

晨会纪要

数据日期: 2025-02-24	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)	3373.02	10983.04	3969.71	11921.78	3066.04	1100.05
涨跌幅度(%)	-0.18	-0.07	-0.21	0.09	-0.27	0.48
成交金额(亿元)	8028.47	12776.35	4550.88	4470.83	6194.05	1893.88

晨会主题

【重点推荐】

行业与公司

比亚迪电子(00285.HK) 深度报告: 比亚迪核心供应商, 数据中心+机器人业务未来可期

【常规内容】

宏观与策略

固定收益专题研究: 固定收益专题报告-机构投资行为研究系列: 保险资产配置研究

固定收益周报: 市场风险偏好上升, 超长债暴跌

策略专题: 策略周思考-科技成长“关键三问”

行业与公司

化工行业快评: 钾肥行业点评-白俄罗斯、俄罗斯钾肥相继减产, 全球钾肥有望景气复苏

传媒互联网周报: DeepSeek 将开源 5 大代码库, xAI 成立游戏工作室

社会服务行业双周报(第101期): 外卖行业提升骑手职业保障, 蜜雪冰城启动港股招股

机械行业周报: 制造成长周报(第2期)-Figure 发布首个通用 VLA 模型 Helix, 阿里将加大云和 AI 基建投入

汽车智能化月报系列(二十一): 智驾平权, AI 推动汽车板块估值重塑

汽车行业周报(25年第8周): 上汽与华为签署深度合作协议, 多家车企切入人形机器人赛道

食品饮料周报(25年第8周): 白酒进入需求淡季, 大众品需求磨底静待催化

海外市场专题: 美元债双周报(25年第8周)-美国经济滞涨迹象初现, 美债利率回落

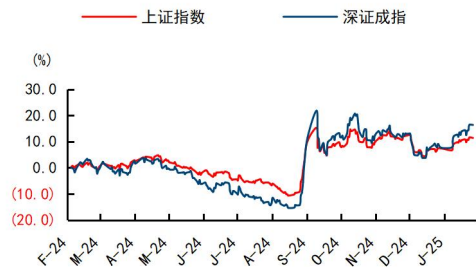
人工智能周报(25年第8周): Deepseek 拉动云计算需求, 巨头加码 AI 投入

交通运输行业周报: 春运平稳收官, 关注地缘政治问题对航运景气度的影响

非银行业快评: 2024 年四季度保险业资金运用情况点评-风险偏好回升的拐点

农业行业周报: 农产品研究跟踪系列报告(149)-中央一号文件发布窗口临近, 关注转基因变革下的种业成长机会

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 02月25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	23341.61	-0.58

基金指数 02月25日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3230.50	-0.07
股票基金指数	10318.05	1.79
混合基金指数	9616.87	1.97

汇率 02月25日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.04	0.09
美元兑人民币	7.24	-0.04
美元兑港币	7.77	0.06
美元兑日元	149.71	0.28

非流通股解禁 02月25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

农业行业快评: 2025 年中央一号文点评-首次提出“农业新质生产力”,
聚焦粮食、畜牧与农业科技三大方向

电子行业周报: 估值扩张进行时, 关注算力大潮下的 ASIC 及企业级存储
机遇

思摩尔国际 (06969.HK) 深度报告: 全球合规雾化龙头, HNB 打开成长空
间

金融工程

金融工程专题报告: 金融工程专题研究-华夏可选消费 ETF 投资价值分析
——刺激政策持续助力, 可选消费潜力待发

金融工程日报: 沪指震荡下跌, AI 应用题材普遍回调

【重点推荐】

行业与公司

◆ 比亚迪电子(00285.HK) 深度报告:比亚迪核心供应商,数据中心+机器人业务未来可期

平台型智能制造企业,广泛布局汽车、消费电子、AI 算力等领域。比亚迪电子是全球领先的平台型高端制造企业,成立于 1995 年,于 2007 年从控股股东比亚迪股份有限公司分拆于港交所主板独立上市,业务涵盖消费电子、新型智能产品、汽车电子及数据中心等多个领域。公司以消费电子零部件及组装业务起家,逐步拓展至智能家居、储能产品、汽车智能系统等高附加值领域。2023 年,公司消费电子和汽车业务营收分别达到 974.2 亿元和 140.96 亿元,分别占比 75%和 11%,同比增长 19%和 52%。

