

首席周观点：2025 年第 9 周

2025 年 2 月 27 日

首席观点

周度观点



张天丰 | 东兴证券金属首席分析师

S1480520100001, 021-25102914, Zhang_tf@dxzq.net.cn

金属行业：白银行业深度 I：全球白银供给将进入刚性低速增长新阶段

白银--兼备优良工业属性的贵金属。白银的化学符号为 Ag，源自拉丁文 Argentum，意为“浅色、明亮”。高纯度白银外观为白色，质软，且有金属光泽，但掺杂杂质后会变硬，颜色可能呈灰、红色。白银历史悠久，其作为货币和价值储藏手段距今已有四千多年的历史。由于白银具有良好的电热传导特性、较高的感光性和发光性，白银被广泛应用于电子电器、感光材料和化学化工等领域中，如光伏和摄影需求。同时，高反射率使得白银色泽明亮，叠加化学稳定性使其易于保存，白银被广泛用于制作首饰、装饰品、银器、餐具、奖章和纪念币等。

白银储量区域集中度高，CR5 达 71%。2023 年全球白银储量合计 61 万吨，分国别观察，全球白银储量集中度较高，CR5 达 71%。其中，秘鲁（11 万吨，18%）、澳大利亚（9.4 万吨，15%）、俄罗斯（9.2 万吨，15%）、中国（7.2 万吨，12%）和波兰（6.3 万吨，10%）为世界白银储量前五的国家。2019-2022 年间，全球白银储量由 56 万吨减少至 55 万吨，变动幅度仅为-1.8%。2023 年全球白银储量增长至 61 万吨，年同比增长 11%。这其中主要的增量来源于俄罗斯储量的变化，俄罗斯 2023 年白银储量同比增长 104%至 9.2 万吨，使其升至全球白银储量第三位。

白银矿端供给极为刚性，2019-2023 年矿端供给 CAGR 为-0.2%。2019-2023 年间全球矿产银产量由 19 年的 26039 吨降至 23 年的 25830 吨，期间 CAGR 为-0.2%，显示白银矿端供给极为刚性。从 2019-2023 年间各矿山减产原因分析，矿石品位下跌以及公共卫生事件、大型罢工等扰动频发为矿端供给负增长的主要原因。2020 年受全球公共卫生事件扰动影响，矿产银产量下降 1974 吨至 24365 吨（-6.4%）；2023 年，受矿端扰动及品位下降影响，全球白银矿产量同比下降 0.7%至 25830 吨（-195 吨）。

矿石品位下跌叠加全球通胀中枢上移，推动白银生产成本升至十年高位。2023 年白银现金总成本及总维持成本均大幅上涨，其中现金总成本同比增长 61%至 8.38 美元/盎司，总维持成本同比增长 25%至 17.18 美元/盎司，均已站上十年高位。白银生产成本持续增长背后的主要原因在于矿石品位下降（过去十年，白银品位下降了 22%）以及全球通胀中枢上移。根据年平均全球总体通胀率计算，2010-2020 年间该数值为 3.5%，而 2021-2024 年间该数值已升至 6.5%，显示全球通胀中枢上移。高通胀带动劳动力成本持续上涨，部分矿企陷入劳动力短缺与罢工扰动频发的困境中；通胀高企叠加俄乌冲突对供应端的扰动，使得电力、柴油等能源成本不断上升，能源成本的上升也带动炸药等必需消耗品价格高企，白银矿企生产成本连

续攀升。

全球回收银产量持续提升，产量区域集中度较高。2019-2023 年间，回收银产量与占比持续提升。在矿端供应收缩的背景下，回收银产量 CAGR 达 4.8%，由 19 年的 4609 吨增至 23 年的 5556 吨，占回收+矿产合计白银供应比例由 15%增至 18%。按国别观察，2023 年全球回收银产量最高的三个国家是美国、中国与印度，其产量分别为 1241 吨（占比 22.3%）、1221 吨（占比 22%）和 529 吨（占比 9.5%），全球回收银产量 CR3 高达 53.8%。

