25 年保持 200 万单季度净增会员速度，ARPPU 值提升有望在下半年加速。考虑到公司社交业务回暖叠加 ARPPU 值提升顺利，上调盈利预期，预计 25-27 年经调整净利润 89/102/116 亿元（调整幅度+0%/+14%/ -）。维持“优于大市”评级。

风险提示：政策风险；成本增加的风险；直播、饭圈的监管风险等。

证券分析师：张伦可（S0980521120004）、陈淑媛（S0980524030003）

#### ◆ 小米集团-W(01810.HK) 海外公司财报点评:2024 年营收利润创历史新高, 人车家全生

## 态战略全面落地

2024 年业绩超预期，营收利润大幅增长。2024 年公司总营收 3659 亿元 (YoY +35%)，经调整净利润 272 亿元 (YoY +41%)。其中，4Q24 营收 1090 亿元 (YoY +49%，QoQ +18%)，经调整净利润 83 亿元 (YoY +69%，QoQ +33%)。2024 年公司总营收及净利润实现高速增长，均创历史新高。分业务看，2024 年智能手机、IoT 与生活消费产品、互联网服务、智能电动汽车业务营收占比分别为 52%/29%/9%/9%。2020-2030 公司新十年目标大规模投入底层核心技术，致力于成为新一代全球硬核科技引领者，2024 年公司研发支出 241 亿元，同比增长 26%。

高端化战略卓有成效，智能手机业务量价齐升，ASP 创历史新高。2024 年公司智能手机业务营收 1918 亿元 (YoY +22%)，毛利率 12.6%。2024 年公司智能手机平均单价同比增长 5.2% 至 1138 元。2024 年公司智能手机出货量 1.7 亿部，同比增长 16%，占全球手机市场份额 14%。

上调智能电动汽车出货量目标，盈利能力环比增强。2024 年公司智能电动汽车等业务营收 328 亿元，毛利率 18.5%，毛利率水平行业领先。4Q24 智能电动汽车等业务营收 167 亿元，毛利率 20.4%，环比改善。2 月公司推出 SU7 Ultra 高端车型，2025 年中旬将推出 SUV 车型，进一步完善公司汽车产品矩阵。公司汽车生产产能持续扩充，2024 年小米 SU7 系列交付 13.7 万辆，2025 年小米汽车交付目标上调至 35 万辆。

IoT 及互联网业务营收创历史新高，智能大家电出货量高速增长。2024 年公司 IoT 业务营收 1041 亿元 (YoY +30%)，毛利率同比提升 3.9pct 至 20.3%，收入毛利均创历史新高。其中 4Q24 IoT 业务营收 309 亿元 (YoY +52%)，毛利率同比提升 6.6pct 至 20.5%。智能大家电高速增长，2024 年空调、冰箱、洗衣机产品出货量分别同比增长 50%、30%、45%。2024 年公司互联网服务业务营收 341 亿元 (YoY +13%)，毛利率同比提升 2.5pct 至 76.6%。4Q24 互联网营收 93 亿元 (YoY +19%)，收入创历史新高，毛利率同比提升 0.8pct 至 76.5%。

投资建议：公司智能手机业务在高端化全球化策略带动下量价齐升，智能大家电业务高速增长；智能电动汽车业务交付顺利，产能持续扩充。上调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 316/424/608 亿元 (前值：2025-2026 年为 235/280 亿元)，同比增速 34%/34%/43%；看好公司人车家全生态布局的协同以及海外市场的拓展带来的业绩增长，维持“优于大市”评级。

风险提示：下游需求不及预期；行业竞争加剧；汇率波动风险。

证券分析师： 胡剑 (S0980521080001)、胡慧 (S0980521080002)、叶子 (S0980522100003)、张大为 (S0980524100002)

联系人： 连欣然

## ◆ 天地科技(600582.SH) 财报点评:营收、利润继续保持增长，资产质量持续提高

营收、利润稳健增长。2024 年公司实现营收 305.3 亿元 (+2.0%)，归母净利润 26.2 亿元 (+11.2%)，扣非归母净利润 24.5 亿元 (+12.1%)；其中 2024Q4 公司实现营收 85.4 亿元 (+6.5%)，归母净利润 4.5 亿元 (+15.4%)，扣非归母净利润 3.6 亿元 (+30.9%)。

安全技术与装备、矿井生产技术服务与经营业务是主要的增长来源。分产品看，矿山自动化&机械化装备、安全技术与装备、煤炭产品销售、矿井生产技术服务与经营、节能环保产品、煤炭洗选装备的营收占比分别为 47.3%、17.9%、14.4%、6.6%、6.4%、4.3%，2024 年营收增长主要来自于安全技术与装备 (+5.1%)、矿井生产技术服务与经营 (+22.2%)。

ROE 持续改善；应收账款占总资产比例继续下降。自 2018 年以来，随着经营向好，公司 ROE 持续改善，2024 年 ROE 为 10.7%，同比提高 0.45pct。同时公司进一步优化应收账款与合同资产管理信息系统，充分利用数字化手段助力应收账款管理，并组织开展应收账款统一清收专项行动，实现应收账款占总资产比例的继续下降。截至 2024 年底，公司拥有应收账款约 103 亿元，在总资产中占比约 18%。

积极回报股东，分红率首次超过 50%。2024 年公司每 10 股派发现金红利 3.17 元 (含税)，占归母净利润的 50.04%，相比 2023 年提升了 0.9pct，刷新历史最高分红比例。以 3 月 21 日的收盘价计算，公司股息率为 4.85%。随着经营稳健向上，公司未来分红率仍有望提升。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑煤价中枢下行会一定程度上影响煤企在设备等方面的投资，进而影响公司业绩，因此下调盈利预测。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 27.3/28.0/28.7 亿元（2025-2026 年前值为 29/32 亿元），每股收益分别为 0.66/0.68/0.69 元（2025-2026 年前值为 0.71/0.77 元）。在当前国内煤炭产量高位、煤矿智能化持续推进的背景下，煤机行业空间有望进一步打开。公司作为央企煤机龙头，科研能力强，一体化发展优势显著，未来业绩有望维持增长，同时分红率尚有提升空间。公司是业内罕见的拥有一定成长性的高股息标的，维持“优于大市”评级。

风险提示：经济放缓导致煤炭需求下降、固定资产投资放缓、安全生产事故影响、应收账款不能及时回款的风险。

证券分析师： 刘孟峦（S0980520040001）、胡瑞阳（S0980523060002）

### ◆ 中煤能源(601898.SH) 财报点评:降本增量对冲煤价下行，业绩稳健

公司发布 2024 年年报：2024 年公司实现营收 1894.0 亿元（-1.9%），归母净利润 193.2 亿元（-1.1%）；其中 2024Q4 公司实现营收 489.9 亿元，同比+33.3%，环比+3.3%，归母净利润 47.1 亿元，同比+65.5%，环比-2.4%。

煤炭业务：自产煤产销量稳中有增；成本精益化管理效果显著，吨煤成本下降，盈利能力稳健。2024 年公司商品煤产量 13757 万吨，同比+2.5%；商品煤销售量 28483 万吨，同比基本持平，其中自产商品煤销量 13763 万吨，同比+2.8%。2024 年自产动力煤、炼焦煤销售均价分别为 499 元/吨、1254 元/吨，分别同比下降 33 元/吨、132 元/吨。公司成本精益化管理效果显著，2024 年自产商品煤单位销售成本 281.7 元/吨，同比下降 25.3 元/吨，主要系①2023Q4 公司获得生产接续资源从而增加了产量储量法摊销基数等使吨煤折旧及摊销成本同比减少 7 元/吨，②承担铁路运输及港杂费用的自产商品煤销量占比下降，使吨煤运输费用及港杂费用同比减少 4.3 元/吨；③加大安全费和维简费费用化使用力度使专项基金结余成本减少，使吨煤其他成本同比减少 14.8 元/吨。最终 2024 年煤炭板块毛利 396 亿元，同比仅减少 9 亿元。