收购捷普加深与苹果合作,有望受益 AI 换机浪潮。比亚迪电子为 iPad/iPhone/Apple Watch 等产品供应零部件和组装服务,2023 年底,公司收购捷普移动制造业务,进一步加深与大客户的合作。此外,公司也为安卓系、鸿蒙手机提供金属、3D 玻璃等关键零部件及整机组装服务,预计未来消费电子业务将继续保持稳定增长。随着 Apple Intelligence 的落地,以及 AI 催化的 AIoT 领域的创新,公司有望随消费电子市场回暖,迎量价齐增。

比亚迪持续推进“平权”战略,公司深度配套,产品结构持续优化。在汽车电子领域,比亚迪电子背靠母公司比亚迪,从智能座舱开始,逐步增加智能驾驶域控、智能悬架、热管理系统等高附加值产品。2024 年,公司开始量产主动悬架等高端汽车电子部件,并继续深化与国内外车企的合作。随着比亚迪智驾向 10 万元以下车型渗透,公司的智驾域控产品有望充分受益,我们预计比亚迪电子的汽车电子业务预计将保持约 40%的年增速,成为公司业绩增长的重要驱动力。

新型智能业务多领域协同布局,切入英伟达产业链。公司新型业务包括户用储能、智能家居、游戏硬件、无人机、物联网、机器人、数据中心等。服务器领域,公司产品线涵盖企业级通用服务器、存储服务器、AI 服务器及液冷散热方案等,公司及子公司为英伟达合作伙伴,与英伟达合作进行液冷研发。AI 端侧,公司开发了基于英伟达平台的 AMR 机器人等产品。

盈利预测与估值:我们预计 2024-26 年归母净利润 46.8/62.1/77.7 亿元(+16%/33%/25%),EPS 分别为 2.1/2.8/3.5 元。基于可比公司相对估值,我们给予公司 25 年 24-29 倍 PE,对应目标价 66.12-79.89 元,相对于公司目前股价有 18%-42%溢价空间。首次覆盖,给予“优于大市”评级。

风险提示:比亚迪销量不及预期、智能驾驶渗透不及预期、苹果新品销量不及预期。

证券分析师: 胡剑(S0980521080001)、胡慧(S0980521080002)、叶子(S0980522100003)、张大为(S0980524100002)、詹浏洋(S0980524060001)、李书颖(S0980524090005)

联系人: 连欣然

【常规内容】

宏观与策略

◆ 固定收益专题研究:固定收益专题报告-机构投资行为研究系列:保险资产配置研究

保险行业资产配置总览。近年来保险资金运用增速持续上升,保险资金运用规模的快速增长,和行业保费收入的持续扩大高度相关。资产配置细项来看,保险资金债券投资规模增长加快,其中政府债券为保险机构固收投资第一大资产。保险公司配置固收类资产整体评级较高,从保险公司固定收益类投资资产信用评级账面余额分布来看,AAA 级资产和免评级资产合计占债券投资总额 90%以上。除固收类资产外,权益类资产也是保险机构资产配置的一个重要类别,近三年保险配置的权益类资产(股权投资+股票投资)占比相对稳定,约为 15%左右,为固收类资产之外的第二大资产配置类别。

典型保险公司资产配置比较。以中国人寿、中国平安、中国人保和中国太保四家大型保险公司的资产配置数据来看，2023 年底，大类资产配置上固定收益类投资大致占比 7 成，权益类投资 2 成。2023 年，中国平安总投资收益率最高，为 3.6%，中国人寿最低，为 2.7%。债券资产配置方面，2023 年底四家保险公司债券持仓平均为 51.2%，且多以持有到期为目的。信用债信用风险暴露方面，四家保险公司持仓债券外部评级分布普遍较高，AAA 级占比平均为 88.7%，其中中国平安持仓债外部评级分布相对更低，AAA 级占比 61.5%。

