

晨会纪要

数据日期: 2025-02-28	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)	3320.89	10611.23	3890.04	11535.80	2937.65	1078.79
涨跌幅度(%)	-1.98	-2.89	-1.96	-2.95	-4.25	-4.21
成交金额(亿元)	7580.54	11089.68	4203.08	3864.60	5309.02	1899.35

晨会主题

【常规内容】

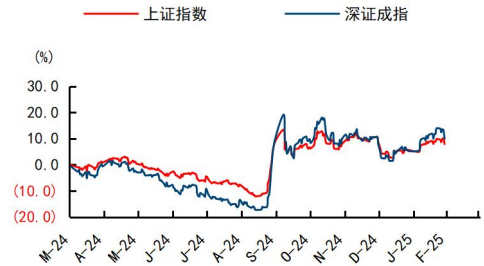
宏观与策略

- 宏观快评: 2月PMI数据解读-“春旺”如期启动
- 宏观周报: 宏观经济宏观周报-消费增长表现持续强于投资
- 宏观周报: 高技术制造业宏观周报-国信周频高技术制造业扩散指数降幅与上周持平
- 固定收益投资策略: 2025年3月转债市场研判及“十强转债”组合
- 固定收益快评: 可交换私募债跟踪-私募EB每周跟踪 (20250224-20250228)
- 固定收益周报: 转债市场周报-安全边际降低但仍有性价比, 关注板块间再平衡
- 固定收益周报: 公募REITs周报(第7期)-市场震荡回调
- 策略专题: AI赋能资产配置(二)-AI重塑ESG投资范式
- 策略专题: 主题投资月度观察(2025年第2期)——DeepSeek 裂变 AI链, 恒科交投火热
- 策略专题: 估值周观察(3月第1期)-行业主题“均值回归”趋势明显

行业与公司

- 房地产行业 2025年3月投资策略暨年报前瞻: 小阳春量升价稳, 建议布局地产板块
- 海外市场专题: 海外债市场研究——日本信用债市场沉浮启示录
- 海外市场专题: 港股市场速览-科技回落, 周期发力
- 海外市场专题: 美股市场速览-短期避险或已充分演绎
- 化工行业月报: 磷化工行业: 2025年2月月度观察-春耕备货提高磷肥需求, 磷酸氢钙价格上涨
- 化工行业月报: 氟化工行业: 2025年2月月度观察-空调排产双位数增长, 制冷剂厂家报价继续上涨
- 建筑建材双周报(2025年第3期): 开复工资金面拖累有所缓解, 国际工程板块迎来密集催化
- 汽车行业专题: 小米汽车专题系列之三——小米 Su7 Ultra 发布, 2小时大定过1万辆
- 骑车行业周报: 人形机器人行业周报(第四期)-北京亦庄发布万台机器人应用计划, 板块回调静待新催化
- 通信行业周报 2025年第10周: DeepSeek 继续推动 AI 降本/开源, 展望2025MWC 展 5G-AxAI 新技术
- 安迪苏(600299.SH) 财报点评: 蛋氨酸量价齐升, 公司归母净利润实现修

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03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	22941.32	-3.27

基金指数 03月03日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3226.00	-0.06
股票基金指数	10298.56	-0.16
混合基金指数	9627.41	0.04

汇率 03月03日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.03	-0.23
美元兑人民币	7.28	-0.03
美元兑港币	7.77	0.01
美元兑日元	150.63	0.55

非流通股解禁 03月03日

名称	解禁数量(万股)	流通股增加%	解禁日期
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
德才股份	2865.13	100.00	2025-01-06
上海凤凰	550.77	100.00	2024-12-23

复

华康股份(605077.SH) 财报点评:2024 年业绩同比下滑, 舟山产能有序释放

英伟达(NVIDIA)(NVDA.O) 海外公司财报点评:业绩与指引稳健, Blackwell 快速量产爬坡

携程集团-S(09961.HK) 财报点评:国际业务提速增长, 拟增加投资蓄力海外长跑

香港交易所(00388.HK) 财报点评:南下资金持续推动交易活跃

中兴通讯(000063.SZ) 财报点评:2024 年营收结构性调整, 继续布局“算力+连接”

金融工程

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 183 期)

金融工程周报:主动量化策略周报-成长风格短期回调, 成长稳健组合年内排名主动股基前 1/4

金融工程周报:港股投资周报-市场短期调整, 港股精选组合年内上涨 6.11%

金融工程周报:多因子选股周报-股息率因子表现出色, 中证 500 增强组合年内超额收益 1.81%

金融工程周报:基金周报-46 只科创综指相关指数产品已申报, 科创 50 等指数定期调整结果公布

金融工程日报:A 股单边下行, AI 硬件、机器人题材领跌

【常规内容】

宏观与策略

◆ 宏观快评:2月PMI数据解读-“春旺”如期启动

结论：总体而言，本月 PMI 数据显示年初宏观数据“空窗期”我国经济总体仍维持去年四季度以来的回升势头。制造业受“春旺”与1月低基数效应带动显著回升，非制造业则在春节后受政府投资带动持续企稳，特别是建筑业与消费性服务业形成对冲。与此同时，短期内，需要持续关注回升向好的可持续性，特别是是否能避免近年出现“二季度陷阱”，以及美国关税对我国外需影响在未来几个月的发酵。

具体来看，2月PMI有以下几点特征：

生产与需求同时修复至荣枯线以上，但需求回升幅度弱于生产，总体看供大于求的格局在一段时间内仍将延续。从相对变化看，“产需差”有所走阔：一方面新订单有所恢复（+1.9pct），另一方面生产显著回升（+2.7pct），“产需差”相应走阔0.8pct至1.4pct。从绝对水平看，节后企业复工带动生产回升至52.5的荣枯线上；而“三大需求”均改善：新订单（+1.9pct至51.1）、新出口订单（+2.2pct至48.6）和现有订单（+0.4至46）同时企稳，但仅有新订单回升至扩张区间。

产成品库存上升，价格指数企稳。库存方面，随着企业加快生产，一方面原材料库存小幅回落（-0.7pct至47），另一方面产成品库存低位回升（+1.8pct至48.3）。与此同时，价格指数连续第二个月修复，但投入品价格涨幅大于产成品，企业利润压力并未改善。购进价格指数有所上升（+1.3pct至50.8），位于荣枯线上，农副食品、黑色、通用设备等行业回升较多；出厂价格回升幅度略小（+1.1pct至48.5），化纤、黑色、非金属、电气机械、通用设备等回升较多。

非制造业PMI边际企稳，韧性主要来自建筑业。服务业PMI小幅走弱至荣枯线（-0.3pct至50），内部结构分化明显，受消费性服务业拖累和生产性服务业拉动。建筑业PMI显著回升，重新回归到荣枯线上方，主要受到政府投资推动。土木工程出现跳升（+17.8pct至65.1）且明显超出近年同期水平，而房屋建筑业（-3.5pct至42.8）、建筑安装装饰及其它建筑业（-7.2pct至56.2）仍在下行。

中观行业表现分化，制造业与非制造业景气行业数量均有所下降。15个制造业行业中9个（60%）位于景气区间，较前月11个（73%）有所回落，电气机械、医药制造、汽车制造等表现相对较好。19个非制造业行业中7个（36.8%）位于景气区间，较上月的12个（63.2%）显著下降，电信网络（网络软件、电信传输）和运输业（航空、铁路、水上）表现相对较好。

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

◆ 宏观周报:宏观经济宏观周报-消费增长表现持续强于投资

消费增长表现持续强于投资。本周国信高频宏观扩散指数A维持负值，指数B继续小幅回落。从分项来看，本周消费和房地产领域景气变化不大，投资领域景气继续回落；本周消费和房地产领域表现相对较优。从季节性比较来看，春节后指数B均会季节性回升，平均每周上升0.17，本周指数B标准化后继续回落，表现逊于历史平均水平，指向受投资偏弱影响，国内以房地产、基建为代表的经济增长动能环比上升势头继续受阻。

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7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、非食品价格均下跌。预计2025年2月CPI食品环比约为-1.0%，非食品环比约为零，CPI整体环比约为-0.2%，2月CPI同比或明显回落至-0.7%。

（2）1月上旬国内流通领域生产资料价格继续下跌，中旬止跌上涨，下旬小幅回落；2月上旬国内流通领域生产资料价格再次小幅上涨，中旬小幅下跌。预计2025年2月国内PPI环比约为0.1%，PPI同比

回升至-2.0%。

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）

◆ 宏观周报:高技术制造业宏观周报-国信周频高技术制造业扩散指数降幅与上周持平

国信周频高技术制造业扩散指数降幅与上周持平。截至 2025 年 2 月 22 日当周，国信周频高技术制造业扩散指数 A 录得-0.4，降幅与上周持平；国信周频高技术制造业扩散指数 B 为 52.2，较上期小幅回落。从分项看，丙烯腈、动态随机存储器价格下降，航空航天、半导体行业景气度下降；六氟磷酸锂、6-氨基青霉烷酸、中关村电子产品价格指数不变，新能源、医药、计算机行业景气度不变。

高技术产业跟踪方面：

高技术制造业高频数据跟踪上，6-氨基青霉烷酸价格 320 元/千克，与上周持平；丙烯腈价格 10500 元/吨，较上周下降 1000 元/吨；动态随机存储器（DRAM）价格 0.7660 美元，较上周下降 0.005 美元；晶圆（Wafer）价格最新一期报 2.43 美元/片，较上周上涨 0.03 美元/片；六氟磷酸锂价格 6.25 万元/吨，与上周持平；中关村电子产品价格指数：液晶显示器最新一期报 91.04，与上周持平。

高技术制造业政策动向上，2 月 21 日，国务院常务会议审议通过《健全新能源汽车动力电池回收利用体系行动方案》。会议指出，当前我国新能源汽车动力电池已进入规模化退役阶段，全面提升动力电池回收利用能力水平尤为重要。

高技术制造业前沿动态上，2 月 26 日，英伟达发布财报显示，该公司 2025 财年第四季度调整后每股收益 0.89 美元，预期 0.84 美元；营收 393 亿美元，预期 382.5 亿美元；净利润 220.91 亿美元，预期 196.11 亿美元。

风险提示：高技术制造业发展和结构调整带来指标失灵；经济政策和产业政策干预；经济增速下滑。

证券分析师： 邵兴宇（S0980523070001）、董德志（S0980513100001）

◆ 固定收益投资策略:2025 年 3 月转债市场研判及“十强转债”组合

产业密集催化支撑权益行情向上，转债安全边际降低但仍有一定性价比，关注板块间再平衡：

二月转债市场行情较佳，指数接近 2021 年高点，主因是产业密集催化下股市表现优异，带动转债平均平价修复至 100 元上方；此外配置力量充裕，转债跟涨正股能力突出溢价率压缩有限；再有数家多次公告不下修的发行人提议下修，提振市场对于偏债型品种最终转股退出的信心，以及其他发行人效仿下修的预期，故对于部分下修可能性较高（股本稀释率低、企业性质为民营、剩余期限少于 3 年等）、即将满足下修条件、溢价率高于 100%的品种给与 115 元甚至更高的乐观定价；

本轮股市向上流畅度超越 2023、2024 年各轮反弹行情，且不同于彼时的快速轮动、期间大幅回撤和产业层面缺乏支持，今年不论云计算、AI 应用、消费电子端侧还是人形机器人都有技术迭代、量产进度带来业绩兑现的希望；随着行情演绎愈发极致，公司业务与人形机器人、IDC 及算力、AI 应用等主线相关性高的个券逐渐满足赎回条件，大部分汽车和电子转债价格超过 130 元，行情已扩散至机器人材料上游（如尼龙、面料）、零部件加工设备制造厂商（刀具）等领域，存在一定泡沫化特征；投资者讨论“高切低”已经 3 周，但非主线板块（如创新药、光伏、涤纶长丝、玻璃等）虽亦有上涨但波动较大并不连贯，但我们认为市场积聚较多板块间再平衡的需要；