煤化工业务：2024 年尿素、硝铵量价均有下滑，聚烯烃量价微增；毛利小幅下滑，整体经营稳健。2024 年公司主要煤化工产品产量 569.0 万吨，同比-5.7%；销量 584.2 万吨，同比-4.6%；产销量有所下滑主要是受尿素和甲醇装置按计划大修的影响。价格方面，尿素由于国内需求增长速度慢于供给增长速度，加之出口大幅度下降，价格回落 15.5%；硝铵价格下降 12.3%；聚烯烃供需基本平衡，价格同比微增 1.2%。成本端，原料煤、燃料煤采购价格下降使材料成本同比减少 9.9%。最终 2024 年煤化工业务实现毛利 31 亿元，同比减少 1.8 亿元。

在建项目进展顺利，产业链布局持续推进。截至 2024 年底，安太堡 2×350MW 低热值煤发电项目建成投产并网发电，100MW 光伏+储能项目即将并网；图克 10 万吨级“液态阳光”示范项目、160MW 集中式光伏项目、三期 100MW 光伏项目加快建设；乌审旗 2×660MW 煤电一体化项目即将开工；里必煤矿、苇子沟煤矿、榆林煤炭深加工项目累计投入分别占预算比例约 48%、70%、20%。2024 年公司完成资本支出 153 亿元，2025 年公司计划资本支出 217 亿元。

积极回报股东，分红率超 30%。2024 年公司每股派发现金红利 0.258 元（含税），占中国企业会计准则下归母净利润的 17.7%，占国际财务报告准则下归母净利润的 18.8%。2024 年合计分红总额占中国企业会计准则下归母净利润的 32.9%，占国际财务报告准则下归母净利润的 35%。以 3 月 21 日的收盘价计算，公司 A 股股息率为 4.68%，H 股股息率为 6.39%。随着经营稳健向上，公司未来分红率仍有望提升。

投资建议：维持“优于大市”评级。

由于 2025 年煤价下跌幅度超过此前预期，下调盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 178/179/187 亿元（2025-2026 年前值为 196/203 亿元），每股收益 1.34/1.35/1.41 元（2025-2026 年前值为 1.48/1.53 元）。考虑公司煤炭、煤化工业务均有增量，业绩稳健性较强，且分红率有较大提升潜力，维持“优于大市”评级。

风险提示：经济放缓导致煤炭需求下降、新能源快速发展替代煤电需求、安全生产事故影响、公司产能

释放不及预期、公司分红率不及预期。

证券分析师： 刘孟峦（S0980520040001）、胡瑞阳（S0980523060002）

### ◆ 中国神华(601088.SH) 财报点评:业绩稳健、高分红率彰显投资价值

公司发布 2024 年年报：2024 年公司实现营收 3383.8 亿元（-1.4%），归母净利润 586.7 亿元（-1.7%），扣非归母净利润 601.3 亿元（-4.4%）；其中 2024Q4 公司实现营收 844.8 亿元（-6.8%），归母净利润 126.0 亿元（+10.3%），扣非归母净利润 140.9 亿元（-6.4%）。

煤炭业务：产销量稳中有增，成本维稳；煤价下行拖累利润。2024 年公司商品煤产量 3.27 亿吨，同比+0.8%；煤炭销量 4.59 亿吨，同比+2.1%，其中自产商品煤销量 3.27 亿吨，同比+0.5%。价格方面，自产煤、外购煤销售均价分别为 527 元/吨、653 元/吨，分别同比-21 元/吨、-26 元/吨。销售结构方面，2024 年年度长协/月度长协/现货/坑口直销占比分别为 53.6%/33.7%/7.9%/4.8%，分别同比-3.9pct/+9.3pct/-5.1pct/-0.3pct。自产煤单位成本为 179 元/吨，同比持平。受煤价回落影响，2024 年煤炭板块毛利率为 30%，同比下滑 2pct。项目进展方面，新街一井、二井获得国家发展改革委核准批复，有序推进建设准备工作；神山露天煤矿取得国家矿山安全监察局批复，生产能力由 60 万吨/年核增至 120 万吨/年。

电力业务：发售电量维持增长，电价、成本均有所下降，毛利率小幅下滑。2024 年公司发/售电量为 2232.1/2102.8 亿千瓦时，分别同比+5.2%/+5.3%；发电机组平均利用小时数为 4960 小时，同比减少 207 小时；平均售电价格 403 元/兆瓦时，同比-2.7%；由于平均燃煤采购价格下降，公司单位售电成本 357.2 元/兆瓦时，同比-1.6%。2024 年电力板块毛利率 16.3%，同比-0.6pct。截至 2024 年底公司控制并运营的发电机组装机容量为 46264MW，在建及已核准发电项目的合计装机容量为 9640MW。公司享有获取容量电费资格的国内煤电机组约占国内煤电机组总数的 94%，2024 年共获取容量电费约 50 亿元（含税）。

运输业务：铁路、港口、航运营收均有增长，整体经营稳健。2024 年铁路/港口/航运分部营收分别为 431/68/50 亿元，分别同比+0.4%/+1.4%/+3.3%；毛利率则分别同比+0.8pct/-3.7pct/+5.8pct；实现利润总额为 126/21/3 亿元，分别同比+13.8%/-7.8%/+160%。项目进展方面，巴准铁路暖水集运站铁路专用线、三道渠铁路专用线顺利开通，神朔铁路 3 亿吨扩能改造工程有序推进，东月铁路列入国家重大建设项目清单，天津港务二期工程、黄骅港五期工程获得核准批复。

高分红率彰显投资价值。2024 年公司每股派发现金红利 2.26 元（含税），占中国企业会计准则下归母净利润的 76.5%，相比 2023 年提升了 1.3pct。以 3 月 21 日的收盘价计算，公司 A 股股息率为 6.17%，H 股股息率为 7.8%。

投资建议：维持“优于大市”评级。

由于煤价中枢下降幅度超过此前预期，下调盈利预测。预计公司 2025-2027 年归母净利润为 536/544/553 亿元（2025-2026 年前值为 629/635 亿元），每股收益分别为 2.70/2.74/2.78 元（2025-2026 年前值为 3.16/3.20 元）。公司是全球领先的以煤为基的综合能源企业，产运销七板块业务协同，业绩稳定性强，股息回报丰厚，维持“优于大市”评级。

风险提示：经济放缓导致煤炭需求下降、新能源快速发展替代煤电需求、安全生产事故影响、公司分红率不及预期。

证券分析师： 刘孟峦（S0980520040001）、胡瑞阳（S0980523060002）

### ◆ 中国移动(600941.SH) 财报点评:2024 年营收突破万亿元，拟进一步提升派息率

2024 年公司营收过万亿元，归母净利润同比增长 5%。2024 年，公司实现营收 10408 亿元（同比+3.1%），实现归母净利润 1384 亿元（同比+5.0%），净资产收益率（ROE）同比稳定提升 0.1pct 至 10.1%。2024 年四季度实现营业收入 2493 亿元（同比+6.7%），实现归母净利润 275 亿元（同比+4.7%）。董事会建议 2024 年全年派息率为 73%。

个人市场深化存量客户运营、家庭市场 ARPU 稳健提升。个人市场方面，公司，加强细分场景拓展，2024 年移动客户总数达 10.04 亿户，同比提升 1332 万户；其中 5G 网络客户数达到 5.52 亿户；移动 ARPU 为

48.5元，保持行业领先。家庭市场方面，公司有线宽带客户达3.15亿户，其中家庭宽带客户2.78亿户；家庭客户综合ARPU为43.8元，同比增长1.6%。公司规划2025年移动和家庭综合ARPU延续平稳趋势，5G网络客户和家庭宽带客户规模分别努力实现净增5000万户和1800万户。

数字化转型成效显著。公司2024年实现数字化转型收入2788亿元（同比+9.85%），占通服收入比提升1.9pct至31.3%。政企市场实现收入2091亿元（同比+8.8%），政企客户达3259万家。其中，移动云实现收入1004亿元（同比+20.4%）。公司指引2025年数字化转型收入持续良好增长。