保险机构债券市场交易行为分析。从交易数据来看，2024 年保险机构加大债券资产净买入，几乎所有月份债券净买入规模高于近三年同期。截至 2024 年 12 月末，保险机构净当年债券净买入量为 21,623 亿元，与 2023 年 10,342 亿元，2022 年 6,256 的水平相比明显增加。季节性来看，保险机构净买入债券规模存在明显的季节性特征，往往 1、2、7、10 月份净买入规模较小，6、8、9、12 月份净买入规模较大。债券品种来看，地方政府债为保险机构最稳定且规模最大的净买入品种。期限维度来看，超长债（期限 10 年以上）为保险机构净买入主力。

风险提示：本报告为历史分析报告，不构成任何对市场走势的判断或建议；数据口径披露差异、数据披露不全；

证券分析师： 赵婧（S0980513080004）、季家辉（S0980522010002）、董德志（S0980513100001）

◆ 固定收益周报:市场风险偏好上升，超长债暴跌

超长债复盘：上周资金面再度收紧，习主席出席民营企业座谈会并发表重要讲话，A 股继续上涨创年内新高，债市大幅调整，超长债暴跌。成交方面，上周超长债交投活跃度大幅回升，交投非常活跃。利差方面，上周超长债期限利差走阔，品种利差也走阔。

超长债投资展望：

30 年国债：截至 2 月 21 日，30 年国债和 10 年国债利差为 19BP，处于历史偏低水平。年初以来央行暂停在公开市场买入国债，资金面也一度收紧，近期投资者对“适度宽松的货币政策”出现分歧。我们认为，春节以来经济亮点增多，国内科技股也出现了强劲上涨，但是市场对经济达成共识仍需时间验证，预计近期债市仍震荡为主。当前 30 年国债期限利差极低，期限利差保护度有限。

20 年国开债：截至 2 月 21 日，20 年国开债和 20 年国债利差为 0BP，处于历史极低位置。年初以来央行暂停在公开市场买入国债，资金面也一度收紧，近期投资者对“适度宽松的货币政策”出现分歧。我们认为，春节以来经济亮点增多，国内科技股也出现了强劲上涨，但是市场对经济达成共识仍需时间验证，预计近期债市仍震荡为主。当前 20 年国开债品种利差极低，品种利差保护度有限。

一级发行：上周超长债发行量激增。和上上周相比，超长债总发行量大幅上升。

成交量：上周超长债交投非常活跃。和上上周相比，上周超长债交投活跃度大幅上升。

收益率：上周资金面再度收紧，习主席出席民营企业座谈会并发表重要讲话，A 股继续上涨创年内新高，债市大幅调整，超长债暴跌。

利差分析：上周超长债期限利差走阔，绝对水平偏低。上周超长债品种利差走阔，绝对水平偏低。

风险提示：海外市场动荡，全球不确定性上升。

证券分析师： 赵婧（S0980513080004）、季家辉（S0980522010002）、董德志（S0980513100001）

◆ 策略专题:策略周思考-科技成长“关键三问”

近期行情特征：科技成长持续领跑

近一周 A 股市场先抑后扬，伴随阿里资本开支超预期，下半周科技主线实现自我强化，周五恒生科技、科创 50、科创综指分别收涨 6.53%、5.97%、4.38%。风格上看，中小盘相对大盘表现更好，但微盘股赚钱效应并非最佳。行业层面看，AI、机器人含量较高的通信、机械、电子、汽车、计算机近一周领涨，主题层面聚焦宇树机器人和恒生半导体，上述概念核心标的涨幅在 20%+。

核心问题 1：对 AI 和机器人的交易是否过热？

1) 题材容量：策略容量较小的题材，核心标的断板补跌往往确认主题情绪的阶段性熄火，大容量题材在成交赶顶的过程中仍能通过扩散接续避免短期情绪过热；2) 情绪周期：涨停家数尚可，“2进3”晋级率不低，算力和机器人产业链中位连板核心标的数量充足；3) 历史回顾：上轮“茅”“宁”经历了至少2-3轮的“成交额破新高→构筑新中枢”的过程，当前TMT板块成交热度占比仅为第一次破新高，未出现长期性、系统性地热度中枢抬升。