从大类资产的角度来看，债市陷入慢熊状态之中未见企稳，“每调买机”经验面临考验，两类资产均打破过往两年经验主义带来的止盈点位和大类资产切换逻辑，最近一周部分转债含量较高的固收+产品近期明显跑输转债指数且净值随债市下跌，或因已止盈权益类资产并增配转债；考虑到两会前权益类资产仍有一定向上空间，利率虽有上行但仍处于绝对低位，转债仍有一定性价比，配置力量或保持充裕；需注意市场平均纯债溢价率已达 29%，债底对转债支撑作用减弱，转债估值平价均由正股表现及预期支撑，资产的安全边际降低；

展望后市，考虑到近期产业催化不断，不论盈利角度还是估值角度都有较大上修/扩张空间，右侧止盈

并保持主线相关持仓暴露或更适合相对收益投资者，绝对收益者仍建议低价为先，布局 2025 年业绩/估值有反转可能性的低位品种；择券建议关注：

红利+科技杠铃组合再平衡，资金效应下高股息标杆长江电力高点回撤 7%股息率重回 3.5%以上，当前位置红利资产攻防皆备；

医药行业机构持仓已至历史最低位，关注集采降费的边际变化，医药及医疗器械 2025 年有望迎来业绩和估值的反转；

智能驾驶、AI 应用及算力、端侧 AI、机器人等市场主线中，优选产业化落地进度更快、业绩有支撑的标的；

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

联系人： 吴越

◆ 固定收益快评：可交换私募债跟踪-私募 EB 每周跟踪（20250224-20250228）

我们定期梳理从公开渠道可获得的最新的可交换私募债（私募 EB）项目情况，对私募可交换债项目做基本要素跟踪，私募发行条款发行过程可能有更改，请以最终募集说明书为准，发行进度请与相关主承销商咨询。

本周新增项目信息如下：（部分项目因合规原因未予列示）

1. 深圳华强集团有限公司 2025 年面向专业投资者非公开发行可交换公司债券项目获交易所受理，拟发行规模为 30 亿元，正股为深圳华强（000062.SZ），主承销商为金圆统一证券，交易所更新日期为 2025 年 2 月 24 日；

风险提示

项目获批进度不及预期，经济增速下滑。

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

联系人： 吴越

◆ 固定收益周报：转债市场周报-安全边际降低但仍有性价比，关注板块间再平衡

上周市场焦点（2 月 24 日-2 月 28 日）

上周转债个券多数下跌，中证转债指数全周-0.89%，价格中位数-1.27%，我们计算的转债平价指数全周-0.82%，全市场转股溢价率与上周相比-0.64%。智尚（灵巧手腱绳材料）、柳工转 2（工程机械）、精装（精装修服务）、科达（算力一体机概念）转债涨幅靠前；远信（拉幅定型机）、神码（云计算&公告强赎）、恒辉（腱绳材料）转债跌幅靠前。

观点及策略（3 月 3 日-3 月 7 日）

产业密集催化支撑权益行情向上，转债安全边际降低但仍有一定性价比，关注板块间再平衡：

二月转债市场行情较佳，指数接近 2021 年高点，主因是产业密集催化下股市表现优异，带动转债平均平价修复至 100 元上方；此外配置力量充裕，转债跟涨正股能力突出溢价率压缩有限；再有数家多次公告不下修的发行人提议下修，提振市场对于偏债型品种最终转股退出的信心，以及其他发行人效仿下修的预期，故对于部分下修可能性较高（股本稀释率低、企业性质为民营、剩余期限少于 3 年等）、即将满足下修条件、溢价率高于 100%的品种给与 115 元甚至更高的乐观定价；

本轮股市向上流畅度超越 2023、2024 年各轮反弹行情，且不同于彼时的快速轮动、期间大幅回撤和产业层面缺乏支持，今年不论云计算、AI 应用、消费电子端侧还是人形机器人都有技术迭代、量产进度带来业绩兑现的希望；随着行情演绎愈发极致，公司业务与人形机器人、IDC 及算力、AI 应用等主线相关性高的个券逐渐满足赎回条件，大部分汽车和电子转债价格超过 130 元，行情已扩散至机器人材料上游（如尼龙、面料）、零部件加工设备制造厂商（刀具）等领域，存在一定泡沫化特征；投资者讨论“高切低”已经 3 周，但非主线板块（如创新药、光伏、涤纶长丝、玻璃等）虽亦有上涨但波动较大并不连贯，但我们认为市场积聚较多板块间再平衡的需要；

从大类资产的角度来看，债市陷入慢熊状态之中未见企稳，“每调买机”经验面临考验，两类资产均打破过往两年经验主义带来的止盈点位和大类资产切换逻辑，最近一周部分转债含量较高的固收+产品近期明显跑输转债指数且净值随债市下跌，或因已止盈权益类资产并增配转债；考虑到两会前权益类资产仍有一定向上空间，利率虽有上行但仍处于绝对低位，转债仍有一定性价比，配置力量或保持充裕；需注意市场平均纯债溢价率已达 29%，债底对转债支撑作用减弱，转债估值平价均由正股表现及预期支撑，资产的安全边际降低；

展望后市，考虑到近期产业催化不断，不论盈利角度还是估值角度都有较大上修/扩张空间，右侧止盈并保持主线相关持仓暴露或更适合相对收益投资者，绝对收益者仍建议低价为先，布局 2025 年业绩/估值有反转可能性的低位品种；

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

◆ 固定收益周报：公募 REITs 周报（第 7 期）-市场震荡回调

主要结论：本周中证 REITs 指数周跌幅为 2.9%，总市值为今年春节来首次减少。各板块普遍回调，保障房和生态环保类表现相对稳健。

中证 REITs 指数周跌幅为 2.9%。中证 REITs(收盘)指数收盘价为 839.97 点，整周(2025/2/24-2025/2/28)跌幅为 2.9%，为今年春节来首次收跌，表现略弱于沪深 300 指数（-2.2%）和中证全债指数（-0.3%）。近一年来中证 REITs 指数回报率为 5.67%，波动率为 7.85%，回报率跑输股债指数，波动率介于股债指数之间。截至 2025 年 2 月 28 日，REITs 总市值在 2 月 28 日为 1783 亿元，较上周减少 23 亿元；周换手率为 2.27%，较前一周增加 0.03%。

市政设施类、仓储物流类、园区基础设施类 REITs 领跌。截至 2025 年 2 月 28 日，从不同项目属性 REITs 来看，产权类 REITs 周涨跌幅为-3.21%，特许经营权类 REITs 周涨跌幅为-2.83%；从不同项目类型 REITs 来看，所有的项目跌幅均超过 1%。其中跌幅最大的三个项目类型分别为市政设施类（-4.8%）、仓储物流类（-4.3%）和园区基础设施类（-3.8%）。分具体标的来看，本周涨幅排名前三的三只 REITs 分别为华夏北京保障房 REIT（+1.03%）、嘉实中国电建清洁能源 REIT（+0.29%）、鹏华深圳能源 REIT（+0.14%）。

市政设施类 REITs 本周交易最活跃，交通基础设施类 REITs 成交额占比最高。前者区间日均换手率为 3.2%，成交额占 REITs 总成交额 2.2%；后者区间日均换手率为 1.0%，成交额占 REITs 总成交额 26.4%。从上周不同 REITs 产品资金流向来看，主力净流入额最高分别为汇添富九州通医药 REIT（2656 万元）、华夏金隅智造工场 REIT（801 万元）、嘉实京东仓储基础设施 REIT（781 万元）。

证监会网站发布三条涉及公募 REITs 两会提案的答复函。证监会表示将进一步深入研究 REITs 的法律依据、交易安排、管理架构、监督管理及其他配套机制，借鉴境内外实践经验，加快推动相关立法工作。此外，证监会表示将与香港方面保持密切沟通合作，加快推动 REITs 互联互通尽早平稳落地。这意味着我国公募 REITs 市场环境进一步优化，REITs 市场扩容可期，未来 REITs 将更好发挥盘活固定资产、拓宽投资渠道、推动经济发展、助力资本市场高水平双向开放的重要作用。

首单医药仓储物流 REITs 和首单城市更新项目 REITs 在上交所上市，二级市场表现强劲。首单医药仓储物流 REITs——汇添富九州通医药 REIT 最终募集份额 4 亿份，募集资金总额 11.58 亿元。开盘后当天最终收涨 28.22%。首单城市更新项目——华夏金隅智造工场 REIT 在上市首日开盘即封盘，全天涨幅高达 30%。

风险提示：公开资料数据滞后，二级市场价格波动风险，基础设施项目运营风险，税收等政策调整风险，流动性风险等。

证券分析师：戴丹苗（S0980520040003）、赵婧（S0980513080004）、董德志（S0980513100001）

◆ 策略专题：AI 赋能资产配置（二）-AI 重塑 ESG 投资范式

AI 技术显著提升了 ESG 数据收集与评分的效率及精准度。人工智能（AI）技术的快速发展，正通过数据

整合、策略优化和治理透明化等，重构 ESG 投资范式，为可持续金融注入新动能。传统 ESG 数据存在来源分散、非结构化、更新滞后等痛点，而 AI 通过自然语言处理（NLP）、计算机视觉（CV）和智能文档处理（IDP）等技术，实现了从年报、新闻、社交媒体等多源数据中自动化提取结构化信息。例如，Altilia 智能自动化（AIA）平台利用混合 AI 范式，结合深度学习与持续学习，将非结构化文本转化为可分析的 ESG 指标。同时通过物联网（IoT）、区块链等技术，可以增强数据的实时性与可信度，为动态化、跨区域的 ESG 评分提供了技术基础。

AI 通过情感分析、负向筛选和动态组合管理，优化了 ESG 投资策略。基于 FinBERT 等金融领域专用模型，AI 可分析消费者情感与市场动态，预测企业 ESG 表现，准确率高达 91.76%。同时，NLP 技术快速识别 ESG 争议企业，结合行业特性提升筛选效率。在投资组合管理中，AI 通过实时数据分析、多目标优化和情景模拟，动态调整资产配置，平衡财务回报与 ESG 目标。

AI 技术通过自动化报告与利益相关者互动，强化了 ESG 治理的透明度与问责。借助 NLP 和自动化工具，AI 从海量非结构化数据中提取关键 ESG 指标，生成实时报告并监测公众情绪。聊天机器人与可解释 AI 技术不仅简化了信息披露流程，还增强了模型决策的可追溯性。此外，AI 风险评估工具可识别合规异常与潜在 ESG 风险，推动企业采取更负责任的行为，为投资者提供可信的决策支持。

AI 与 ESG 的深度融合，正在重塑可持续投资的评估框架与执行路径。尽管存在数据偏见、算法透明度等挑战，AI 技术通过高效数据处理、策略创新和治理赋能，为投资者提供了兼顾财务回报与社会价值的解决方案。未来，随着技术迭代与跨领域协作的深化，AI 将加速推动 ESG 投资从理论到实践的规模化落地，助力全球可持续金融目标的实现。