加强算力投资，规划智算能力显著提升。2024年公司完成投资1640亿元（略低于此前1730亿元指引），规划2025年投资1512亿元。其中，5G网络投资规划582亿元（同比-15.7%），算力规划投资373亿元（同比+0.5%）。公司规划2025年底实现通算（FP32）算力累积达8.9EFLOPS（同比提升0.4EFLOPS）、智算（FP16）算力大于34EFLOPS（同比提升约4.8EFLOPS）。

计划3年内派息率逐步提升至75%以上。董事会建议2024年全年派息率为73%，对应末期股息每股2.49港元，连同已派发的中期股息，2023年全年股息合计每股5.09港元，较2023年同比增长5.4%。公司规划从2024年起，三年内以现金方式分配的利润逐步提升至当年股东应占利润的75%以上。

风险提示：5G发展不及预期；产业互联网业务发展不及预期；算力网络部署不及预期，行业竞争加剧。

投资建议：维持2025-2026年盈利预测，新增2027年盈利预测。预计公司2025-2027年归母净利润分别为1464/1549/1647亿元，当前H股股价对应PE分别为12/12/11x，对应PB分别为1.2/1.1/1.0x；当前A股股价对应PE分别为15/14/14x，对应PB分别为1.7/1.6/1.5x，维持“优于大市”评级。

证券分析师：袁文翀（S0980523110003）

#### ◆ 云图控股(002539.SZ) 财报点评:磷复肥业务稳健发展，一体化布局不断完善

公司主营业务经营稳健，纯碱及贸易拖累业绩，投资活动现金流净额改善明显。公司发布2024年年度报告显示，2024年公司实现营业收入203.81亿元（同比-6.37%），归母净利润8.04亿元（同比-9.80%），毛利率及净利率分别为10.71%和4.02%，与2023年基本持平。其中，2024年四季度公司营收46.85亿元（同比-16.65%），归母净利润1.35亿元（同比-23.73%）。公司四季度业绩下降主要原因是四季度为复合肥销售淡季，且纯碱价格下降。2024年公司贸易业务营收为43.13亿，同比减少38.96%，拖累了公司营业收入。由于公司磷矿资源综合利用生产新能源材料与缓控释复合肥联动生产项目竣工，2024年公司投资活动现金流净流出净额减少为20.68亿元，同比下降42.13%，公司现金流量改善明显。

公司复合肥业务稳健发展，产品不断高端化。2024年公司磷复肥销量417.79万吨，营收114.30亿元，较2023年分别上涨了10.59%及13.25%。公司2024年新型复合肥及磷肥收入66.90亿元，同比增长22.77%。由于公司复合肥产品不断高端化，拉动复合肥均价从2671元/吨提高到2736元/吨，毛利率也从2023年的12.98%提升到14.12%。公司围绕磷复肥不断完善上游氮、磷产业链，公司产品成本预期不断下降，叠加公司复合肥产品高端化，公司复合肥毛利率有望进一步提高。

纯碱供需矛盾仍在，价格预期承压。据卓创咨询数据，2024年纯碱均价为1882元/吨，较2023年的2525元/吨下降了25.49%。2024年公司纯碱销售量58.21万吨，较2023年的62.24万吨，略微下降6.48%。受纯碱价格下降影响，该板块2024年毛利率为15.65%，较2023年下降了11.63个百分点。展望2025年，由于纯碱仍有新增产能投放，需求难言改善，纯碱价格预期承压。

黄磷随下游需求好转，价格有望上升。据卓创咨询数据，2024年黄磷均价为23033元/吨，较2023年的25136元/吨下降了8.37%。公司2024年黄磷产品毛利率为17.5%，受黄磷价格下降影响较2023年下降3.88个百分点。由于目前严控新增黄磷产能，预期随着下游需求提升，黄磷价格有望上升。

公司持续向上游资源布局，相关产品盈利空间有望继续提升。原材料自供方面，公司全力推进湖北应城基地70万吨合成氨项目建设，项目建成后，将有效弥补氮肥原料缺口，提高资源自给能力。公司拥有四川省雷波县阿居洛呷磷矿和牛牛寨北磷矿区东段采矿权，西段探矿权。另外，公司还拥有沙沱砂岩矿采矿权，已取得50万吨/年采矿证，未来投产后可实现黄磷生产所需硅矿石自给自足，进一步降低生产成本。

风险提示：原材料价格波动；下游需求不及预期；项目进度不及预期等。

投资建议：公司目前复合肥产能 745 万吨，同时配套磷酸一铵产能，产能较为领先。公司构建了从上游磷矿资源到下游除尿素外的氮肥完整产业链，并在积极建设合成氨项目及上游磷矿，产业链持续完善。目前复合肥成本支撑明显，下游需求刚性，公司复合肥产销量有望持续增长，后续利润空间预期回升，但受纯碱价格下降影响，我们调整了公司 2025-2026 年盈利预测，并新增了 2027 年盈利预测，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 8.53/9.72/11.19 亿元（2025-2026 年原预测值为 9.1/11.4 亿元），同比增长 6.0%/14.0%/15.1%，对应 EPS 分别为 0.71/0.80/0.93 元，对应当前股价 PE 为 11.2/9.8/8.5。维持“优于大市”评级。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、董丙旭（S0980524090002）

#### ◆ 紫金矿业(601899.SH) 财报点评:经营业绩显著提升，全力争取规模实力再上新台阶

公司发布 2024 年年报:实现营收 3036.40 亿元,同比+3.49%;实现归母净利润 320.51 亿元,同比+51.76%;实现扣非归母净利润 316.93 亿元,同比+46.61%;实现经营活动产生现金流量净额 488.60 亿元,同比+32.56%。

核心矿产品产量:2024 年,矿产金产量 72.94 吨,同比+7.7%;矿产铜产量 106.85 万吨,同比+6.1%;矿产锌产量 40.71 万吨,同比-3.5%;矿产银产量 435.8 吨,同比+5.8%。

2025 年核心矿产品产量计划:矿产铜 115 万吨,矿产金 85 吨,矿产锌(铅) 44 万吨,当量碳酸锂 4 万吨,矿产银 450 吨,矿产钼 1 万吨。

核心矿产品成本:2024 年,矿产金营业成本为 230.64 元/克,同比+3.39%;矿产铜营业成本为 22927.53 元/吨,同比-1.47%;矿产锌营业成本为 8735 元/吨,同比-5.74%;矿产银营业成本为 1.85 元/克,同比+7.40%。

新项目建设有序推进,新质生产力不断构建——

铜:刚果(金)卡莫阿三期选厂达产后年产铜将提升至 60 万吨;塞尔维亚两项目正加快推进年总产铜 45 万吨改扩建工程;西藏巨龙铜矿项目二期改扩建工程计划 2025 年底建成投产,届时年矿产铜将达 30-35 万吨;西藏朱诺铜矿项目计划 2026 年底建成投产,年矿产铜 7.6 万吨。

金:苏里南罗斯贝尔金矿技改达产后将形成 10 吨/年产金能力;波格拉金矿复产达产后平均年矿产金 21 吨,归属公司权益年矿产金约 5 吨;山西紫金智能化采选改扩建工程达产后将年新增矿产金 3-4 吨;新疆萨瓦亚尔顿金矿达产后年产金约 3.3 吨;公司参股的山东海域金矿计划 2025 年投产,整体达产后年矿产黄金约 15-20 吨;秘鲁 La Arena 项目年产金约 3 吨;公司拟出资收购加纳 Akyem 金矿项目 100%权益。

锂:阿根廷 3Q 盐湖锂矿一期 2 万吨/年碳酸锂项目预计 2025 年三季度投产;西藏拉果错盐湖锂矿一期 2 万吨/年电池级碳酸锂项目计划 2025 年第一季度末正式投产;湖南湘源硬岩锂矿 500 万吨/年采选项目及配套电池级碳酸锂冶炼厂规划 2025 年三季度同步建成投产;刚果(金)马诺诺锂矿东北部探获超大规模优质锂辉石资源。