工业回收银占比最高，产量稳定增长。回收银来源主要分为五类，工业、摄影业、首饰业、银器和银币。工业回收银产量最高，2023 年产量 3092 吨，占比 56%。其次是首饰业、银器、摄影业和银币，2023 年产量分别为 1073 吨（占比 19%）、740 吨（占比 13%）、535 吨（占比 10%）和 115 吨（占比 2%）。工业用银回收量增长稳定，由 2019 年的 2426 吨增长至 2023 年的 3092 吨，年平均增幅达 6.3%，为回收银产量增长贡献成长弹性。其中，含银废环氧乙烷催化剂的回收是工业回收银产量稳定增长的主要动力。

全球白银矿端供应或延续刚性特征。展望 2025-2027 年间的白银供应，回收银的产量增长逻辑仍未改变：环氧乙烷催化剂的回收仍将随着较短的使用周期而延续，首饰与银器回收仍或随着白银价格增长而扩大，而摄影用银回收的结构性收缩或随着产业转型完成而逐渐收窄。因此，我们预计 2025-2027 年间回收银产量将维持 4%的年平均增速。矿端供应方面，我们预计刚性特征或仍将延续。这一方面是由于矿石品位下跌与通胀中枢上行带动白银生产成本提升，矿企扩产意愿降低。另一方面，伴生银矿产量占比超过 70%，矿企关于白银的经济效益和开采计划受铜、铅、锌等市场影响严重，白银矿端供应的价格弹性受到严重影响。因此，2025 年-2027 年间，白银矿端产量或仍呈刚性，我们预计年平均增速在 0.5%左右。综合考虑，回收银产量的提升短期内难以抵消矿端供应增速缓慢的影响，我们预计 2024-2027 年间，全球白银供应量将由 31915 吨增长至 33039 吨，期间 CAGR 或为 1.2%，白银总供应或维持较低增速。

相关公司：紫金矿业，山金国际，盛达资源

风险提示：白银供应超预期增长，白银需求不及预期，全球新能源汽车产量增速不及预期，全球光伏新增装机量不及预期，全球流动性超预期紧缩，利率超预期急剧上升，区域性冲突加剧及扩散。

参考报告：《白银行业深度 I：全球白银供给将进入刚性低速增长新阶段》，2025-2-19



刘航 | 东兴证券电子行业首席分析师

S1480522060001, 021-25102909, liuhang-yjs@dxzq.net.cn

电子行业：科技龙头巡礼专题（三）：国产算力 AI 芯片专题-一文读懂华为昇腾 310 芯片

Q1：海外龙头复盘：如何看待英伟达的发展历程？英伟达自 1993 年成立以来，通过战略性的研发和合作，在 GPU 领域取得显著成就。英伟达公司在 1999 年上市，2006 年推出 CUDA 平台，使得 GPU 的应用扩展至数据科学和人工智能等多个领域。2016 年，英伟达发布了支持深度学习的超级计算机 DGX-1，进一步巩固其在 AI 时代的领导地位。目前，英伟达在数据中心、游戏、专业可视化和自动驾驶领域拥有广泛的产品和应用。英伟达凭借超前布局+构筑软硬件生态壁垒在算力芯片领域稳居龙头地位，华为昇腾的发展路径展现出对这一模式的借鉴与创新。

Q2：华为昇腾的发展情况是怎样的？华为昇腾顺应国家政策指引，推动国内 AI 计算发展。自 2018 年起，昇腾先后发布多款 AI 芯片和开源开发平台，致力于构建国产 AI 计算解决方案。随着国内 AI 算力需求快速增长，昇腾形成了涵盖基础软件、硬件、开发工具的完整生态系统，并广泛应用于政府、交通、电力等多个行业，昇腾在多领域建立了落地应用生态，如 AI+自动驾驶、AI+医疗等。基于华为的云、网、边、端协同优势，昇腾加速推动 AI 技术在各行业的落地，提升了其产品在市场中的竞争力。

Q3：以昇腾 310 芯片竞为例，昇腾芯片有优势有哪些？昇腾 AI 处理器本质上是一个 SoC，主要可以应用在和图像、视频、语音、文字处理相关的应用场景。其中 AI Core 是昇腾 AI 芯片的计算核心，主要负责执行矩阵、向量、标量计算密集的算子任务，采用达芬奇架构 310 芯片集成了 2 个 AI Core。异构计算架构(CANN)是对标英伟达的 CUDA + CuDNN 的核心软件层，包括引擎、编译器、执行器、算子库等，承载计算机的单元为 AI 芯片，异构计算架构主要负责调度分配计算到对应的硬件上。昇腾的 AI 处理器在算力方面具备一定优势，昇腾 310 芯片主要应用于边缘计算产品和移动终端设备等低功耗的领域，从算力上看，昇腾 910 和英伟达 A100 性能基本上相当，高性能的 Atlas 系列 AI 加速卡为数据中心提供强劲算力。