风险提示：历史复盘对未来指引有限，资本市场政策出现调整，技术算法存在模型偏差，文中个股仅作数据梳理，不构成投资推荐意见。

证券分析师：王开（S0980521030001）

◆ 策略专题：主题投资月度观察（2025 年第 2 期）——DeepSeek 裂变 AI 链，恒科交投火热

n 海外科技映射：（1）苹果 AI 中文版落地在即，产业链迎黄金机遇：苹果 AI 中文版的推出标志着其全球化战略的重要一步，通过与阿里云通义大模型的深度合作，苹果不仅解决了本地化 AI 服务的核心难题，更借助阿里在数据、算力及商业化落地方面的优势，构建了完整的 AI 生态闭环。（2）思科与英伟达深化合作，跨平台 AI 网络架构赋能企业智能化升级：思科（Cisco）与英伟达（NVIDIA）于 2025 年 2 月宣布深化战略合作，推出基于统一架构的 AI 网络解决方案。（3）礼来降价 Zepbound：仿制药行业发生重大变革。（4）SaaS 行业复苏加速，Salesforce 以 AI 驱动创新引领增长：Salesforce 通过技术协同与生态扩张持续巩固优势。一方面，与谷歌达成价值 25 亿美元的云服务协议；另一方面，依托 Data Cloud 数据云整合内外部数据（超 300PB），结合推理引擎 Atlas 与行业场景壁垒，构建了从客户洞察到自动化决策的全链路闭环。

n 国内热门主题：（1）DeepSeek 开源周-未来已来：DeepSeek 正式开放其核心技术与资源，加速了全球 AI 开发者和企业对先进模型的访问与应用。（2）DeepSeek 重塑全球 AI 生态，国内新质生产力发展迎来突破：DeepSeek 提振人们对中国 AI 领域短期资本开支的信心，长期来看，AI 推理成本下降有利于提高社会的全要素生产率。（3）腾讯生态拥抱 DeepSeek：AI 搜索落地加速：腾讯通过微信搜一搜与腾讯元宝的双平台布局，构建了从 C 端到 B 端的完整 AI 生态闭环。（4）腾讯推出 AI 知识管理新范式 ima：重构个人与团队知识生产力。（5）《哪吒 2》票房国内登顶：AI+云计算重塑国漫（6）特斯拉 FSD 布局国内，小鹏掀起“智驾平权”。（7）固态电池迎来技术奇点：固态电池 2025 年迎来关键节点，硫化物技术路线已逐渐成为全球共识，国内头部企业如比亚迪、广汽、长安等相继公布量产计划。

n 国内政策关注：（1）民营经济座谈会释放多重利好，支持民营企业高质量发展，政府承诺继续推进简政放权，降低制度性交易成本，简化行政审批流程，营造更加公平透明的营商环境。（2）600 亿国家人工智能产业投资基金成立。通过“硬科技投资+产业链协同”双轮驱动策略，重点构建从底层算力（智能芯片/HBM 存储）、核心算法到终端应用（机器人/自动驾驶）的完整生态闭环。（3）商务部：

全国版外资准入负面清单限制措施已缩减至 29 条。商务部致力于消除内外贸企业在标准、认证、检验检疫等方面的差异，确保内外贸企业同一规则下公平竞争，推动内外贸一体化发展。

风险提示：(1) 人工智能技术发展前景出现波动；(2) 产业政策落地节奏不确定性；(3) 文中所提及的上市公司仅做客观事件汇总，不涉及主观投资建议

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

◆ 策略专题：估值周观察（3 月第 1 期）-行业主题“均值回归”趋势明显

近一周（2025. 2. 24-2025. 2. 28）全球市场指数多数下跌，主要国家宽基指数估值整体收缩。纳斯达克指数、纳斯达克 100、德国 DAX 指数估值收缩幅度较大，PE 分别较 2025 年 2 月 21 日收缩 1.59x、1.75x、2.63x。分位数方面，韩国整体估值分位数较低，指数估值分位数水平较 2025 年 2 月 21 日有所收缩，日本、印度核心宽基 PE、PB、PS 分位数分化较大。

A 股核心宽基估值有所收缩，中盘价值估值小幅扩张。近一周（2025. 2. 24-2025. 2. 28），A 股核心宽基估值有所收缩。规模上来看，国证 2000、中证 1000、中证 500 PE、PB、PS 和 PCF 收缩幅度相对较大，其中 PE 收缩幅度分别达 1.00x、0.92x、0.79x。风格上来看，小盘指数估值明显收缩，中盘价值估值小幅扩张。相对水位方面，A 股主要宽基指数 PE、PB、PS 位于近三年 80%分位数左右，PCF 位于近三年 30%-45%分位数。中盘价值中短期分位数水平占优，其中 PB、PS、PCF 滚动一年分位数水平分别为 2.27%、5.99%、10.74%。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 70%以上。

一级行业方面，TMT 行业估值明显收缩。本周一级行业股价多数下跌，TMT 行业跌幅较大，其中，通信行业跌幅超过 9%；房地产、食品饮料、纺织服饰行业有所上涨，涨幅分别为 2.22%、1.77%、0.86%。估值方面，一级行业估值分化，TMT 行业估值明显收缩，计算机行业 PE 收缩幅度达 7.1x；建筑材料、钢铁行业估值提升，当前 PE 分别为 24.13x、27.24x。

必选消费及低协方差稳定红利行业估值性价比略占优。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 8.6%，五年分位数四项均值仅为 11.22%；下游可选板块估值一年分位水平整体优于必选板块；上游资源 PB 三年和五年分位数水平均低于 PE；整体来看，TMT 相关行业估值分位数处于历史高位，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 5%分位数以下。

新兴产业相关方向中，机器人概念估值明显收缩、前期超跌品种估值“均值回归”式扩张。新兴产业各板块股价多数下跌，云计算、IDC 板块跌幅相对较大，其中云计算跌幅最大，达 9.48%。新兴产业估值整体收缩，集成电路、IDC 和云计算本周估值扩张幅度较大，PE 收缩幅度分别为 8.12x、7.49x、8.27x。热门概念中，热门概念中，宇树机器人指数 PE 收缩 10.26x，前期下跌较多的新能源和酒类，近一周相对中小成长风格有超额，新能源精选、酒类主题估值分别扩张 4.88x、0.33x

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）

行业与公司

◆ 房地产行业 2025 年 3 月投资策略暨年报前瞻：小阳春量升价稳，建议布局地产板块

行业：小阳春量升价稳。从日频跟踪来看，30 城新建商品房成交量在春节后偏弱但高于 2024 年同期。截至目前，30 城新建商品房当年累计成交 1059 万 m^2 ，同比+1%；其中，北京、上海、广州、深圳新建商品房成交面积累计同比分别为-40%、+19%、+51%、+116%；一线城市、二线城市、三线城市新建商品房成交面积累计同比分别为+14%、-11%、+18%。

18 城二手住宅成交量持续高增。截至目前，18 城二手住宅当年累计成交 10.3 万套，同比+31%；其中，

北京、深圳、成都、杭州二手住宅当年成交套数累计同比分别为+29%、+72%、+37%、+37%；一线城市、二线城市、三线城市二手住宅当年成交套数累计同比分别为+39%、+27%、+29%。

从价格方面看，截至目前一线、强二线、弱二线、三线城市的二手房价格月环比分别为-0.2%、-0.7%、-0.7%、-0.6%，保持正常波动区间。从城市活跃度来看，一线、强二线、弱二线、三线活跃度均已到达去年9月水平。

年报前瞻：74%房企出现亏损。截至目前，地产板块共有73家上市公司发布了2024年报的业绩预告或业绩快报，其中共57家房企出现亏损，占比74%，近半数房企出现续亏。预增、扭亏、预减、首亏、续亏的房企分别为1、3、15、23、32家，分别占比1%、4%、20%、31%、43%。

板块：本月跑赢沪深300指数1.7个百分点。自上期策略报告发布至今，房地产板块上涨5.3%，跑赢沪深300指数1.7个百分点，在31个行业中排11名。根据Wind一致预期，按最新收盘日计，板块2025年动态PE为26.1倍。

投资策略：春节以来，小阳春成色十足，重点城市二手房成交量和活跃度回到去年四季度高点，价格保持区间窄幅波动，同比优于去年同期。在基本面趋稳的背景下，存量土储回购、城中村改造等去库存政策也在稳步推进。当前我们看好地产板块，个股端，3月推荐绿城中国、我爱我家、贝壳-W。

风险提示：政策落地效果不及预期、行业基本面超预期下行、房企信用风险事件超预期冲击。

证券分析师：任鹤（S0980520040006）、王粤雷（S0980520030001）、王静（S0980522100002）

◆ 海外市场专题：海外债市场研究——日本信用债市场沉浮启示录

90年代日本泡沫经济破灭以来，伴随日本债券利率的不断下行和经济发展的停滞，日本信用债市场规模持续收缩。截至23财年末日本信用债市场规模仅为104万亿日元，约占日本债券市场的6.8%。主要原因包括：（1）长期低利率环境导致企业更倾向于银行贷款而非发行债券；（2）银行体系稳健，能提供充足的贷款支持；（3）企业内部资金充足，减少了对外部债务融资的依赖（4）资本市场结构变化与投资者需求降低。

日本信用债市场的头部发行人主要集中在金融行业，同时电力和高速道路等基础设施行业也在非金融领域中扮演重要角色。评级方面大多数信用债评级在A-及以上，中位评级为AA-。持有人结构较为多元化，但集中度也较高，主要为养老金、公司类型投资者和保险机构。

低利率时代日企融资途径趋于多样化。随着信用债市场规模萎缩，日本企业逐渐转向银行贷款、公开市场股权融资、发行可转债和海外债券等途径融资。

日本本土资管机构对国内信用债投资的投资偏好较低，出海投资是主要替代路线。主要原因包括：（1）信用债收益率较低，且风险溢价不够。（2）资管机构风险偏好较低，即使投公司债也主要仅限于高评级债券。（3）一级市场新发行供应不足（4）二级市场流动性较差，年成交额不足1000亿美元，年换手率仅为10%左右。（5）日本没有外汇管制，投资海外股票、债券类资产可以提供更好的风险调整后回报。

对我国信用债市场发展的启示：日本信用债市场的发展现状为中国债券投资市场提供了多方面的启示，包括在低利率环境下推动信用债市场改革、促进企业融资多元化、提高固收基金行业的集中度与核心竞争力、优化投资者结构以增强市场流动性、强化信用评级体系的重要性、关注信用债市场与宏观经济环境的联动性，以及合理配置国内外投资以平衡风险收益。这些经验有助于中国债券市场的健康发展和创新。

证券分析师：王学恒（S0980514030002）、徐桢霆（S0980522060001）

◆ 海外市场专题：港股市场速览-科技回落，周期发力

股价表现：科技回落，周期发力

本周，恒指跌2.3%，恒生综指跌2.6%。风格上，大盘（恒生大型股-2.5%）>中盘（恒生中型股-2.7%）>小盘（恒生小型股-3.9%）。

概念指数多数上涨，表现居前的有：恒生公用事业（+1.3%）、恒生香港35（+0.7%）、恒生金融（+0.6%）；

表现较弱的有：恒生互联网（-8.4%）、恒生科技（-5%）、恒生医疗保健（-3.6%）。

港股通行业中，11 个行业上涨，18 个行业下跌，1 个基本持平。上涨幅度居前的行业为：钢铁（+11.7%）、房地产（+4.7%）、食品饮料（+3.2%）、建材（+2.4%）、煤炭（+2%）；下跌幅度居前的行业为：计算机（-13%）、商贸零售（-7.6%）、传媒（-7.4%）、综合（-7.2%）、有色金属（-6%）。

资金强度：资金流出科技，流入地产消费

本周，资金快速流出，港股通总体日均资金强度（日均涨跌 × 日均成交量）为-21.8 亿港元/日，上周为+31.7 亿港元/日，近 4 周平均为+15.5 亿港元/日；近 13 周为+4.6 亿港元/日。

分行业看，13 个行业资金流入，17 个行业资金流出。资金流入量较大的行业有：房地产（+1 亿港元/日）、消费者服务（+0.4 亿港元/日）、食品饮料（+0.2 亿港元/日）；资金流出量较大的行业有：传媒（-7.3 亿港元/日）、计算机（-4.9 亿港元/日）、商贸零售（-4.4 亿港元/日）、电子（-2.2 亿港元/日）、通信（-1.9 亿港元/日）。

盈利预测：EPS 上修暂时陷入停滞

本周，港股通总体法 EPS 较上周持平，上周提升 0.5%。

结构上，14 个行业 EPS 预期上修，12 个行业 EPS 预期下修，3 个基本持平。上修的行业主要有：钢铁（+34.7%）、计算机（+1.4%）、医药（+1.1%）、汽车（+1%）、商贸零售（+0.9%）；下修的行业主要有：电子（-0.8%）、电力及公用事业（-0.7%）、食品饮料（-0.6%）、轻工制造（-0.5%）、通信（-0.4%）。

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-短期避险或已充分演绎

价格走势：避险持续演绎，价值风格较优

本周，美股快速下行但初现回升态势，标普 500 跌 1%。

风格：大盘价值（罗素 1000 价值+0.8%）>小盘价值（罗素 2000 价值-0.7%）>小盘成长（罗素 2000 成长-2.2%）>大盘成长（罗素 1000 成长-2.6%）。