风险提示:项目建设进度不达预期,矿产品销售价格不达预期。

投资建议:维持“优于大市”评级。

上调公司的盈利预测。预计公司 2025-2027 年营收为 3543/3704/3883(原预测 3558/3791/-)亿元,同比增速 16.7%/4.5%/4.8%;归母净利润为 371.21/425.22/474.94(原预测 368.04/411.10/-)亿元,同比增速 15.8%/14.5%/11.7%;摊薄 EPS 为 1.40/1.60/1.79 元,当前股价对应 PE 为 13/11/10X。公司是国内有色上市公司核心标的,矿产资源储量丰富,国际化进程不断加快,核心矿种实现多元化布局,中长期成长路径明确,未来有望跻身全球超一流国际矿业企业,维持“优于大市”评级。

证券分析师: 刘孟峦(S0980520040001)、杨耀洪(S0980520040005)

#### ◆ 同程旅行(00780.HK) 财报点评:深耕用户价值提升战略,核心业务盈利水平上行

2024 年公司经调整净利润同比增长 27%,四季度业绩好于彭博预期。2024 年公司收入 173.4 亿元/+45.8%,

归母净利润 19.7 亿元/+27.0%，经调整净利润 27.9 亿元/+26.7%。其中单 Q4 收入 42.4 亿元/+34.8%，归母净利润 3.5 亿元/+13.1%，经调整净利润 6.6 亿元/+36.8%，收入与经调整净利润均超彭博预期（+28.5%/+27.4%），净利润差距主要系当季度产生汇兑损失 8600 万及被投资方的亏损 4200 万影响。公司宣布拟每股派发股息 0.18 港元，估算对应分红率约 20%，与上年基本一致。

GMV 与收入增速差距主要来自价格扰动，公司积极收益管理改善佣金率。2024Q4 平台 GMV 为 547 亿元，同比增长 2.2%，增速不及收入预计主要系行业价格影响（根据公开业绩会，Q4 平台机票价格下降 5-10%，酒店价格下降低个位数），量延续相对景气。其中机票佣金主要与票量挂钩，50%以上收入由辅营产品稳定贡献，火车票业务更注重收益管理；酒店量价均决定收入，公司去年下半年以来实施精准营销与收窄优惠券补贴，亦减少价格回落扰动。综合看，平台总佣金率稳定提升，2024Q4 同环比增加 1.9/0.9pct。业绩会上公司预计 2025Q1 OTA 业务增速为行业的 2-3 倍，住宿业务表现更佳。

重点关注平台 ARPU 值潜力，高贡献用户占比提升。微信流量仍然贡献基本盘，公司通过将更多优惠券资源分配至交叉销售环节以提升老用户购买频次；新获客层面 2024 年 APP 流量实现翻倍增长。从效果上看，2024 年平台累计购买频率 8.1 次/+7.6%，每位用户平均收入（ARPU）达到 73 元/+44%，贡献 100 元以上的用户从 2019 年的 7%提升至 2024 年的 13%左右。同时，公司旅游生成式 AI “程心”已经接入 DeepSeek，重视改善用户体验。

2024 年 OTA 经营利润率同比提升 1.5pct，盈利水平有望进入上行通道。一方面 OTA 行业竞争格局稳定，上游酒店行业供过于求，从产业链上 OTA 生态位仍相对优势明显；另一方面，公司积极改善效率，微信端流量补贴趋于精细化，国际业务伴随规模扩张（2024 年平台出境机票量增长 130%、酒店量增长 110%）已经逐步兼顾 ROI 改善。基于此，2024 年下半年公司核心 OTA 业务扭转上半年利润率受新业务投放拖累的态势，全年 OTA 经营利润率同比提升 1.5pct。展望后续，考虑提升 ARPU 值战略方向下营销效率的进一步优化以及稳定人员的规模效应，我们预计公司核心 OTA 业务的利润率将持续提高。

风险提示：下沉市场增长不及预期，行业竞争加剧，新业务拖累加大。

投资建议：泰国事件或扰动线下旅行社出境收入，但预计本身对利润端扰动可控；同时考虑国内下沉市场旅游景气与营销投放效率优化，我们略上调公司 2025-2027 年经调净利润至 33.0/38.9/45.3 亿元（此前 2025-2026 年为 32.8/38.3 亿元，新增 2027 年），对应动态 PE 为 13/11/9x。公司当前与腾讯、携程等战略股东合作稳定，有望持续受益于机酒行业在线化率以及下沉市场线上渗透率提升；考虑核心用户价值提升战略下营销效率持续优化，出境游业务兼顾效益与增长，整体盈利水平进入上行通道，有望支撑未来 3 年经调整利润 CAGR 超 17%，目前估值具备较强性价比，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 曾光（S0980511040003）、张鲁（S0980521120002）、杨玉莹（S0980524070006）

## ◆ 华住集团-S(01179.HK) 财报点评:高质量扩张势能强劲，股东回报彰显龙头积极姿态

四季度收入增速超指引，2024 年股东回报率突破 120%。2024Q4 公司实现收入 60.23 亿元/+7.8%，超过收入增速指引（增 1-5%）；Q4 经调整归母利润 3.21 亿元/-37.9%，主要系与股息有关的预扣税、海外减值等影响，剔除一次性影响后核心经调整 EBITDA 17.31 亿元/+15.5%。2024 年公司实现收入 239 亿元/+9.2%，归母净利润 30.48 亿元/-25.4%，经调整归母利润 37.18 亿元/+5.8%，核心经调整 EBITDA 同比增长 13.9%。2024 年公司开展 7.7 亿美元股东回报（5 亿现金分红+2.7 亿回购），估算股东回报率（分红+回购）超 120%，沿 3 年 20 亿美元股东回报计划展开。

国内酒店：四季度 RevPAR 降幅收窄，加盟扩张势能强劲。2024Q4 国内酒店整体 RevPAR 为 222 元/-3.1%（ADR-2.5%，OCC-0.5%），随基数回落量价降幅环比 Q3 显著收窄；成熟门店可比同店 RevPAR 为 222 元/-6.7%。全年 RevPAR 为 235 元/-3%（ADR-3.2%、OCC+0.2pct）。年末国内门店在营 11025 家，全年新开 2430/关闭 677 家，超过此前 Q2 上修后指引（新开 1800-2200+/关闭 650 家）。全年国内收入 190.22 亿元/+9.1%，经调整 EBITDA 69.81 亿元/+12.6%，经调整净利润 42.23 亿元/+11.2%。

海外酒店：收入平稳增长，轻资产优化助力经营性盈利改善。全年 DH 收入 48.69 亿元/+9.6%，经调整 EBITDA -1.61 亿元（其中包括减值损失 4.2 亿元+一次性重组成本 0.97 亿元），剔除后为 3.56 亿元/+54.1%，经调整净亏损 5.05 亿元/-77.8%。2024 年 DH 进行了系列成本削减与重组，总部人员减少 30%、重组运营管理团队提高酒店效率，直营项目轻资产化（2024 年 14 个、2025 年 2 月 11 个）等有望推动

盈利水平改善。

公司预计 2025 年国内酒店 RevPAR 稳定或提升，维持较高轻资产扩张目标。公司预计 2025Q1 收入增长 0-4%（国内分部增长 3-7%），其中加盟及特许经营收入增长 18-22%；预计全年收入增长 2-6%（国内分部增长 5-9%），加盟及特许经营收入增长 17-21%。经营层面，尽管 Q1 国内酒店 RevPAR 仍有波动，但结合跟踪目前商务市场已经出现触底信号，期待全年 RevPAR 保持同比稳定或有所增长；同时公司预计全年新开 2300/关闭 600 家，保持高质量快速规模扩张：1、加强国内下沉与空白市场渗透，2024 年末已布局 1380 个城市；2、继续严格推动拳头品牌产品的升级迭代，同时推进中高端酒店布局；3、持续强化会员直销，2024Q4 中央预订比例达 66.4%/+4.1pct；4、国内外轻资产战略推进，优化盈利水平。