Q4：华为昇腾近期有哪些最新看点？昇腾在 2024 年继续升级产品和生态体系，包括发布 CANN 8.0 和 MindSpore2.4 版本，同时推动全国多个算力中心的适配工作。2025 年 2 月 1 日，硅基流动与华为云携手宣布联合首发，并正式上线基于华为云昇腾云服务的 DeepSeekR1/V3 推理服务。

Q5：华为昇腾有哪些相关的受益标的？昇腾作为 AI 硬件提供商的积极发展将为相关企业带来优质国产算力升级，助力 AI 领域的产业落地，AI 领域产业链发展有望加速，受益标的如下：科大讯飞、中芯国际、拓尔思、软通动力、华丰科技、广电运通、神州数码、博威合金、四川长虹、陕西华达等。

风险提示：产品研发及拓展不及预期、制造端产能不及预期、国产替代进度不及预期、贸易

摩擦加剧。

参考报告：《科技龙头巡礼专题（三）：国产算力 AI 芯片专题-一文读懂华为昇腾 310 芯片》，2025-2-21



李金锦 | 东兴证券汽车行业首席分析师

S1480521030003, 18515800578, lij-jys@dxzq.net.cn

汽车行业：汽车行业 1 月数据点评：新能源出口高增，智驾驱动结构性机会

事件：近日中汽协发布 2025 年 1 月汽车产销数据，1 月汽车产销分别完成 245 万辆/242.3 万辆，同比+1.7%/-0.6%，环比-27.2%/-30.5%。新能源汽车产销分别完成 101.5 万辆和 94.4 万辆，同比分别增长 29%和 29.4%。

点评：

国内：新能源占比持续提升，智驾驱动结构性机会。1 月份，国内汽车销量达 195.3 万辆，同比下降 2.1%。传统燃料车国内销量 116 万辆，同比下降 15.1%，新能源汽车国内销量 79.3 万辆，同比增长 26.2%。新能源汽车国内销量达到汽车总销量的 40.6%，较 24 年同期提高了 9.1%。据乘联会，纯电动车型零售在新能源中占比 57.8%，插混车型占比 33.6%，增程式占比 8.6%。

在今年春节假期较早的影响下，1 月份汽车国内销量较同期只微降，行业迎来平稳开局。在“两新”政策的加速落地后，叠加头部品牌如比亚迪持续推进智能驾驶及特斯拉 FSD 入华的有力影响，新能源汽车销量有望持续增长，我们也持续看好混动车型的发展前景。

出口：新能源同比大幅增长，插混车型打开增量空间。1 月汽车出口 47 万辆，环比下降 6.8%，同比增长 6.1%。传统燃料汽车出口 32 万辆，环比下降 13.8%，同比下降 6.6%；新能源汽车出口 15 万辆，环比增长 12.6%，同比增长 49.6%。其中，纯电动汽车出口 10 万辆，环比增长 20.4%，同比增长 22%；插混汽车出口 5 万辆，环比下降 0.1%，同比增长 172.6%。

整车出口前十企业中，奇瑞出口量达 8.1 万辆，同比下降 10.3%，占总出口量的 17.2%。与 24 年同期相比，比亚迪出口增速显著，出口达 7 万辆，同比增长 91.5%。中国新能源汽车工业目前在世界处于领先水平，我们预计 2025 年中国汽车出口仍将保持较快增速，比亚迪推进的智驾平权或对 2025 年汽车整体出口量有提振作用。

投资策略：我们认为智能化是汽车电动化的后半场，随着比亚迪大力投入智能驾驶领域，扩大大众对智驾的认知窗口，智驾能力将成为决定车企市场竞争力的关键因素。算力、大模型等 AI 技术的迭代升级也让高阶自动驾驶有望加速落地。具备领先训练数据、训练设施、智驾生态领域的头部企业有望获取更多市场份额。