16 个行业上涨，8 个行业下跌。强势行业：保险（+5.8%）、综合金融（+2.6%）、制药生物科技和生命科学（+2.5%）、房地产（+2.2%）、食品与主要用品零售（+2.2%）；弱势行业：汽车与汽车零部件（-11.3%）、半导体产品与设备（-7.2%）、媒体与娱乐（-3%）、软件与服务（-2.4%）、技术硬件与设备（-1.8%）。

资金流向：资金大幅流出科技板块

本周，美股资金大幅流出。标普 500 成分股本周估算资金流为-155.3 亿美元，上周为+63.8 亿美元，近 4 周为-201.2 亿美元，近 13 周为-324.5 亿美元。

14 个行业资金流入，10 个行业资金流出。流入行业：综合金融（+6.1 亿美元）、保险（+4 亿美元）、制药生物科技和生命科学（+4 亿美元）、资本品（+3.9 亿美元）、食品与主要用品零售（+1.9 亿美元）；流出行业：半导体产品与设备（-58.2 亿美元）、汽车与汽车零部件（-50 亿美元）、软件与服务（-30.1 亿美元）、技术硬件与设备（-27.1 亿美元）、公用事业（-8.7 亿美元）。

盈利预测：盈利预测平稳上升

本周，标普 500 成分股动态 F12M EPS 预期较上周上升 0.3%，上周上升 0.1%。

18 个行业盈利预期上升，3 个下降，3 个行业盈利预期基本不变。上修幅度领先的行业有：半导体产品与设备（+1.4%）、材料（+0.4%）、综合金融（+0.4%）、保险（+0.4%）、运输（+0.4%）；业绩下修的行业有：房地产（-0.9%）、公用事业（-0.9%）、零售业（-0.3%）。

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）

◆ 化工行业月报:磷化工行业：2025 年 2 月月度观察-春耕备货提高磷肥需求，磷酸氢钙价格上涨

2025 年 2 月 SW 磷肥与磷化工指数跑输 SW 基础化工指数、沪深 300 指数。截至 2025 年 2 月 28 日，SW 磷肥与磷化工指数收于 1531.31 点，较 1 月 27 日的 1594.62 点下跌-3.97%；同期 SW 基础化工指数由 3261.94 点上涨至 3370.21 点，涨幅 3.32%；沪深 300 指数由 3817.08 点涨至 3890.05 点，涨幅 1.91%；2 月 SW 磷肥与磷化工指数跑输 SW 基础化工指数 7.29 pcts，跑输沪深 300 指数 5.88 pcts。

磷酸一铵与磷酸钙盐价格上涨。2 月份磷化工相关产品中磷酸一铵和磷酸氢钙涨幅居前，较上月涨幅分别为 9.74%、7.35%；磷矿石与磷酸二铵价格与上月持平；2 月价格跌幅最大的磷化工产品为六氟磷酸锂，较上月跌幅-4.80%。与 2024 年同期相比，磷酸氢钙与磷酸一二钙这两个磷酸钙盐产品价格涨幅分别为 23.43%、23.16%，领涨磷化工相关产品。2024 年国内磷酸氢钙产量及表观消费量双降，主要是因为磷矿石价格维持高位，外采磷矿石生产磷酸氢钙企业成本承压而降低产量，同时下游养殖业受肉类价格下降对磷酸氢钙的需求量也在下降，而自有磷矿的磷酸氢钙企业保持了较高的开工率水平，利润率较为可观。

冬储春耕市场稳步推进，磷肥刚需逐步释放。随着春耕市场的临近，2 月一铵价格上涨，二铵价格平稳运行，产销逐渐恢复。据百川盈孚，截至 2 月 27 日，国内磷酸一铵参考价格 3279 元/吨，同比+7.51%，环比+9.74%；一铵价差约 635.15 元/吨，同比-21.94%，环比上月+24.14%。国内磷酸二铵参考价格 3306 元/吨，同比-9.87%，环比上月持平；二铵价差约 354.44 元/吨，同比-68.52%，环比上月-34.83%。成本方面，受硫磺及合成氨涨价影响，2 月份一铵和二铵生产成本有所提升，一铵价格顺势调涨，价差有所修复；而二铵价格在 1 月响应保供稳价政策调降后企稳，2 月价差继续被压缩。开工率方面，据百川盈孚，预计 2 月（2.1-2.28）磷酸一铵产量约 73.75 万吨，较上月同期增加 8.18 万吨，增幅 12.48%；月均开工 45.94%，较 1 月同期增幅 4.69%；2 月多数企业二铵装置正常运行，保证冬储春耕市场供应。

投资建议：磷化工以磷矿石为起点，当前下游以农化制品为主，具有刚需属性，近几年来随着含磷新能源材料等新应用领域不断扩展，而国内磷矿石因多年无序开采面临品位下降问题，新增产能及进口磷矿石短期内难以放量，磷矿石的资源稀缺属性日益凸显；另一方面，国内磷化工企业近些年相继攻克电子级磷酸、黑磷等高端磷化工产品生产工艺，磷化工行业正坚持“富矿精开”，向精细化、绿色化和高端化转型升级。我们重点推荐磷矿储量丰富的磷化工全产业链龙头【云天化】、【兴发集团】，建议关注磷矿石自给率提升的【湖北宜化】、【云图控股】。

风险提示：安全生产和环境保护风险；磷化工产品需求不及预期的风险；产能扩张导致的市场风险；原材料价格波动的风险等。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）

联系人： 王新航

◆ 化工行业月报:氟化工行业：2025 年 2 月月度观察-空调排产双位数增长，制冷剂厂家报价继续上涨

2 月氟化工行情回顾：截至 2 月末（2 月 27 日），上证综指收于 3388.06 点，较 1 月末（1 月 27 日）上涨 4.22%；沪深 300 指数报 3968.12 点，较 1 月末上涨 3.96%；申万化工指数报 3423.51，较 1 月末上涨 4.95%；氟化工指数报 1321.28 点，较 1 月末上涨 2.95%。2 月氟化工行业指数跑输申万化工指数 2pct，跑输沪深 300 指数 1.01pct，跑输上证综指 1.27pct。据我们编制的国信化工价格指数，截至 2025 年 2 月 27 日，国信化工氟化工价格指数、国信化工制冷剂价格指数分别报 1175.21、1651.66 点，分别较 1 月底+2.47%、+3.50%。

2 月主流制冷剂厂家报价继续上涨，内贸价格方面，根据百川盈孚浙江主流大厂报价，本月 R22 报价 36500 元/吨，+1000 元/吨；R134a 报价 45000 元/吨，+500 元/吨；R125 报价 44500 元/吨，+1000 元/吨；R32 报价 45000 元/吨，+1500 元/吨；R410a 维持 44500 元/吨；R152a 报价 26000 元/吨，+1500 元/吨；R142b 维持报价 25000 元/吨；R143a 报价 44000-44500 元/吨。

制冷剂外贸市场方面，近期因去库影响出口需求，外贸相对国内流通市场率先启动，短期出现内外价差倒转现场，企业端针对 R32、R134a、R410a、R125 等品种内外贸报价协同一致，R22 外贸报价则仍低于内贸。根据卓创资讯最新报价，R22 外贸维持报价 33000 元/吨；R134a 外贸报价 45000 元/吨，+500 元/吨；R125 报价 44500 元/吨，+1000 元/吨；R32 外贸报价 45000 元/吨，+1500 元/吨；主流制冷剂品种逐渐实现内外贸同价。

2025 年制冷剂配额核发，看好产品长期景气度延续。2024 年 12 月 16 日，生态环境部发布《关于 2025 年度消耗臭氧层物质和氢氟碳化物生产、使用和进口配额核发情况的公示》，生态环境部受理了 48 家企业提交的 2025 年度二代制冷剂生产、使用配额申请，受理了 67 家企业提交的 2025 年度三代制冷剂生产、进口配额申请，并对最终各企业生产、进口二代、三代制冷剂配额进行了公示。其中 HCFCs 落实年度履约淘汰任务，生产量削减了 4.99 万吨，减幅 23.37%；三代制冷剂生产和使用总量控制目标保持在基线值，维持了 2024 年的生产配额总量为 18.53 亿吨 CO₂、内用生产配额总量为 8.95 亿吨 CO₂、进口配额总量为 0.1 亿吨 CO₂，在具体细分品类上，根据 2024 年的供需情况，R32、R125、R143a 相比 2024 年配额有所增加，R134a 相比 2024 年有所减少。我们认为，制冷剂配额政策的严肃性将持续，在供给端长期强约束的背景下，我们持续看好制冷剂产品长期景气度的延续。

2025 年国补政策延续，高基数下空调排产持续增长。2025 年一季度空调内销排产数据持续上涨，其中 1-2 月让步出口被动减量，3 月逐步起量，除季节性备货因素影响，两新政策推动也有较大促进。此外由于去年国补在淡季开始全面推出，而今年国补惠及全年，预计将有部分去年未被激发的需求在二季度旺季起被催化。出口方面，开年后出口备货需求逐渐走弱；去年底以来，受美国提关税消息影响，出口备货订单需求前置。此外，新兴市场空调装机率低，预计在全球变暖和经济复苏的催化下，需求增长明显。根据国家统计局数据显示，2025 年 12 月中国空调产量 2369 万台，同比上涨 10.06%；1-12 月累计产量 23187 万台，同比增长 8.12%。据产业在线家用空调内销排产报告显示，2025 年 3 月家用空调内销排产 1376 万台，同比+11.4%；4 月排产 1387 万台，同比+12.8%；5 月排产 1457 万台，同比+17.0%。出口排产方面，2025 年 3 月家用空调出口排产 1100 万台，同比+9.2%；4 月出口排产 1040 万台，同比+5.7%；5 月出口排产 973 万台，同比+7.2%。

本月氟化工要闻：巨化股份拟增资甘肃巨化，布局投资高性能氟氯新材料一体化项目；中化蓝天旗下中昊晨光开发的氟橡胶入围《2024 年度专利密集型产品名单》；东岳集团改造新建 1.1 万吨 R32 产能；法国将在 2026 年禁止在化妆品和服装鞋帽中使用 PFAS。

投资建议：2025 年制冷剂配额核发情况公示，二代制冷剂履约加速削减，三代制冷剂 R32 同比增发 4.0 万吨，R22、R32 等品种行业集中度高；需求端受国补政策刺激、欧美补库、东南亚等新兴区域需求增长等因素影响，海内外空调生产、排产大幅提升。二代制冷剂 R22 等品种在供给快速收缩、空调维修市场的支撑下，预计 2025 年将出现供需缺口；三代制冷剂 R32 供给虽同比小幅提升，但 2024 年库存消耗殆尽，需求端也呈现快速增长，预计 2025 年将保持供需紧平衡。我们认为，制冷剂配额约束收紧为长期趋势方向，在此背景下，我们看好 R22、R32 等二代、三代制冷剂景气度将延续，价格长期仍有较大上行空间；对应二代、三代制冷剂配额龙头企业有望保持长期高盈利水平。建议关注产业链完整、基础设施配套齐全、制冷剂配额领先以及工艺技术先进的氟化工龙头企业及上游资源龙头。相关标的：巨化股份、三美股份等公司。

风险提示：氟化工产品需求不及预期；政策风险（氟制冷剂环保政策趋严、升级换代进程加快、配额发放政策变更等）；全球贸易摩擦及出口受阻；地产周期景气度低迷；各公司项目投产进度不及预期；原材料价格上涨；化工安全生产风险等。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、张歆钰（S0980524080004）

◆ 建筑建材双周报（2025 年第 3 期）：开复工资金面拖累有所缓解，国际工程板块迎来密集催化

节后开复工偏弱，资金面拖累有所缓解。据百年建筑调研，节后 3 期开复工率分别为 7.4%/23.5%/47.7%，农历同比-5.6/-16.4/-13.6pp，劳务上工率分别为 11.8%/27.5%/49.7%，农历同比-3.7/-10.6/-7.8pp，资金到位率分别为 19.6%/35.0%/43.6%，农历同比-8.1/-6.6/-1.1pp。当前节后开工进度整体慢于去年