风险提示：宏观系统性风险，行业竞争加剧，新品牌或海外拓展风险等。

投资建议：考虑国内酒店供需关系已出现改善趋势，基于公司 2025-2027 年 RevPAR 同比分别 +0.1%/+0.8%/+0.4% 的中性假设，同时结合 2025 年强劲开店势能及海外优化良好进展，我们上修公司 2025-2027 年经调整净利润至 46.6 /53.7/61.3 亿元（此前预计 2025-2026 年为 45.0/52.2 亿元，新增 2027 年），对应 3 年 CAGR 为 18%，对应动态 PE 为 19/17/15x。过往公司业绩已经充分验证自身经营  $\alpha$ ，近两年也处于加速获份额阶段，但 RevPAR 趋势不确定使得估值并无明显溢价。后续若伴随提振经济政策传导至商旅复苏，RevPAR 趋势上行，则有望打开公司业绩与估值弹性；同时按照 3 年 20 亿美元股东回报计划估算股息率约 5.5% 彰显龙头积极姿态，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 曾光（S0980511040003）、张鲁（S0980521120002）、杨玉莹（S0980524070006）

## 金融工程

### ◆ 金融工程专题报告：金融工程专题研究-恒生科技指数 ETF 投资价值分析——把握中国资产重估的战略机遇

把握中国资产重估的战略机遇

产业趋势与政策共振，科技迎历史发展机遇：DeepSeek 等 AI 技术的突破，加速了 AI 的商业化，推动 AI 从算力基建向应用层渗透，医疗、教育、制造等领域的场景落地或成新增长点，云计算基础设施、芯片制造、智能终端、互联网应用龙头等企业将显著受益。2025 年政府工作报告及两会政策聚焦“高水平科技自立自强”，通过战略布局与资源倾斜推动科技产业突破，科技迎全方面支持。

估值仍具吸引力，修复空间显著：港股科技板块当前估值处于洼地，性价比凸显，绝对估值和横向对比角度：恒生科技指数 PE（25.33 倍）显著低于美股纳斯达克（33 倍）及 A 股科创 50（105.3 倍），历史分位数处于低位。

资金面支撑：南向资金加速流入，话语权提升：今年以来南向资金加速买入港股，2025 年初以来净流入超 3900 亿港元（接近 2024 年全年一半），单日峰值达 296 亿港元，创历史新高。资讯科技、消费、金融为南向资金主要流入领域，反映市场对科技复苏的强预期。同时南向资金的话语权也在快速提升，成交额占港股市场的比例达到 60% 左右。

恒生科技指数（HSTECH.HI）投资价值分析

恒生科技指数（HSTECH.HI）发布于 2020 年 7 月 27 日，基日为 2014 年 12 月 31 日，指数主要涵盖与科技主题高度相关的香港上市公司。市值偏向中大盘，行业分布集中于互联网、科技硬件、软件等行业，当前估值处于低位，且成分股业绩增长较为稳健，指数长期表现突出，弹性较大。

恒生科技指数 ETF（513180）产品投资价值分析

恒生科技指数 ETF（基金代码：513180，场内简称：恒生科技指数 ETF）是华夏基金发行的、以跟踪恒生科技指数为目标的 ETF，基金经理为徐猛先生。该产品成立于 2021 年 5 月 18 日，并于 2021 年 5 月 25 日上市，是当前场内规模最大、成交最活跃的跟踪恒生科技的 ETF 之一，同时有相应的场外 ETF 联接产品（A 类：013402.OF，C 类：013403.OF），为投资者场内和场外布局恒生科技主题提供了良好的配置工具。

风险提示：本报告研究分析及结论完全基于公开数据进行测算和分析，相关模型构建与测算均基于国信金融工程团队客观研究。基金过往业绩及基金经理管理其他产品的历史业绩不代表未来表现，对基金产品和基金管理人的研究分析结论并不预示其未来表现，不能保证未来可持续性，亦不构成投资收益的保证或投资建议。本报告不涉及证券投资基金评价业务，不涉及对基金公司、基金经理、基金产品的推荐，亦不涉及对任何指数样本股的推荐。请仔细阅读报告风险提示及声明部分。

证券分析师：张欣慰（S0980520060001）、胡志超（S0980524070001）

### ◆ 金融工程周报：热点追踪周报-由创新高个股看市场投资热点（第 186 期）

乘势而起：市场新高趋势追踪：截至 2025 年 3 月 21 日，上证指数、深证成指、沪深 300、中证 500、中证 1000、中证 2000、创业板指、科创 50 指数 250 日新高距离分别为 3.58%、7.03%、8.02%、5.67%、3.12%、2.52%、15.61%、7.45%。中信一级行业指数中家电、钢铁、银行、汽车、机械行业指数距离 250 日新高较近，煤炭、石油石化、农林牧渔、房地产、食品饮料行业指数距离 250 日新高较远。概念指数中，风力发电、钢铁、钢铁Ⅳ、工业母机、万得微盘股日频等权、银行、等概念指数距离 250 日新高较近。

见微知著：利用创新高个股进行市场监测：截至 2025 年 3 月 21 日，共 1058 只股票在过去 20 个交易日间创出 250 日新高。其中创新高个股数量最多的是机械、电子、计算机行业，创新高个股数量占比最高的是汽车、机械、计算机行业。按照板块分布来看，本周制造、科技板块创新高股票数量最多；按照指数分布来看，中证 2000、中证 1000、中证 500、沪深 300、创业板指、科创 50 指数中创新高个股数量占指数成份股个数比例分别为：24.75%、20.10%、11.80%、13.00%、14.00%、22.00%。

平稳创新高股票跟踪：我们根据分析师关注度、股价相对强弱、趋势延续性、股价路径平稳性、创新高持续性等角度，本周从全市场创新高股票中筛选出了包含双林股份、胜宏科技、道通科技等 20 只平稳创新高的股票。按照板块来看，创新高股票数量最多的是制造、科技板块，分别有 11、3 只入选。其中，制造板块中创新高最多的是汽车行业；科技板块中创新高最多的是电力设备及新能源行业。

风险提示：市场环境变动风险，模型失效风险，本报告基于历史客观数据统计，不构成任何投资建议，历史股价表现不代表未来股价表现。

证券分析师：张欣慰（S0980520060001）、胡志超（S0980524070001）

### ◆ 金融工程周报：港股投资周报-恒生科技调整，港股精选组合本周相对恒生指数超额 2.07%

港股精选组合绩效回顾

本周，港股精选组合绝对收益 0.94%，相对恒生指数超额收益 2.07%。

本年，港股精选组合绝对收益 16.78%，相对恒生指数超额收益-1.31%。

港股市场创新高热点板块跟踪

我们根据分析师关注度、股价相对强弱、股价路径平稳性、创新高连续性等角度在过去 20 个交易日创出过 250 日新高的股票池中筛选出平稳创新高股票。

近期，盛业等股票平稳创出新高。

按照板块来看，创新高股票数量最多的是大金融板块，其次为消费、医药、科技、制造和周期板块，具体个股信息可参照正文。

港股市场一周回顾

宽基指数方面，本周恒生小型股指数收益最高，累计收益 0.20%；恒生科技指数收益最低，累计收益-4.10%。

行业指数方面，本周能源业行业收益最高，累计收益 1.13%；综合企业行业收益最低，累计收益-3.59%。

概念板块方面，本周彩票概念板块收益最高，累计收益 21.13%；殡葬概念板块收益最低，累计收益-9.37%。

### 南向资金监控

南向资金整体方面，本周港股通累计净流入 230 亿港元，近一个月以来港股通累计净流入 1952 亿港元，今年以来港股通累计净流入 3986 亿港元，总体来看近期南向资金呈现出整体流入的走势。