华为凭借在 ICT 领域技术积累，业务不断延伸至联结、计算等领域，致力于构建万物互联的

智能世界，其在软件、硬件、芯片、终端、网络、云等领域均具备了较强的竞争力。汽车智能化的发展在多个场景下与 ICT 技术相匹配，经过前期大规模研发投入，华为在智能汽车领域逐步进入收获期。相关受益标的包括华为智选车模式下的赛力斯、江淮汽车、北汽蓝谷，及 HI 模式下的长安汽车。

我们认为混动化趋势将会持续提升，内燃机将以混动形式长期存在。零部件企业方面，我们看好国内涡轮增压壳体企业科华控股（603161）、气门传动组核心供应商新坐标（603040）、国内气缸套龙头公司中原内配（002448）等。

风险提示：补贴政策覆盖时长不及预期，智能驾驶推进力度不及预期，汽车行业竞争持续加剧，海外关税政策发生变化。

参考报告：《汽车行业 1 月数据点评：新能源出口高增，智驾驱动结构性机会》，2025-2-21



莫文娟 | 东兴证券能源首席分析师

S1480524070001, 010-66555574, mowj@dxzq.net.cn

能源行业：2 月原油价格环比回落，美国石油产品供应量减少

Brent 原油价格环比上月下跌，ESPO 原油现货价月环比下跌，中国原油现货月度均价月环比上涨。截至 2 月 14 日，Brent 和 WTI 原油期货结算价分别为 74.74 美元/桶和 70.74 美元/桶，环比上月下跌 6.48%和 8.72%；WTI、Brent 原油现货价格分别为 71.29 美元/桶、75.02 美元/桶，环比上月分别跌 9.55%、7.39%；ESPO 原油现货价格为 69.05 美元/桶，环比上月下跌 7.19%。1 月，OPEC 原油现货价格为 79.38 美元/桶，环比上涨 8.63%；中国原油现货月度均价（南海）为 70.24 美元/桶，环比上涨 9.09%，中国原油现货月度均价（胜利）为 76.92 美元/桶，环比上涨 5.68%。

OPEC 产量月环比下降，美国炼油厂可运营产能利用率继续下跌，石油产品供应量环比下降。1 月，OPEC 原油产量达 26678 千桶/天，环比上月下降 122 千桶/天，降幅为 0.46%，同比增 296 千桶/天，增幅 1.12%。截至 2 月 7 日，美国炼油厂可运营周平均产能利用率为 85.00%，环比上月下跌 6.70 个百分点；石油产品供应量为 19624 千桶/天，环比上月下降 1049 千桶/天，降幅为 5.07%。

美国原油出口数量环比上月增长；中国原油出口数量大幅增长。1 月，美国原油出口数量月度均值为 3937.60 千桶/日，环比上月增长 45.10 千桶/日，增幅为 1.16%；12 月，中国原油出口数量为 417225.08 吨，环比增长 65.81%。

结论：截至 2 月 14 日，原油价格环比上月下跌。1 月，OPEC 和中国原油现货月度均价月环比上涨。截至 2 月 7 日，美国炼油厂可运营产能利用率继续下跌；石油产品供应量环比下降。1

月 OPEC 产量月环比下降；美国原油出口数量环比上月增长。12 月中国原油出口数量大幅增长。

风险提示：地缘政治风险；能源价格大幅波动的风险；需求不及预期的风险。

参考报告：《2 月原油价格环比回落，美国石油产品供应量减少》，2025-2-20



刘嘉玮 | 东兴证券非银分析师

S1480519050001, 010-66554043, nkuliujiawei@126.com

非银行业：积极发挥资本市场功能，做好金融“五篇大文章”政策细则落地

为深入贯彻党的二十届三中全会、中央金融工作会议、中央经济工作会议精神和《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》部署要求，积极发挥资本市场功能，着力做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融“五篇大文章”，更好服务经济社会高质量发展，证监会制定了资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见。