农历同期，开工进度仍受资金不足的拖累。劳务上工率略高于开复工率，反映实际开复工的数据真实性相对可靠，资金到位率同比降幅持续收窄，反映整体项目资金面有所缓解。

俄乌冲突有望年内结束，国际工程板块迎来密集催化。当前俄乌前线局势焦灼，俄乌美三方均表示出强烈的和谈意愿，根据英国《每日邮报》报道，特朗普计划在今年俄罗斯的“卫国战争胜利日”（5月9日）实现俄乌冲突的彻底停火。从和谈到停战再到重建是最简单直接的受益逻辑，中国建企拥有全球领先的快速建造能力和丰富的跨国工程实施经验，完美匹配战后重建需求，过去一期国际工程板块整体上涨8.9%。

重点板块数据跟踪：需求总体偏弱，多地水泥价格陆续推涨

水泥：过去一周全国水泥市场价格环比继续走弱，跌幅为1.4%。价格回落区域主要有浙江、山东、河南、湖北和云南地区，幅度20-30元/吨；价格推涨区域有江苏苏锡常、上海、浙江杭嘉湖、福建、贵州和重庆地区，幅度10-60元/吨不等。2月下旬，国内水泥市场需求量环比继续提升，全国重点地区水泥企业平均出货率约为22%，环比上周提升约11个百分点，同比下滑约6个百分点；2）玻璃：玻璃刚需缓慢恢复，价格略有松动。上周国内浮法玻璃均价1395.49元/吨，较节前一周均价（1396.03元/吨）下跌0.54元/吨，跌幅0.04%，由节前的上涨转为微跌。浮法玻璃价格大稳小动，局部价格松动，成交持续一般。周内下游加工厂基本复工，但订单不济，开工率偏低，目前主流开工在30%-80%之间。终端工程开工情况一般，仍有部分尚未开工，加工厂结转订单发货偏缓，新订单偏少。因此加工厂暂以偏低位原片库存操作为主，周内部分浮法厂预付款提货减少，产销率环比下降，整体库存增幅扩大；3）玻纤：截至2月20日，国内2400tex无碱缠绕直接纱市场主流成交价维持3600-3700元/吨不等，全国企业报价均价在3759.67元/吨，主流含税送到，较上一周均价（3730.00元/吨）上涨0.80%，同比上涨22.11%，较上周同比涨幅扩大0.96个百分点；电子纱市场：上周电子纱市场价格大致走稳，各厂家报价以前期价格为主，但局部厂家成交存小幅灵活政策，主因前期签单价格略低。周内电子纱G75主流报价8300-8500元/吨不等，较节前一周均价基本持平；7628电子布报价暂稳，但局部成交存小幅灵活空间，当前报价维持3.5-4.2元/米不等，成交按量可谈。。

投资建议：

建材方面，目前建材板块仍处于底部区间，短期开复工整体偏缓，关注后续财政发力和地产政策效果，逢低择优布局经营韧性更强的消费建材龙头，推荐三棵树、北新建材、兔宝宝、伟星新材、东方雨虹，关注坚朗五金、科顺股份；同时关注水泥错峰及春季提价，推荐盈利同比改善的水泥龙头海螺水泥、华新水泥，关注塔牌集团等，以及玻璃玻纤龙头底部配置机会，推荐中国巨石、中材科技、旗滨集团。

建筑方面，当前国内有效需求不足，居民和企业加杠杆意愿低迷，呼唤政府部门加大投资创造增量需求。而地方财政风险尚未化解，专项债等地方加杠杆工具面临“缺项目”的窘境，预计中央财政将成为新一轮增量投资的主导力量。国家重大战略工程投资规模大，能够有效提振中低收入者信心，创造增量需求，同时对国家层面的发展与安全具有重大意义，当前具备较强的必要性和可行性，预计将成为未来的重点投资领域，建议聚焦国家安全能力建设相关基础设施领域，关注铁路、水电、核电、港口等重大基础设施建设的投资机遇。重点推荐资产质量提升、现金流改善、牵头重大工程建设的低估值建筑央企中国铁建、中国交建、中国中铁、中国建筑、中国中冶，推荐有望参与核电、水电等重大工程建设的中岩大地，推荐经营稳健、受益于板块估值提升的鸿路钢构、亚翔集成、中材国际、中国化学、中国海诚、太极实业。

风险提示：政策落地低于预期；成本上涨超预期；供给超预期；财政发力不及预期；重大工程项目审批落地不及预期。

证券分析师：任鹤（S0980520040006）、陈颖（S0980518090002）、朱家琪（S0980524010001）

◆ 汽车行业专题：小米汽车专题系列之三——小米 Su7 Ultra 发布，2 小时大定过 1 万辆

事件：小米汽车 Su7 Ultra 正式上市，大定 2 小时过 1 万辆。2025 年 2 月 27 日晚，小米汽车新豪华车型 Su7 Ultra 正式发布。Su7 Ultra 标准版 52.99 万，首销期送 9 万元权益；选装竞速套装 10 万元；纽北限量款 81.49 万元。相比于预售价格超 80 万元，正式发布的标准版价格远低于预售价。Su7 Ultra 发布会后两个小时，大定突破 1 万辆。

发布会总结了小米汽车 2024 年成绩并更新了智能化进展。2024 年小米 Su7 锁单达到了 24.8 万辆，交付达到了 13.5 万辆，并且获得多项业内奖项。2025 年研发费用预计投入 300 亿元，其中四分之一将用于 AI 领域研发。小米汽车端到端全场景智能驾驶系统 XIAOMI HAD 现已开启全量推送；3 月，小米将推出“漫游寻位泊车”、“极窄库位泊出”两大功能。小米在端到端全场景智能驾驶方面已经储备了大量的资源，高机动算力储备达到 11.45EFLOPS，优质场景片段积累超 1000 万 Clips。

小米汽车的成功由多重因素推动。小米 SU7 自 2024 年上市之后获得巨大成功，订单、爬产、交付三个环节均表现优秀。小米汽车业务取得开门红的原因，主要有：1、造车布局已久，储备充分；2、借力庞大的投资生态圈，汲取资源和经验；3、研发端有整个集团支持，尤其在智能化领域；4、产品力和产品质量过硬；5、用户基础好，品牌影响力大等。

小米汽车进入 1-N 阶段。小米汽车智能化上储备充足，端到端智驾在 2024 年底开启推送，储备有全主动悬架、四电机系统、48V 线控底盘等前沿技术。小米的一期产能已经扩产，二期产能建设中。小米汽车车型上，走大单品策略，2025 年进军 SUV 领域；纯电 SUV 车型小米 YU7 工信部备案，有望成为新的热销车型。我们预计 2025 年小米汽车全年销量有望超 40 万辆。

小米加大 AI 投入，为具身智能时代蓄力。小米在 AI 算力和人才上都在加大投入，小米自研的 MiLM 大语言模型通过备案，小米积极招募 AI 领域稀缺人才。雷军在本次发布会上表示，小米智驾要站稳第一梯队；而智驾算法与具身智能算法在技术架构、数据驱动、场景应对和技术挑战等方面高度相通，领先的智驾算法和基座大模型，为具身智能做储备。小米布局机器人多年，有望在具身智能领域正式发力；小米已发布四足仿生机器人 CyberDog、全尺寸人形仿生机器人 CyberOne 和全新的仿生四足机器人 CyberDog2。

风险提示：1、汽车行业总量风险；2、竞争恶化；3、海内外政策因素；4、技术人才流失。

投资建议：重点关注小米集团（电子、互联网联合覆盖）、拓普集团、银轮股份、均胜电子、华阳集团、精锻科技、保隆科技。

证券分析师： 唐旭霞（S0980519080002）、贾济恺（S0980524090004）

◆ 汽车行业周报：人形机器人行业周报（第四期）-北京亦庄发布万台机器人应用计划，板块回调静待新催化

市场表现：2025 年 2 月 24 日-2 月 28 日，我们构建的国信人形机器人指数下跌 11.38%，弱于沪深 300 指数 9.16pct，弱于上证综合指数 9.66pct，年初至今上涨 32.6%；部分核心公司中，拓普集团下跌 13.66%，三花智控下跌 11.73%，中鼎股份上涨 4.66%，银轮股份上涨 1.49%，北特科技上涨 0.56%，双林股份下跌 10.47%，贝斯特下跌 0.12%，浙江荣泰下跌 9.33%，祥鑫科技下跌 9.69%，双环传动下跌 11.03%，斯菱股份下跌 9.59%，豪能股份下跌 6.05%，精锻科技下跌 6.68%，蓝黛科技上涨 8.58%，凌云股份下跌 12.24%，旭升集团下跌 15.86%，爱柯迪下跌 6.91%，均胜电子下跌 6.62%。

行业动态：行业新闻方面：1) Figure 称其产品线今年将批量生产，验证人形机器人在物流分拣场景的应用；2) 众擎机器人发布前空翻视频；3) 1X 最新家用机器人 Neo Gamma，在 AI 架构、硬件设计与交互模式实现突破；4) 智元发布大型仿真框架；5) 百度智能云与智元机器人签署战略合作协议；6) 宇树人形机器人展示中国功夫；7) 何小鹏：有信心成为中国最早量产 L3 机器人公司之一；8) 开普勒人形机器人加速量产，推动商业化落地；9) 星动纪元人形机器人 START1 学会使用筷子；10) 埃夫特公布人形机器人 Yobot W1 等多个具身智能新成果；11) 里工发布全尺寸轮式人形机器人里掂 F1；12) 淳栋触控发布 16 自由度仿生灵巧手；13) 印度实验室人形机器人原型发布；14) 由我国牵头制定的养老机器人国际标准正式发布；政府新闻方面：1) 北京印发《北京具身智能科技创新与产业培育行动计划》；2) 北京亦庄发布万台机器人应用计划；3) 北京设立总规模 1000 亿元政府投资基金，重点支持人工智能、机器人等产业；4) 深圳将发布人形机器人专项政策；5) 深圳宣布全力竞逐人工智能等产业新赛道；融资动态方面：1) 传言众擎机器人获中东数亿元投资；2) 源升智能完成数千万元天使轮融资；公司公告方面：1) 北特科技：2024 年营收 20.2 亿元，同比上升 7.6%，归母净利润 7143.6 万元，同比上升 40.4%；2) 长华集团：2024 年 12 月份已生产出滚柱丝杠样品，目前正研究新工艺、购入新的高端关键设备、招聘核心研发人员。

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）

◆ 通信行业周报 2025 年第 10 周：DeepSeek 继续推动 AI 降本/开源，展望 2025MWC 展 5G-AxAI 新技术

行业要闻追踪：英伟达发布 FY2025 Q4 业绩，持续受益 AI 发展。英伟达 2025 财年第四季度营业收入 393 亿美元，同比+78%，环比+12%；净利润为 220.9 亿美元，同比增长 80%。其中数据中心业务营收 356 亿美元，同比+93%，环比+16%。公司第四季度 Blackwell 需求景气，销售额达 110 亿美元，占英伟达数据中心收入的 50%。公司预计 Q1 继续迎来 Blackwell 显著销售增长。公司指引 FY2026 Q1 营收为 430 亿美元。

DeepSeek 继续推进开源和降本。2 月 24 日-28 日，DeepSeek 陆续开源五个代码库，涵盖了从计算、通信到存储的各个方面。开源使得创业公司用几十张显卡就能挑战谷歌、Meta 等，AI 技术步入平权时代。DeepSeek 在 3 月 1 日发布 V3/R1 推理系统，在 H800 GPU 上运行，根据其白天夜间不同负载资源分配的设计机制，V3/R1 推理系统的成本率优化到 545%。

2025 年世界移动通信大会（MWC）即将召开，华为、中兴等将发布 5G-A 创新成果。华为将在 MWC 2025 展示全系列、全场景的 5G-A 产品解决方案，中兴通讯也将联合中国移动发布 5G-AxAI 创新成果发布会、联合中国联通发布 AI 家端、联合中国通信发布业界首个 C+L 一体化 80x800G WDM 现网试点成果等。5G-A 与 AI 融合，能够加速推动智能家居、自动驾驶、具身机器人、无人机物流等终端应用加速落地。