本周港股通资金中，贝壳-W、中国移动和阿里巴巴-W 流入金额最多，华润啤酒、中芯国际和美团-W 流出金额最多。

### 投资港股公募基金表现监控

本周，港股通股票收益中位数-0.95%，投资港股的主动基金收益中位数-0.84%。

本年，港股通股票收益中位数 6.08%，投资港股的主动基金收益中位数 15.18%。

风险提示：市场环境变动风险，模型失效风险。

证券分析师：张欣慰（S0980520060001）、张宇（S0980520080004）

## ◆ 金融工程周报：主动量化策略周报-TMT 板块短期回调，四大主动量化组合本周均战胜股基指数

国信金工主动量化策略表现跟踪：

本周，优秀基金业绩增强组合绝对收益-1.38%，相对偏股混合型基金指数超额收益 0.86%。本年，优秀基金业绩增强组合绝对收益 4.38%，相对偏股混合型基金指数超额收益-1.55%。今年以来，优秀基金业绩增强组合在主动股基中排名 52.93%分位点（1836/3469）。

本周，超预期精选组合绝对收益-1.38%，相对偏股混合型基金指数超额收益 0.87%。本年，超预期精选组合绝对收益 9.89%，相对偏股混合型基金指数超额收益 3.96%。今年以来，超预期精选组合在主动股基中排名 19.23%分位点（667/3469）。

本周，券商金股业绩增强组合绝对收益-1.22%，相对偏股混合型基金指数超额收益 1.02%。本年，券商金股业绩增强组合绝对收益 7.26%，相对偏股混合型基金指数超额收益 1.33%。今年以来，券商金股业绩增强组合在主动股基中排名 32.66%分位点（1133/3469）。

本周，成长稳健组合绝对收益-0.27%，相对偏股混合型基金指数超额收益 1.98%。本年，成长稳健组合绝对收益 13.03%，相对偏股混合型基金指数超额收益 7.10%。今年以来，成长稳健组合在主动股基中排名 10.03%分位点（348/3469）。

本周，股票收益中位数-1.78%，32%的股票上涨，68%的股票下跌；主动股基中位数-2.14%，5%的基金上涨，95%的基金下跌。

本年，股票收益中位数 6.54%，72%的股票上涨，28%的股票下跌；主动股基中位数 4.78%，85%的基金上涨，15%的基金下跌。

优秀基金业绩增强组合：

在构建量化组合时，从传统地对标宽基指数，转变为对标主动股基。在借鉴优秀基金持仓的基础上，采用量化方法进行增强，达到优中选优的目的。

超预期精选组合：

以研报标题超预期与分析师全线上调净利润为条件筛选超预期事件股票池，接着对超预期股票池进行基本面和技术面两个维度的精选，挑选出同时具备基本面支撑和技术面共振的超预期股票，构建超预期精选股票组合。

券商金股业绩增强组合：

以券商金股股票池为选股空间和约束基准，采用组合优化的方式控制组合与券商金股股票池在个股、风格上的偏离，构建券商金股业绩增强组合。

成长稳健组合：

采用“先时序、后截面”的方式，构成长股二维评价体系。以研报标题超预期及业绩大增为条件筛选成长股股票池，根据距离正式财报预约披露日的间隔天数进行分档，优先选择距离财报预约披露日较近

的股票，当样本数量较多时，采用多因子打分精选优质个股，构建 100 只股票等权组合。

风险提示：市场环境变动风险，模型失效风险。

证券分析师：张欣慰（S0980520060001）、张宇（S0980520080004）

## ◆ 金融工程周报：多因子选股周报-换手率因子表现出色，三大指增组合本周均跑赢基准

国信金工指数增强组合表现跟踪

- 沪深 300 指数增强组合本周超额收益 0.59%，本年超额收益 2.33%。
- 中证 500 指数增强组合本周超额收益 0.81%，本年超额收益 2.79%。
- 中证 1000 指数增强组合本周超额收益 1.79%，本年超额收益 2.56%。

因子表现监控

以沪深 300 指数为选股空间。最近一周，非流动性冲击、预期 PEG、三个月换手等因子表现较好，而单季 ROA、一年动量、3 个月盈利上下调等因子表现较差。最近一月，一个月反转、股息率、预期 EPTTM 等因子表现较好，而一年动量、非流动性冲击、BP 等因子表现较差。

以中证 500 指数为选股空间。最近一周，预期 EPTTM、单季 ROA、预期 PEG 等因子表现较好，而特异度、一年动量、三个月反转等因子表现较差。最近一月，一个月反转、预期 EPTTM、高管薪酬等因子表现较好，而单季营收同比增速、特异度、单季净利同比增速等因子表现较差。

以中证 1000 指数为选股空间。最近一周，一个月波动、一个月换手、三个月换手等因子表现较好，而单季 ROE、单季 ROA、一年动量等因子表现较差。最近一月，一个月波动、SPTTM、单季 SP 等因子表现较好，而单季 ROA、单季 ROE、预期净利润环比等因子表现较差。

以公募重仓指数为选股空间。最近一周，一个月换手、三个月换手、DELTAROE 等因子表现较好，而特异度、三个月机构覆盖、一年动量等因子表现较差。最近一月，预期 EPTTM、一个月反转、EPTTM 等因子表现较好，而 3 个月盈利上下调、一年动量、单季 ROA 等因子表现较差。

公募基金指数增强产品表现跟踪

目前，公募基金沪深 300 指数增强产品共有 67 只（A、C 类算作一只，下同），总规模合计 815 亿元。中证 500 指数增强产品共有 68 只，总规模合计 493 亿元。中证 1000 指数增强产品共有 46 只，总规模合计 169 亿元。

沪深 300 指数增强产品最近一周：超额收益最高 0.94%，最低-0.97%，中位数 0.32%。最近一月：超额收益最高 1.84%，最低-0.74%，中位数 0.44%。

中证 500 指数增强产品最近一周：超额收益最高 1.71%，最低-0.09%，中位数 0.78%。最近一月：超额收益最高 3.01%，最低-0.48%，中位数 1.28%。

中证 1000 指数增强产品最近一周：超额收益最高 1.90%，最低-0.02%，中位数 0.83%。最近一月：超额收益最高 3.34%，最低-0.17%，中位数 1.29%。

风险提示：市场环境变动风险，因子失效风险。

证券分析师：张欣慰（S0980520060001）、张宇（S0980520080004）

## ◆ 金融工程周报：ETF 周报-上周证券 ETF 净申购超 30 亿元，本周将有 3 只自由现金流 ETF 发行

ETF 业绩表现

上周（2025 年 03 月 17 日至 2025 年 03 月 21 日，下同）股票型 ETF 周度收益率中位数为-2.33%。宽基 ETF 中，中证 500ETF 涨跌幅中位数为-2.08%，跌幅最小。按板块划分，消费 ETF 涨跌幅中位数为-1.46%，跌幅最小。按主题进行分类，红利 ETF 涨跌幅中位数为-0.13%，跌幅最小。

ETF 规模变动及净申购

上周股票型 ETF 净赎回 145.64 亿元，总体规模减少 910.14 亿元。在宽基 ETF 中，上周科创板 ETF 净申购最多，为 29.95 亿元；按板块来看，大金融 ETF 净申购最多，为 33.66 亿元；按热点主题来看，证券 ETF 净申购最多，为 31.73 亿元。

#### ETF 基准指数估值情况

在宽基 ETF 中，创业板类 ETF 的估值分位数相对较低；按板块来看，消费、大金融 ETF 的估值分位数相对温和；按照细分主题来看，酒、医药 ETF 的估值分位数相对较低。与前周相比，科技、AI、上证 50、沪深 300、A500、创业板类 ETF 的估值分位数明显降低。

#### ETF 融资融券情况

上周一至周四股票型 ETF 融资余额由前周的 437.50 亿元上升至 441.52 亿元，融券余量由前周的 22.66 亿份下降至 21.63 亿份。在日均融资买入额、融券卖出量最高的前 10 只 ETF 中，科创板 ETF 和创业板类 ETF 的日均融资买入额较高，中证 1000ETF 和中证 500ETF 的日均融券卖出量较高。