投资建议：《实施意见》是中央经济工作会议和证监会工作会议相关政策的细化和补充，通过进一步突出国家对科技型企业等新质生产力主要载体的支持，加快资本市场要素改革，提升资本市场运行效率，最终实现资本市场生态优化和场内资金预期回报的提升。**对于证券行业而言**，资本市场持续性的环境优化对行业各项业务开展均大有裨益，有助于行业业绩改善和估值提升，未来更多改革和业务创新落地也有望拓宽券商业务结构，更大的发挥资本中介优势，亦可借财富管理业务大发展的有利契机，做大客户基本盘。**对于保险行业而言**，随着资本市场环境的持续改善和保险资金更大规模参与权益市场投资，投资收益率有望显著提升，自身长期面临的“资产荒”和利差损压力均有望得到显著缓解，自身资质的提升和流动性的改善有望实现“戴维斯双击”，助力板块估值修复。

整体上看，证券和保险行业马太效应不断增强，未来行业头部机构估值上升的空间有望打开，建议持续重点关注。此外，在 ETF 蓬勃发展的大环境下，出于投资需求的差异化，证券保险 ETF 的投资价值也应继续重点关注。

风险提示：宏观经济下行风险、政策风险、市场风险、流动性风险。

参考报告：《非银行金融行业：积极发挥资本市场功能，做好金融“五篇大文章”政策细则落地》，2025-2-10



程诗月 | 东兴证券农业分析师

S1480519050006, 010-66555458, chengsy_yjs@dxzq.net.cn

农林牧渔行业：一号文正式发布，关注粮食安全和农业新质生产力

事件：2025年2月23日，题为《中共中央 国务院关于进一步深化农村改革 扎实推进乡村全面振兴的意见》的中央一号文件正式发布。这是中央一号文件自2004年以来连续22年聚焦三农问题。

大篇幅聚焦粮食安全。正如我们在一号文前瞻报告中的预判，粮食安全的政策关注度再度提升，25年中央一号文件中以一章节共九方面内容大篇幅聚焦了粮食安全与农产品稳保供给。其中重点强调要提升粮食单产，要“稳定粮食播种面积，主攻单产和品质提升，确保粮食稳产丰产。进一步扩大粮食单产提升工程实施规模，加大高产高效模式集成推广力度，推进水肥一体化，促进大面积增产”。一号文件对农产品从种源、生产、收获、防灾、销售到消费全流程做出了系统性的部署和安排。

首提“农业新质生产力”。25年中央一号文件中在“推进农业科技力量协同攻关”的部分首次提出“因地制宜发展农业新质生产力”。结合农业农村部近期发布的《全国农业科技创新重点领域（2024-2028年）》，培育发展农业新质生产力，要聚焦农业新品种培育、耕地质量提升、农机装备研制、农作物病虫害防控、畜禽水产疫病防控、高效种植养殖、绿色低碳农业、农产品加工与食品制造、农产品质量安全、乡村发展10大重点领域。中央一号文件则重点提及了生物育种、农机装备和智慧农业三个方面：

- **生物育种：**一号文内容表述为“深入实施种业振兴行动，继续推进生物育种产业化”。我们认为，生物育种作为提升农作物单产的重要手段，其推广应用范围有望进一步扩大，推荐标的隆平高科、大北农，其他相关标的登海种业、荃银高科等。
- **农机装备：**一号文内容表述为“推动农机装备高质量发展，加快国产先进适用农机装备等研发应用，推进老旧农机报废更新”。我们认为，高质量国产农机或迎来进口替代机遇。相关标的包含一拖股份、吉峰科技、中联重科等。
- **智慧农业：**一号文内容表述为“支持发展智慧农业，拓展人工智能、数据、低空等技术应用场景”。

投资策略：25年中央一号文件聚焦粮食安全并首提“农业新质生产力”。参考我们25年2月19日发布的一号文前瞻报告《农林牧渔行业：一号文发布在即，关注农业板块投资机遇》，通过复盘过去21个“一号文”带来的板块行情变化，我们明确“一号文”给农业板块带来的主题性投资机会确定性较强，建议关注粮食安全和农业新质生产力相关的生物育种、农业机械和智慧农业的相关投资机遇。

风险提示：生物育种推广进度不及预期，政策支持力度不及预期，极端天气风险等。

参考报告：《农林牧渔行业：一号文正式发布，关注粮食安全和农业新质生产力》，2025-2-24

分析师承诺

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

风险提示

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

免责声明

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

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

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

行业评级体系

公司投资评级(A股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级(A股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B
座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际
大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526