光通信光器件厂商持续受益 AI 发展，2024 年经营业绩亮眼。光模块龙头公司中际旭创业绩快报显示，公司 2024 年归母净利润 51.71 亿元，同比增长 137.90%。光器件公司仕佳光子业绩快报显示，公司 2024 年归母净利润为 6379.11 万元，同比增长 234.17%。

行情回顾：本周通信（申万）指数下跌 9.64%，沪深 300 指数下跌 2.22%，相对收益 7.42%，在申万一级行业中排名第 31 名。分领域看，5G、军工信息化、物联网控制器表现相对靠前。

投资建议：关注光模块/光器件持续受益 AI 发展，兼顾运营商高股息价值

（1）步入财报季，受益全球 AI 行业发展，光模块光器件公司陆续披露 2024 年业绩。推荐关注：光模块光器件企业（中际旭创、新易盛、天孚通信、光迅科技、太辰光、博创科技、仕佳光子等）、液冷厂商（英维克等）。

（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 10 周重点推荐组合：中国移动、中国电信、中国联通。

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）

◆ 安迪苏(600299.SH) 财报点评:蛋氨酸量价齐升，公司归母净利润实现修复

营收创历史新高，归母净利润大幅改善。安迪苏于 2025 年 2 月 27 日晚间发布 2024 年年报，2024 年公司实现营业收入 155.34 亿元，同比增长 17.83%，营收规模创历史新高；实现归母净利润 12.04 亿元，同比增长 2208.66%；实现扣非归母净利润 13.46 亿元，同比增长 10258.60%；实现基本每股收益 0.45

元，同比增长 2150.0%。

毛利率与净利率同比提升，期间费用率有所改善。2024 年，公司的蛋氨酸工厂保持了较高的生产稳定性，同时供应链管理响应迅速及时，2024 年公司的销售毛利率回升至 30.21%，同比提升 8.83 pcts，净利率回升至 7.76%。安迪苏持续高效开展卓越运营项目和成本节约举措，不断降本增效，2024 年公司的销售期间费用率 17.74%，较 2023 年下降 1.48 pcts，主要源自销售费用率和财务费用率的下降。

蛋氨酸量价齐升、维生素价格上涨，公司功能性产品业务实现增收增利。2024 年公司的液体蛋氨酸和固体蛋氨酸销量双双创下历史新高，蛋氨酸产品业务的营业收入取得双位数增长（+24%），毛利率较 2023 年实现提升。2025 年开年以来，蛋氨酸市场价格已上涨约 8.14%，预计将对公司 2025 年业绩增长起到积极作用。此外，安迪苏在饲料用维生素 A 市场占有约 20% 的产能，受主要生厂商夏天的火灾事故影响，维生素 A 价格在 2024 年下半年大幅上涨，对公司的盈利水平贡献了积极影响。目前安迪苏正在泉州投建新的固体蛋氨酸工厂，产能 15 万吨/年，以充分利用与中国中化的协同效应，该工厂预计于 2027 年投产，安迪苏将不断巩固其在蛋氨酸市场的领导地位。

实施“双支柱”战略，特种产品稳健发展。受益于单胃产品和水产品保持强劲的销售势头，以及外部并购的协同效益，公司的特种业务的收入在 2024 年实现了持续增长。2024 年公司的特种品业务实现营业收入 39.13 亿元，同比增长 8.87%，毛利率 42.67%，同比提升 0.08 pcts。后续随着公司多个特种产品项目陆续投产，公司的特种产品业务有望保持较快增长态势。

风险提示：激烈竞争导致产品价格下降、毛利下滑的风险；跨国经营和业务扩张风险；环保政策相关的风险；下游需求不及预期的风险等。

投资建议：我们看好公司作为全球领先的动物营养添加剂供应商的经营韧性和长期成长性，小幅调整公司 2025/2026 年盈利预测并新增 2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别 16.25/17.95/20.40 亿元（2025/2026 年原值为 16.05/17.90 亿元），同比增长 35.0%/10.4%/13.6%；摊薄 EPS 分别为 0.61/0.67/0.76 元，对应当前股价 PE 分别为 17.8/16.1/14.2X。维持“优于大市”评级。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）

联系人： 王新航

◆ 华康股份(605077.SH) 财报点评:2024 年业绩同比下滑，舟山产能有序释放

2024 年业绩同比下滑 27.72%，主要为管理费用与销售费用增加因素。2025 年 2 月 27 日晚，公司发布 2024 年度报告，2024 年，公司实现营业收入 28.08 亿元，较去年同比增长 0.93%；实现归属于上市公司股东的净利润 2.68 亿元，较去年同比下降 27.72%，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 2.59 亿元，同比下降 27.46%。归属于上市公司股东的净资产为 32.43 亿元，同比增长 4.98%；总资产 69.92 亿元，同比增长 13.18%。2024 年利润下滑原因主要为：（1）随着舟山新项目建设，公司已提前布局销售、生产团队，产生了一定金额支出，管理费用与销售费用增加；（2）公司 2023 年推出了股权激励计划，产生了一定摊销费用；（3）公司晶体糖醇业务毛利率下滑，利润端受到一定影响。

舟山新产能有序投产，将有力推动公司业绩上行。公司舟山“200 万吨玉米精深加工健康食品配料项目”分两期建设，其中一期项目“100 万吨玉米精深加工健康食品配料项目”于 2022 年 8 月启动，一期项目建设期为 5 年，分两个阶段，第一阶段建设期 2 年，主要以液体糖浆类及部分晶体糖醇产品为主，第二阶段建设期 3 年，膳食纤维、变性淀粉等新的产品线会陆续投入建设。截至目前，一期项目“100 万吨玉米精深加工健康食品配料项目”的晶体山梨糖醇产线已经投产，其他产线以及年加工 10 万吨玉米胚芽榨油项目、年产 10 万吨麦芽糊精项目、年产 10 万吨植脂末技改项目预计将在 2025 年陆续投产。预计随着公司新增产能的逐步投产，将有效带动公司业绩上行。

拟收购豫鑫糖醇，巩固木糖醇行业领先地位。根据《浙江华康药业股份有限公司发行股份及支付现金购买资产暨关联交易预案》，华康股份拟采取发行股份及支付现金相结合的方式支付，购买豫鑫糖醇 100% 股权，收购完成后，将进一步巩固上市公司在木糖醇市场上的优势地位，国内产能占比将达到 49.6%。此外，双方在采购、生产、销售、研发、内控管理等多方面均可充分发挥协同作用，提升市场综合竞争力。

风险提示：产品价格波动的风险、原材料价格波动的风险、舟山新增产能投产进度低于预期的风险、舟

山项目新增产能的市场消化风险、市场竞争加剧的风险。

投资建议：华康股份作为国内功能糖醇的领先企业，通过舟山新产能来横纵向布局丰富产品结构、完善产业链发展；此外将以收并购方式整合木糖及木糖醇产能，持续巩固公司行业龙头地位，预计未来5年将处于持续成长期。我们谨慎上调公司2025-2027年盈利预测，预计公司未来三年营业收入分别为36.72/43.56/50.09亿元（前值为36.68/44.07亿元，与上次预测+0.11%/-1.15%）；归母净利润分别为4.00/5.04/5.92亿元（前值为3.96/4.94亿元，与上次预测+1.01%/+2.02%）；EPS分别为1.31/1.65/1.94元，当前股价对应PE为11.6/9.2/7.8X，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、张歆钰（S0980524080004）

◆ 英伟达(NVIDIA) (NVDA.O) 海外公司财报点评:业绩与指引稳健,Blackwell 快速量产爬坡

财务表现：需求保持高景气度，FY25Q4 财务表现及指引强劲。①整体：英伟达四季度（均指财季，下同）收入393亿美元（同比+78%，环比+12%），高于公司此前382（±3%）亿美元指引。GAAP毛利率73%（同比-3pcts，环比-1.6pcts）。营业利润同比77%至240亿美元，GAAP净利润同比+80%至221亿美元。②分业务：数据中心营收356亿美元（同比+93%，环比+16%），游戏营收25亿美元（同比-11%，环比-12%），专业可视化业务营收5.11亿美元（同比+10%，环比+5%），汽车营收5.70亿美元（同比+103%，环比+27%）。③财务指引：对于FY26Q1，公司营收指引为430亿美元（±2%）。GAAP和Non-GAAP毛利率指引分别为70.6%和71%（±50个基点）。GAAP和Non-GAAP营运费用分别指引52亿与36亿美元。

财报重点：①B系产品快速爬坡：Q4 Grace Blackwell 销售额超预期，实现110亿美元营收，成为公司历史上产品爬坡速度最快的一次。Blackwell Ultra 计划于今年下半年推出。Blackwell 量产期间毛利率在70%出头，后期有望提升至70%中段水平。Blackwell 产品在产品交付初期，成本控制难度较大。当前，英伟达优先考虑客户需求，随着交付稳定后续优化成本和提高毛利率。②需求变化与竞争：训练推理需求趋同，相比AISC通用性占优。训练和推理界限渐模糊，英伟达架构灵活性高，适用于多种场景。对比ASIC，英伟达的架构具有通用性，能适用于多种AI模型，支持从数据处理、训练到推理的全流程。③美国需求强劲，数据中心收入里中国占比只有出口管制前的一半。数据中心业务在美国市场收入环比增长明显，增幅约50亿美元左右，主要得益于Blackwell 产品的初始爬坡。欧洲对AI相关产品和服务的需求旺盛，如法国推出200亿欧元的AI投资计划，欧盟也有200亿欧元的Invest AI计划。

投资建议：考虑到公司出色的产品力与AI带来强劲需求，我们预计2026-2027财年公司收入为2007/2496亿美元，新增2028财年收入为2810亿美元。预计2026-2027财年公司净利润为1027/1232亿美元，2028财年公司净利润为1528亿美元，维持“优于大市”评级。

风险提示：下游AI应用发展与ROI低于预期；Blackwell 供应链风险；AI芯片竞争加剧；宏观与地缘风险。

证券分析师： 张伦可（S0980521120004）

联系人： 刘子谭

◆ 携程集团-S(09961.HK) 财报点评:国际业务提速增长，拟增加投资蓄力海外长跑

2024年四季度业绩好于市场预期，全年利润率达历史最高水平。2024Q4公司收入127.44亿元/+23.4%，彭博预期为+19.4%；Non-GAAP归母净利润30.38亿元/+13.6%，彭博预期为+7.5%；Non-GAAP归母净利率为23.8%/-2.1pct，彭博预期为23.3%。2024年公司GMV实现超1.2万亿元/+约20%，收入532.94亿元/+19.7%，Non-GAAP经营利润率为31.2%/+1.7pct，Non-GAAP净利润180.41亿元/+38.0%，Non-GAAP归母净利率为33.9%/+4.5pct，固定人员杠杆作用完全覆盖毛利率的结构性下滑与海外销售投放增加，利润率创新高。

Q4国内酒店与出境游业务继续获份额，国际业务加大投放增长环比提速。2024Q4住宿预订收入51.78亿元/+32.7%，交通票务收入47.80亿元/+16.4%，旅游度假收入8.70亿元/+23.6%，商旅管理收入7.02亿元/+10.7%，其他收入12.38亿元/+24.9%。Q4酒店、交通收入增速环比均提升，其中估算国内酒店间

夜增速 20%，按酒店之家估算行业增速为高个位数，同时国内机票佣金率高基数缓解；Q4 携程出境机酒预定量恢复度超 120%（去年 Q4 为 80%+），比行业国际航班恢复速度快 30-40%，考虑出境游更高的盈利水平预计构成利润重要增长驱动；四季度系国内游客出行淡季，Trip 把握海外出游旺季增加品牌营销投放，Q4 占总收入比重提升至 14%、全年为 10%，Q4 机酒预定量同比增长超 70%，环比上季度 60%提速，其中入境游增长超 100%，其中免签国家的预订量增长超过 150%。短期国际平台投放加大及占比提升对利润率存在负面拖累，Q4 毛利率同比-1.2pct，销售费率同比+3.8pct，经营杠杆部分抵消下 Non-GAAP 归母净利率同比-2.1pct。