#### ETF 管理人

截至上周五，华夏、易方达、华泰柏瑞三家基金公司的已上市、非货币 ETF 总规模排名前三。本周将有嘉实上证科创板综合 ETF、易方达国证自由现金流 ETF、华宝沪深 300 自由现金流 ETF、银华国证自由现金流 ETF、鹏华上证科创板 50 成份 ETF 5 只 ETF 发行。

风险提示：市场环境变动风险，风格切换风险。

证券分析师：张欣慰（S0980520060001）

联系人：杨昕宇

### ◆ 金融工程周报：基金周报-83 家公募集体宣布承担指数使用费，亚洲首批个股杠杆及反向产品将上市

上周市场回顾。上周 A 股市场主要宽基指数全线下跌，上证综指、中证 500、沪深 300 指数收益靠前，收益分别为-1.60%、-2.10%、-2.29%，科创 50、创业板指、深证成指指数收益靠后，收益分别为-4.16%、-3.34%、-2.65%。

从成交额来看，上周主要宽基指数成交额均有所下降。行业方面，上周建材、家电、石油石化收益靠前，收益分别为 1.38%、1.18%、1.05%，计算机、传媒、电子收益靠后，收益分别为-5.61%、-4.64%、-4.22%。

截至上周五，央行逆回购净投放资金 8855 亿元，逆回购到期 5262 亿元，净公开市场投放 14117 亿元。除 5 年期和 7 年期外，不同期限的国债利率均有所上行，利差扩大 2.33BP。上周中证转债指数下跌 1.37%，累计成交 3203 亿元，较前一周减少 651 亿元。

上周共上报 42 只基金，较上上周申报数量有所上升。申报的产品包括中证全指自由现金流 ETF、招商中证机器人 ETF、华夏国证通用航空产业 ETF 等。

3 月 18 日，12 只中证全指自由现金流 ETF 申报，该 ETF 跟踪的是中证全指自由现金流指数，指数选取 100 只自由现金流率较高的上市公司证券作为指数样本，以反映现金流创造能力较强的上市公司证券的整体表现。

3 月 19 日，南方东英资产管理有限公司发布公告称，将于 3 月 24 日在香港交易所上市 9 只个股杠杆及反向产品，为投资者在亚洲交易时段提供便捷的美国热门股票交易或对冲工具。

开放式公募基金表现。上周主动权益、灵活配置型、平衡混合型基金收益分别为-2.07%、-1.69%、-1.59%。今年以来另类基金业绩表现最优，中位数收益为 8.27%，主动权益型、灵活配置型和平衡混合型基金的中位数收益分别为 4.98%、2.34%、0.88%。

上周指数增强基金超额收益中位数为 0.51%，量化对冲型基金收益中位数为 0.27%。今年以来，指数增强基金超额中位数为 0.71%，量化对冲型基金收益中位数为 0.43%。

截至上周末，开放式公募基金中共有普通 FOF 基金 240 只、目标日期基金 115 只、目标风险基金 156 只。今年以来，目标日期基金中位数业绩表现最优，累计收益率为 4.00%。

基金产品发行情况。上周新成立基金 35 只，合计发行规模为 313.70 亿元，较前一周有所增加。此外，

上周有 40 只基金首次进入发行阶段，本周将有 20 只基金开始发行。

风险提示：市场环境变动风险，风格切换风险。

证券分析师：张欣慰（S0980520060001）、陈梦琪（S0980524070009）

### ◆ 金融工程日报：沪指单边下行失守 3400 点，科技股全线回调

市场表现：今日（20250321）市场全线下跌，规模指数中中证 500 指数表现较好，板块指数中上证综指表现较好，风格指数中中证 500 价值指数表现较好。钢铁、石油石化、建材、煤炭、电力公用事业行业表现较好，汽车、计算机、电子、有色金属、商贸零售行业表现较差。深海科技、页岩气、港口精选、可燃冰、中船系等概念表现较好，智能控制器、宇树机器人、吉利集团、珠宝、MCU 芯片等概念表现较差。

市场情绪：今日收盘时有 56 只股票涨停，有 33 只股票跌停。昨日涨停股票今日收盘收益为 1.49%，昨日跌停股票今日收盘收益为-4.23%。今日封板率 64%，较前日下降 1%，连板率 27%，较前日下降 18%。

市场资金流向：截至 20250320 两融余额为 19519 亿元，其中融资余额 19403 亿元，融券余额 116 亿元。两融余额占流通市值比重为 2.4%，两融交易占市场成交额比重为 9.3%。

折溢价：20250320 当日 ETF 溢价较多的是科技龙头 ETF，ETF 折价较多的是红利 ETF 国企。近半年以来大宗交易日均成交金额达到 16 亿元，20250320 当日大宗交易成交金额为 20 亿元，近半年以来平均折价率 5.25%，当日折价率为 3.77%。近一年以来上证 50 股指期货主力合约年化升水率中位数为 0.62%，近一年以来沪深 300 股指期货主力合约年化贴水率中位数为 1.15%，近一年以来中证 500 股指期货主力合约年化贴水率中位数为 6.33%，近一年以来中证 1000 股指期货主力合约年化贴水率中位数为 10.05%，当日上证 50 股指期货主力合约年化贴水率为 0.55%，处于近一年来 42%分位点，当日沪深 300 股指期货主力合约年化贴水率为 3.39%，处于近一年来 35%分位点；当日中证 500 股指期货主力合约年化贴水率为 12.85%，处于近一年来 12%分位点；当日中证 1000 股指期货主力合约年化贴水率为 14.84%，处于近一年来 28%分位点。

机构关注与龙虎榜：近一周内调研机构较多的股票是世华科技、盟科药业-U、奥普特、潮宏基、中信海直、新乳业、北陆药业、飞龙股份等，世华科技被 62 家机构调研。20250321 披露龙虎榜数据中，机构专用席位净流入较多的股票是中信重工、三维通信、直真科技、阳光乳业、中科云网、海默科技、泰永长征、安诺其、建艺集团、克莱特等，机构专用席位净流出较多的股票是天能重工、宇环数控、神州信息、云鼎科技、南方精工、东利机械、襄阳轴承、信质集团、远东传动、哈焊华通等。陆股通净流入较多的股票是海兰信、安诺其、神州信息、力鼎光电、中信重工、浙大网新等，陆股通净流出较多的股票是云鼎科技、振华重工、国脉科技、信质集团、天能重工等。

风险提示：市场环境变动风险；本报告基于历史客观数据统计，不构成投资建议。

证券分析师：张欣慰（S0980520060001）

联系人：李子靖

## 【市场数据】

### 商品期货

商品	收盘价	涨跌幅	商品	收盘价	涨跌幅
黄金	706.66	0.05	ICE 布伦特原油	72.00	1.72
白银	8241.00	-0.98	铜	81120.00	-0.29
铝	20770.00	-0.19	铅	17450.00	-1.04
豆一	3878.00	-0.07	锌	23805.00	0.14
豆粕	2864.00	-1.13	镍	129520.00	-0.03
玉米	2284.00	0.35	锡	278870.00	-0.04
螺纹钢	3132.00	0.06	SR505	6119.00	0.34

### 本月国内重要信息披露

公布日期	项目	本期数据	上期数据	上年同期数据	发布主体
2024/11/30	11月PPI (%)	-2.9	-3.3	-3.4	PPI
2024/11/30	11月CPI (%)	99.4	100.7	100.2	国家统计局
2024/11/30	11月狭义货币(M1)同比 (%)	-0.0	-0.02	0.01	中国人民银行
2024/11/30	11月狭义货币(M2)同比 (%)	0.07	0.07	0.1	中国人民银行
2024/11/30	11月新增人民币贷款(亿元)	5216.0	2965.0	11120.0	中国人民银行
2024/11/30	11月贸易顺差总额(亿美元)	97443.13	95715.17	69334.24	国家商务部
2024/11/30	11月固定资产投资累计同比 (%)	0.03	0.01	0.02	国家统计局
2024/11/30	11月工业增加值 (%)	0.05	0.05	0.06	国家信息中心
2024/11/30	11月社会消费品零售总额_同比 (%)	0.03	0.03	0.02	国家统计局