风险提示：消费复苏不及预期，国际扩张不及预期，盈利能力不及预期等

投资建议：以春节为良好开端，2025 年料国内出行延续韧性增长态势，出境游局部安全事件未带来整体扰动、进入运力修复后半程，国际业务有望重要动能。我们基本维持此前收入增速假设，预计 2025-2027 年增长 16.7%/15.8%/15.1%；考虑国际业务投放预算增加以及占比逐年提升结构性影响，我们下调 2025-2027 年 Non-GAAP 净利润至 182/209/244 亿元（此前为 197/229/-亿元），对应动态 PE 为 16/14/12x。过去两年行业格局与公司 α 充分验证，尽管短期国际平台投资预算增加对阶段利润率存在扰动，但一方面四季度海外市场增加投放后份额获取加速、部分市场已实现正向盈利，意味着现阶段公司以现有模式投入产出的有效性，有助于提振中线盈利前景；另一方面基本盘业务对 2025 年政策 β 弹性的潜在受益、AI 提效工具应用持续推进、公司实际投放随着环境灵活变化均使得全年盈利预测仍有上调潜力。此外，公司新增 6 亿美元资本市场回报额度亦彰显积极姿态，维持“优于大市”评级。

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

◆ 香港交易所(00388.HK) 财报点评:南下资金持续推动交易活跃

事件：公司发布 2024 年年报。全年营收 223.74 亿港元，同比+9.1%；归母净利润 130.50 亿港元，同比+10.0%。EBITDA 利润率 74%，较 2023 年提升 1pct。派息率继续保持 90%水平。Q4 营收 60.17 亿港元，同比+33.2%，环比+24.0%；归母净利润 37.80 亿港元，同比+45.6%，环比+20.2%。

业绩归因：Q4 现货及衍生品市场活跃度迅速提升，交易驱动业绩改善。Q4 联交所现货 ADT 1715 亿港元，同比+113.3%，环比+60.0%；联交所衍生品（不含股票期权）ADT 154 亿港元，同比+45.3%，环比+32.8%；联交所股票期权 ADV 78.4 万张，同比+32.2%，环比+11.2%；期交所衍生品 ADV 87.0 万张，同比+16.0%，环比+11.8%。收入结构中，交易费及交易系统使用费、结算及交收费与市场成交额相关性最高，收入占比有所提升。

港股市场交投活跃，驱动公司盈利即时改善。2025 年初至 2 月 27 日，恒生指数日均成交额 2,266 亿港元，较 2024 年全年水平高出 79.9%，较 2024Q4 季度平均水平高出 34.5%。港交所收入结构中，交易费及交易系统使用费、结算及交收费、存托管费及代理人服务费等收入占比近 60%，且均与市场成交热度紧密相关，市场成交额活跃之时，公司盈利能够做出即时反应。

港股成分股“科技+红利”属性突出，港交所受益于中国资产价值重估。一是港股有大量低估值、高分红的上市公司，部分追求绝对收益的资金在面临资产荒的背景下，具备持续增配港股红利资产的动力。二是港股具备新经济、生物科技等优质上市公司，伴随人工智能、高端制造等技术快速发展和逐步落地，港股上市公司将明显受益。展望未来，港股资产对于内地资金的吸引力不减，南向交易有望持续推动港股交易活跃，2025 年初以来南向交易占比约 350%。另一方面，外资也愈发重视本轮中国资产价值重估，外资或重启港股长期投资，港股的交易有望保持活跃。

风险提示：港股景气度下降，政策风险，盈利预测及估值不准确的风险等。

投资建议：公司 2024 年业绩基本符合我们此前预期。考虑到 2025 年初以来港股市场交投活跃度高，我们上调了港交所现货 ADT 假设，并基于此将 2025 年、2026 年盈利预测上调 6.0%、7.4%，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 163.35 亿港元、181.52 亿港元、202.37 亿港元，2025E PE 为 28.0x。年初以来，港交所涨幅 27.2%，略高于恒生指数的 20.9%，低于恒生科技指数的 35.0%。考虑到港股市场交投活跃度处于较高水平、公司盈利改善趋势明显且直接，维持公司“优于大市”评级。

证券分析师： 王德坤（S0980524070008）、孔祥（S0980523060004）、张伦可（S0980521120004）、张昊晨（S0980525010001）

◆ 中兴通讯(000063.SZ) 财报点评:2024 年营收结构性调整,继续布局“算力+连接”

中兴通讯 2024 年营收 1212.99 亿元,下降 2.38%,归母净利润 84.25 亿元,同比下降 9.66%,扣非净利润 61.79 亿元,同比下降 16.49%。2024 年 Q4 营收 312.5 亿元,同比下降 10.34%,归母净利润 5.18 亿元,同比下降 65.08%。拟向全体股东每 10 股派发 6.17 元人民币现金(含税)。

行业投资结构调整致 ICT 产业结构变化,公司收入承压。(1) 5G 网络建设进入成熟期,运营商投资整体下降、结构变化,2024 年公司运营商网络营业收入 703 亿元,同比减少 15.02%。(2) 公司在政企市场加大研发投入,提升国产算力配套产品(服务器等)竞争力,2024 年公司政企业务营收 186 亿元,同比增长 36.68%。(3) 公司紧抓 AI 机遇,围绕“双千兆”网络升级、AI 手机等机会,公司抢先布局全系列多形态 AI 终端,家庭终端、手机及移动互联产品、云电脑营收均实现增长,拉动消费者业务营收同比增长 16.1%,其中手机产品营收同比增长超 40%。

收入结构有所调整,毛利率同比下降 3.57pct。公司 2024 年综合毛利率为 37.91%,同比下降 3.57pct,主要是收入结构所有影响,随着毛利率相对较低的服务器产品收入占比提升,公司政企业务毛利率同比下降 19.58pct 至 15.33%。运营商业务和消费者业务毛利率同比分别增长 1.79pct/0.57pct。

资源精准投放,费用有所减少。费用方面,公司 2024 年研发、销售、管理费用率分别为 19.8%/7.3%/3.7%,三项费用率同比分别减少 0.54pct/0.81pct/0.84pct。公司聚焦重点项目,精准投放,提升管理经营效率,三项费用率得到有效管控。

公司 2025 年继续以“连接+算力”为支点,加速拓展算力、手机业务。(1) 算力领域,公司以全栈能力推动多样化国产智算生态发展。在智算基础设施和平台技术方面,实现国产智算服务器规模发货;自研定海芯片,支持多种算力加速硬件;AI Booster 训推平台支持高效部署 DeepSeek。(2) 在手机领域,公司发力 AI 手机,布局“AI for All”全场景生态。公司家端产品年发货量已破亿,连续四年全球第一。公司将持续布局全系列多形态的 AI 终端产品,以 AI 手机作为入口,打造以 AI 语音为主的全新多模态交互体验。

风险提示: 5G-A 发展不及预期;产业数字化需求趋缓;算网部署不及预期。

投资建议: 公司继续布局“算力+连接”,经营稳健有韧性。调整盈利预测,预计公司 2025-2026 归母净利润分别为 89/99 亿元(前次预测为 101/109 亿元),当前股价对应 PE 分别为 21/19X,维持“优于大市”评级。

证券分析师: 袁文晔(S0980523110003)

金融工程

◆ 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 183 期)

乘势而起: 市场新高趋势追踪: 截至 2025 年 2 月 28 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 4.84%、7.69%、8.60%、7.44%、4.69%、4.54%、14.90%、4.26%。中信一级行业指数中机械、汽车、电子、银行、计算机行业指数距离 250 日新高较近,煤炭、石油石化、农林牧渔、电力及公用事业、食品饮料行业指数距离 250 日新高较远。概念指数中,工程机械、充电桩、储能、工业机械、机器人、汽车零部件、钠离子电池等概念指数距离 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 2 月 28 日,共 867 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银行、计算机、汽车行业。按照板块分布来看,本周科技、制造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: 19.00%、17.90%、14.80%、16.00%、20.00%、26.00%。

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孩子王、海光信息、银轮股份等 15 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科技、制造板块，分别有 8、5 只入选。其中，科技板块中创新高最多的是电子行业；制造板块中创新高最多的是汽车行业。

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:主动量化策略周报-成长风格短期回调，成长稳健组合年内排名主动股基前 1/4

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-3.35%，相对偏股混合型基金指数超额收益-0.24%。本年，优秀基金业绩增强组合绝对收益 2.06%，相对偏股混合型基金指数超额收益-2.39%。今年以来，优秀基金业绩增强组合在主动股基中排名 60.77%分位点（2108/3469）。

本周，超预期精选组合绝对收益-1.97%，相对偏股混合型基金指数超额收益 1.14%。本年，超预期精选组合绝对收益 6.75%，相对偏股混合型基金指数超额收益 2.30%。今年以来，超预期精选组合在主动股基中排名 27.36%分位点（949/3469）。

本周，券商金股业绩增强组合绝对收益-2.03%，相对偏股混合型基金指数超额收益 1.09%。本年，券商金股业绩增强组合绝对收益 4.12%，相对偏股混合型基金指数超额收益-0.33%。今年以来，券商金股业绩增强组合在主动股基中排名 43.96%分位点（1525/3469）。

本周，成长稳健组合绝对收益-2.32%，相对偏股混合型基金指数超额收益 0.79%。本年，成长稳健组合绝对收益 7.11%，相对偏股混合型基金指数超额收益 2.66%。今年以来，成长稳健组合在主动股基中排名 25.48%分位点（884/3469）。

本周，股票收益中位数-1.92%，31%的股票上涨，69%的股票下跌；主动股基中位数-2.80%，10%的基金上涨，90%的基金下跌。

本年，股票收益中位数 2.79%，61%的股票上涨，39%的股票下跌；主动股基中位数 3.41%，76%的基金上涨，24%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，构建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:港股投资周报-市场短期调整，港股精选组合年内上涨 6.11%

港股精选组合绩效回顾

本周，港股精选组合绝对收益-2.71%，相对恒生指数超额收益-0.42%。

本年，港股精选组合绝对收益 6.11%，相对恒生指数超额收益-8.25%。

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，诺诚健华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科技板块，其次为大金融、消费、医药、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，本周港股通 50 指数收益最高，累计收益-2.01%；恒生科技指数收益最低，累计收益-4.97%。

行业指数方面，本周地产建筑业行业收益最高，累计收益 3.89%；资讯科技业行业收益最低，累计收益-6.20%。

概念板块方面，本周钢铁概念板块收益最高，累计收益 10.57%；富士康概念板块收益最低，累计收益-19.03%。

南向资金监控

南向资金整体方面，本周港股通累计净流入 750 亿港元，近一个月以来港股通累计净流入 1581 亿港元，今年以来港股通累计净流入 2784 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，阿里巴巴-W、腾讯控股和理想汽车-W 流入金额最多，中国海洋石油、汇丰控股和工商银行流出金额最多。

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-2.59%。

本年，港股通股票收益中位数 1.08%，投资港股的主动基金收益中位数 10.98%。

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-股息率因子表现出色，中证 500 增强组合年内超额收益 1.81%

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 0.44%，本年超额收益 0.80%。
- 中证 500 指数增强组合本周超额收益 0.44%，本年超额收益 1.81%。
- 中证 1000 指数增强组合本周超额收益-0.13%，本年超额收益 0.50%。

因子表现监控

以沪深 300 指数为选股空间。最近一周，三个月换手、股息率、一个月换手等因子表现较好，而三个月机构覆盖、标准化预期外收入、特异度等因子表现较差。最近一月，特异度、一个月反转、三个月反转等因子表现较好，而一年动量、预期 PEG、标准化预期外收入等因子表现较差。

以中证 500 指数为选股空间。最近一周，高管薪酬、预期净利润环比、股息率等因子表现较好，而标准化预期外收入、单季营收同比增速、单季净利同比增速等因子表现较差。最近一月，高管薪酬、一个月反转、单季营收同比增速等因子表现较好，而单季 ROE、单季 ROA、三个月波动等因子表现较差。

以中证 1000 指数为选股空间。最近一周，预期 PEG、SPTTM、一个月波动等因子表现较好，而标准化预期外盈利、单季 ROA、DELTAROA 等因子表现较差。最近一月，特异度、三个月反转、EPTTM 一年分位点等因子表现较好，而单季 ROE、单季超预期幅度、一年动量等因子表现较差。

以公募重仓指数为选股空间。最近一周，股息率、预期 EPTTM、EPTTM 等因子表现较好，而标准化预期外收入、单季净利同比增速、单季营利同比增速等因子表现较差。最近一月，一个月反转、高管薪酬、特异度等因子表现较好，而一年动量、单季营利同比增速、标准化预期外收入等因子表现较差。

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 66 只（A、C 类算作一只，下同），总规模合计 813 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 1.67%，最低-2.70%，中位数 0.11%。最近一月：超额收益最高 3.12%，最低-3.49%，中位数 0.08%。

中证 500 指数增强产品最近一周：超额收益最高 1.55%，最低-0.45%，中位数 0.38%。最近一月：超额收益最高 2.79%，最低-3.73%，中位数-1.12%。

中证 1000 指数增强产品最近一周：超额收益最高 1.59%，最低-0.87%，中位数 0.30%。最近一月：超额收益最高 1.81%，最低-3.89%，中位数-0.44%。

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:基金周报-46 只科创综指相关指数产品已申报,科创 50 等指数定期调整结果公布

上周市场回顾。上周 A 股市场主要宽基指数全线下跌，科创 50、上证综指、沪深 300 指数收益靠前，收益分别为-1.46%、-1.72%、-2.22%，创业板指、中小板指、深证成指指数收益靠后，收益分别为-4.87%、-3.78%、-3.46%。

从成交额来看，除创业板指和中证 500 外，上周主要宽基指数成交额均有所上升。行业方面，上周钢铁、建材、房地产收益靠前，收益分别为 2.96%、1.98%、1.86%，通信、传媒、计算机收益靠后，收益分别为-9.62%、-8.06%、-8.01%。

截至上周五，央行逆回购净投放资金 1331 亿元，逆回购到期 15261 亿元，净公开市场投放 16592 亿元。除 3 年期外，不同期限的国债利率均有所下行，利差扩大 1.52BP。上周中证转债指数下跌 0.89%，累计成交 4215 亿元，较前一周增加 135 亿元。

上周共上报 76 只基金，较上上周申报数量有所增加。申报的产品包括 1 只 FOF，1 只 Reits，上证科创板综合指数 ETF、中证 A500 增强策略 ETF、沪深 300 自由现金流 ETF、国证自由现金流 ETF 等。

2 月 26 日，上海证券交易所与中证指数公司宣布对上证科创板 100 指数和上证科创板 200 指数进行编制方案修订，并将于 2025 年 3 月 17 日正式实施。

2 月 26 日，中国证券投资基金业协会发布的数据显示，截至 2025 年 1 月底，公募基金资产净值合计 31.93 万亿元，相比 2024 年 12 月底规模减少 8926.57 亿元。

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-2.70%、-1.97%、-1.08%。今年以来另类基金业绩表现最优，中位数收益为 7.94%，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 3.46%、1.18%、-0.30%。

上周指数增强基金超额收益中位数为 0.21%，量化对冲型基金收益中位数为 0.02%。今年以来，指数增强基金超额中位数为 0.13%，量化对冲型基金收益中位数为-0.24%。

截至上周末，开放式公募基金中共有普通 FOF 基金 238 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 3.40%。

基金产品发行情况。上周新成立基金 31 只，合计发行规模为 427.57 亿元，较前一周有所增加。此外，上周有 29 只基金首次进入发行阶段，本周将有 45 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:A 股单边下行, AI 硬件、机器人题材领跌

市场表现：20250228 市场全线下跌，规模指数中上证 50 指数表现较好，板块指数中上证综指表现较好，风格指数中沪深 300 价值指数表现较好。食品饮料、石油石化、银行、交通运输、农林牧渔行业表现较好，计算机、电子、通信、传媒、汽车行业表现较差。近端次新股、PTA、磷化工、油气开采、希音合作商等概念表现较好，光模块 (CPO)、光芯片、宇树机器人、高速铜连接、ChatGPT 等概念表现较差。

市场情绪：20250228 收盘时有 52 只股票涨停，有 52 只股票跌停。昨日涨停股票今日表现低迷，赚钱效应较弱，高开低走，收盘收益为-0.77%，昨日跌停股票今日收盘收益为-3.47%。今日封板率 62%，较前日下降 18%，连板率 17%，较前日下降 3%。

市场资金流向：截至 20250227 两融余额为 19167 亿元，其中融资余额 19050 亿元，融券余额 117 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 9.9%。

折溢价：20250227 当日 ETF 溢价较多的是中概科技 ETF，ETF 折价较多的是 1000ETF 增强。近半年以来大宗交易日均成交金额达到 15 亿元，20250227 当日大宗交易成交金额为 10 亿元，近半年以来平均折价率 5.09%，当日折价率为 6.14%。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 1.02%，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 5.65%，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 9.48%，当日上证 50 股指期货主力合约年化升水率为 4.57%，处于近一年来 88%分位点，当日沪深 300 股指期货主力合约年化升水率为 4.18%，处于近一年来 91%分位点；当日中证 500 股指期货主力合约年化贴水率为 6.11%，处于近一年来 47%分位点；当日中证 1000 股指期货主力合约年化贴水率为 10.64%，处于近一年来 47%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传音控股、焦点科技、沃尔德、宏华数科、中金环境、翔楼新材、京北方、超讯通信等，传音控股被 194 家机构调研。20250228 披露龙虎榜数据中，机构专用席位净流入较多的股票是圣阳股份、东方锆业、博实结、宏景科技、GQY 视讯、大位科技、天成自控等，机构专用席位净流出较多的股票是共进股份、华丰科技、重庆百货、恒为科技、中百集团、庄园牧场、好想你、海泰科、延华智能、中电兴发、江苏吴中、汉威科技等。陆股通净流入较多的股票是华丰科技、广聚能源、实达集团、东方锆业、宁波建工、万控智造、博实结、大位科技等，陆股通净流出较多的股票是埃夫特-U、万马股份、共进股份、英思特、重庆百货、宝通科技、汉威科技、潜能恒信等。

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	673.86	-0.52	ICE 布伦特原油	73.18	-1.16
白银	7870.00	-0.46	铜	76850.00	-0.03
铝	20620.00	0.36	铅	17140.00	0.08
豆一	4161.00	2.26	锌	23450.00	-0.27
豆粕	3521.00	0.94	镍	126510.00	1.45
玉米	2154.00	0.27	锡	254820.00	-0.95
螺纹钢	3261.00	0.03	SR503	5983.00	-0.61

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	100.0	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
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
301100.SZ	不适用	15000.00	20000.00	100.00	2024-12-17
600859.SH	王府井	4147.65	113273.80	99.75	2024-12-17
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
000401.SZ	冀东水泥	106598.80	247935.72	99.97	2024-12-16
301177.SZ	不适用	36000.00	40001.00	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
603071.SH	不适用	32026.96	55795.44	100.00	2024-12-16
002074.SZ	国轩高科	38416.33	156267.38	79.01	2024-12-16
300678.SZ	中科信息	381.96	12858.48	5.95	2024-12-10
600886.SH	国投电力	48830.64	745417.97	100.00	2024-12-10
688192.SH	迪哲医药	21784.60	40000.01	100.00	2024-12-10
301168.SZ	通灵股份	7034.70	12000.00	100.00	2024-12-10
688110.SH	东芯股份	16571.30	44224.97	100.00	2024-12-10
301193.SZ	家联科技	5985.00	12000.00	100.00	2024-12-09
301111.SZ	粤万年青	8986.15	16000.00	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
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
301213.SZ	观想科技	4804.56	7999.99	100.00	2024-12-06
000155.SZ	川能动力	17899.55	144899.55	100.00	2024-12-03
301108.SZ	洁雅股份	4571.77	8120.98	100.00	2024-12-03
301198.SZ	喜悦智行	5394.00	10000.00	100.00	2024-12-02
688230.SH	芯导科技	4500.00	6000.00	100.00	2024-12-02
688112.SH	鼎阳科技	7600.80	10666.67	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	43840.90	1.390883	54.86	54.86	54.86	54.86	42.22
德国 DAX 指数	22551.43	0.002395	77.05	5.23	16.09	28.12	44.70
法 CAC40 指数	8111.63	0.112434	-0.52	2.71	12.98	1.97	45.24
恒生指数	22941.32	-3.275826	-2.28	13.42	18.45	38.72	71.47
沪深 300 指数	3890.04	-1.967400	-2.22	1.91	0.45	12.74	68.08
美国 SP500 指数	5954.50	1.585411	-0.97	-1.86	-0.73	17.45	47.84
纳斯达克综合指数	18847.28	1.633160	-3.46	-4.49	-1.11	18.18	52.84
日经 225 指数	37155.50	-2.877105	-4.18	-4.77	-3.11	-5.23	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	300124.SZ	汇川技术	72.1500	-7.1429	无数据	300124.SZ	汇川技术	72.1500	-7.1429	无数据
2	300059.SZ	东方财富	23.2300	-3.7298	无数据	300059.SZ	东方财富	23.2300	-3.7298	无数据
3	002050.SZ	三花智控	30.3200	-6.4775	无数据	002371.SZ	北方华创	447.2800	-2.8539	无数据
4	601288.SH	农业银行	5.1300	-0.5814	无数据	002050.SZ	三花智控	30.3200	-6.4775	无数据
5	601398.SH	工商银行	6.8700	-0.8658	无数据	601288.SH	农业银行	5.1300	-0.5814	无数据
6	688256.SH	寒武纪-U	735.4400	-7.6080	无数据	601398.SH	工商银行	6.8700	-0.8658	无数据
7	600036.SH	招商银行	42.0500	-0.7787	无数据	688256.SH	寒武纪-U	735.4400	-7.6080	无数据

8	600519. SH	贵州茅台	1500.7900	1.0252	无数据	600036. SH	招商银行	42.0500	-0.7787	无数据
9	000333. SZ	美的集团	73.0500	0.7864	无数据	000333. SZ	美的集团	73.0500	0.7864	无数据
10	002475. SZ	立讯精密	43.1500	-3.2077	无数据	002475. SZ	立讯精密	43.1500	-3.2077	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	3033. HK	南方恒生科技	无数据	无数据	66914.68	1810. HK	小米集团-W	51.8500	-0.02354049	1128629.64
2	1918. HK	融创中国	2.2600	0.03196347	75969.74	0981. HK	中芯国际	53.6000	-0.07266436	525056.71
3	2498. HK	平安雷曼八零八C	43.0500	-0.12854251	124740.67	9988. HK	阿里巴巴-W	127.5000	-0.06042741	484772.08
4	2498. HK	速腾聚创	43.0500	-0.12854251	124740.67	0700. HK	腾讯控股	478.6000	-0.03391199	481930.86
5	0941. HK	中国移动	79.0000	0.00317460	126763.99	3690. HK	美团-W	162.0000	-0.06250000	204914.14
6	2015. HK	理想汽车-W	117.5000	-0.08059468	132814.92	3033. HK	南方恒生科技	无数据	无数据	190362.87
7	3690. HK	美团-W	162.0000	-0.06250000	206551.15	2015. HK	理想汽车-W	117.5000	-0.08059468	153487.28
8	0981. HK	中芯国际	53.6000	-0.07266436	517783.92	2498. HK	平安雷曼八零八C	43.0500	-0.12854251	131068.58
9	0700. HK	腾讯控股	478.6000	-0.03391199	630920.38	2498. HK	速腾聚创	43.0500	-0.12854251	131068.58
10	9988. HK	阿里巴巴-W	127.5000	-0.06042741	633603.17	0941. HK	中国移动	79.0000	0.00317460	79857.96
11	1810. HK	小米集团-W	51.8500	-0.02354049	1133781.42	0285. HK	比亚迪电子	50.1000	-0.10535714	67319.99

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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