### 近期非流通股解禁明细

代码	简称	本次解禁数量(万股)	流通股股本(万股)	流通股增加%	上市日期
301061.SZ	匠心家居	6000.00	8000.00	100.00	2025-03-13
000625.SZ	长安汽车	2590.64	632214.29	45.92	2025-03-05
300844.SZ	山水比德	2525.00	4040.00	100.00	2025-02-13
301024.SZ	霍普股份	2880.00	4239.00	100.00	2025-01-28
601921.SH	浙版传媒	180000.02	222222.22	100.00	2025-01-23
001209.SZ	洪兴股份	6497.49	9394.48	100.00	2025-01-22
002059.SZ	云南旅游	6857.37	101243.48	100.00	2025-01-16
002187.SZ	广百股份	18692.79	61761.91	100.00	2025-01-06
605287.SH	德才股份	2865.13	10000.00	100.00	2025-01-06
600679.SH	上海凤凰	550.77	34369.42	100.00	2024-12-23
000546.SZ	金圆股份	6613.75	78048.26	99.54	2024-12-20
301096.SZ	不适用	3960.00	10816.66	100.00	2024-12-20
688032.SH	不适用	1985.72	4000.00	100.00	2024-12-20
600859.SH	王府井	4147.65	113273.80	99.75	2024-12-17
301100.SZ	不适用	15000.00	20000.00	100.00	2024-12-17
603071.SH	不适用	32026.96	55795.44	100.00	2024-12-16
688246.SH	不适用	3663.35	13787.75	100.00	2024-12-16

000737.SZ	南风化工	104599.31	169128.73	100.00	2024-12-16
301138.SZ	不适用	9000.00	12000.00	100.00	2024-12-16
603216.SH	梦天家居	16600.00	22136.00	100.00	2024-12-16
301101.SZ	不适用	8456.60	13434.14	100.00	2024-12-16
002074.SZ	国轩高科	38416.33	156267.38	79.01	2024-12-16
301177.SZ	不适用	36000.00	40001.00	100.00	2024-12-16
000401.SZ	冀东水泥	106598.80	247935.72	99.97	2024-12-16
300678.SZ	中科信息	381.96	12858.48	5.95	2024-12-10
688110.SH	东芯股份	16571.30	44224.97	100.00	2024-12-10
301168.SZ	通灵股份	7034.70	12000.00	100.00	2024-12-10
688192.SH	迪哲医药	21784.60	40000.01	100.00	2024-12-10
600886.SH	国投电力	48830.64	745417.97	100.00	2024-12-10
301111.SZ	粤万年青	8986.15	16000.00	100.00	2024-12-09
301193.SZ	家联科技	5985.00	12000.00	100.00	2024-12-09
301199.SZ	迈赫股份	7650.00	13334.00	100.00	2024-12-09
301179.SZ	泽宇智能	9900.00	13200.00	100.00	2024-12-09
301126.SZ	达嘉维康	8187.02	20650.57	100.00	2024-12-09
301213.SZ	观想科技	4804.56	7999.99	100.00	2024-12-06
688151.SH	华强科技	24234.68	34450.00	100.00	2024-12-06
301167.SZ	建研设计	2400.00	8000.00	100.00	2024-12-06
301108.SZ	洁雅股份	4571.77	8120.98	100.00	2024-12-03
000155.SZ	川能动力	17899.55	144899.55	100.00	2024-12-03
301198.SZ	喜悦智行	5394.00	10000.00	100.00	2024-12-02

## 全球证券市场统计

### 股票市场指数

简称	最新收盘价	1日涨跌幅(%)	1周涨跌幅(%)	1个月涨跌幅(%)	3个月涨跌幅(%)	12个月涨跌幅(%)	30天波动率(%)
道琼斯工业平均指数	41985.34	0.076335	48.31	48.31	48.31	48.31	44.09
德国 DAX 指数	22891.68	-0.467278	79.72	2.71	15.12	25.92	49.31
法 CAC40 指数	8042.95	-0.633169	0.18	-1.36	10.56	-1.67	45.63
恒生指数	23689.72	-2.189228	-1.12	0.90	20.12	40.48	69.21
沪深 300 指数	3914.69	-1.516900	-2.29	-1.60	-0.33	9.31	67.65
美国 SP500 指数	5667.56	0.082467	0.50	-5.74	-4.43	8.12	50.71
纳斯达克综合指数	17784.05	0.522394	0.16	-8.91	-9.13	8.42	56.00
日经 225 指数	37677.06	-0.198189	1.68	-2.83	-2.64	-7.68	不适用

### 沪深港通资金流入流出 Top10

#### A 股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流入资金(RMB, 万元)	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流出资金(RMB, 万元)
1	002371.SZ	北方华创	418.8000	-2.3685	无数据	002371.SZ	北方华创	418.8000	-2.3685	无数据
2	601318.SH	中国平安	51.7500	-1.4098	无数据	601318.SH	中国平安	51.7500	-1.4098	无数据
3	603259.SH	药明康德	66.9800	-3.7229	无数据	603259.SH	药明康德	66.9800	-3.7229	无数据
4	002714.SZ	牧原股份	38.5800	0.8364	无数据	002714.SZ	牧原股份	38.5800	0.8364	无数据
5	000858.SZ	五粮液	134.6000	-1.0221	无数据	600036.SH	招商银行	44.7000	-1.1936	无数据
6	600036.SH	招商银行	44.7000	-1.1936	无数据	600050.SH	中国联通	5.7000	-0.1751	无数据
7	600050.SH	中国联通	5.7000	-0.1751	无数据	601211.SH	国泰君安	17.6200	0.0568	无数据

8	601211.SH	国泰君安	17.6200	0.0568	无数据	000333.SZ	美的集团	75.2800	0.1463	无数据
9	000333.SZ	美的集团	75.2800	0.1463	无数据	300476.SZ	胜宏科技	85.1600	0.5431	无数据
10	300476.SZ	胜宏科技	85.1600	0.5431	无数据	002594.SZ	比亚迪	372.0000	-6.9977	无数据

**港股资金流入流出前十**

排序	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流入资金 (HKD, 万元)	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流出资金 (HKD, 万元)
1	2432.HK	建行比联八零三B	70.0000	-0.05787349	61432.51	0700.HK	腾讯控股	511.5000	-0.01539942	601638.43
2	2432.HK	越疆	70.0000	-0.05787349	61432.51	9988.HK	阿里巴巴-W	130.7000	-0.03542435	514338.32
3	1024.HK	快手-W	59.3000	-0.05347167	89473.39	1810.HK	小米集团-W	54.7000	-0.03185841	504556.89
4	9868.HK	小鹏汽车-W	83.5000	-0.06074241	93637.08	0981.HK	中芯国际	46.9500	-0.07487685	499587.83
5	1211.HK	比亚迪股份	391.6000	-0.07685054	96407.48	3690.HK	美团-W	167.6000	-0.00297442	203846.50
6	0941.HK	中国移动	83.5500	0.00059880	114799.02	1024.HK	快手-W	59.3000	-0.05347167	157632.04
7	3690.HK	美团-W	167.6000	-0.00297442	198718.46	1211.HK	比亚迪股份	391.6000	-0.07685054	155838.53
8	0981.HK	中芯国际	46.9500	-0.07487685	433450.81	9868.HK	小鹏汽车-W	83.5000	-0.06074241	120329.72
9	9988.HK	阿里巴巴-W	130.7000	-0.03542435	447547.96	0941.HK	中国移动	83.5500	0.00059880	75671.95
10	0700.HK	腾讯控股	511.5000	-0.01539942	477721.95	2432.HK	建行比联八零三B	70.0000	-0.05787349	60011.32
11	1810.HK	小米集团-W	54.7000	-0.03185841	481859.29	2432.HK	越疆	70.0000	-0.05787349	60011.32

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032