核心问题2：当前科技成长的逼空交易是生拔估值还是系统性重估？

AI+机器人是产业层面的“大重估”。1) DeepSeek模型的弯道超车，国产大模型实现算力平权，不同于泛消费领域C端“质价比”逻辑，国产大模型质价比提升驱动下游应用爆发式增长，同时反哺B端收入、提升C端利润率；2) DCF视角：大模型之于企业价值提升的传导机制在于现金流生成的范式迁移；3) 从生产函数出发，重估体现在对生产函数的重定义，具体包括技术乘数裂变、资本形态进化(K→KAI)、劳动价值重构。

核心问题3：后续如何演绎，如何布局？

从成长投资的第一性原理出发：“逐月舍星看龙头”：行业门槛是龙头市场份额的核心保障，门槛高的行业“赚钱不辛苦”；产能建设提升领先于利润或份额提升，行业内具有先发优势的企业“赚钱不辛苦”，产能建设周期前置的龙头企业在估值合理时买入并长期持有。

“深化央企AI+”“算力强基揭榜”、“人形机器人专项”催化，顺势而为挖掘受益方向：1) 运营商、IDC服务商、IDC通信设备商；2) 整车厂、卡位丝杠、减速器、电机、传感器、结构件的零部件厂商；3) 算力全程受益。

风险提示：海外地缘冲突加剧；指数、个股梳理仅基于客观数据，不涉及主观意见及推荐

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

行业与公司

◆ 化工行业快评：钾肥行业点评-白俄罗斯、俄罗斯钾肥相继减产，全球钾肥有望景气复苏

(1) 根据百川盈孚数据，截至2月20日国内氯化钾现货价格为2940元/吨，较上周上涨7.1%，较春节前上涨13.8%，较年初上涨16.9%；(2) 2025年2月18日，根据俄罗斯乌拉尔钾肥官网报道，乌拉尔钾肥的三座矿山Berezniki-2、Berezniki-4、Solikamsk-3将在2025年二季度和三季度暂时停产进行维护。

国信化工观点：

1) 春耕即将开启，港口库存处于低位，春节后国内钾肥价格上大涨400-500元/吨：截至2月20日，港口62%俄白钾报价3050-3150元/吨，60%老挝白粉报价2900-2950元/吨，60%俄红粉报价2780-2850元/吨，60%大红颗粒报价3200-3400元/吨；边贸口岸62%白晶报价2930-2980元/吨。价格上涨主要原因包括(1) 国内青海地区氯化钾由于季节性原因开工率处于低位，目前仅不到4成；(2) 国内氯化钾库存处于低位，截至2月20日，国内氯化钾港口库存为301.8万吨，较去年同期减少121.0万吨，降幅为28.6%，其中包括150万吨国储；(3) 市场库存主要集中在大贸易商手中，市场流通货源较少；(4) 春耕备肥期是全年国内化肥需求量最大的时间段，复合肥厂即将开始钾肥储备，对于氯化钾需求提升。

2) 钾肥是寡头垄断格局，2025年白俄罗斯、俄罗斯相继减产，全球钾肥供需紧平衡：全球仅有14个国家有钾资源储备，2024年全球钾肥表观消费量约7200万吨，其中俄罗斯、白俄罗斯产量占比分别为20%、15%，2025-2026年预计仅有亚钾国际200万吨产能投放，需求表观增速2%左右。2025年1月Argus报道，白俄钾计划在其索利戈尔斯克4号矿区开展大规模设备维护作业，预计将于2025年7月结束，将导致其钾肥产量减少约90-100万吨；2025年2月俄罗斯乌拉尔钾肥官网报道，其三座矿山将在2025年二季度和三季度暂时停产进行维护，预计第二季度产量至少减少30万吨，第三季度产量水平取决于维护结果，并进一步减少40万吨出口供应量。我们预计俄钾、白俄钾全年出口量将下降130-150万吨，同比降低7%-8%，叠加东南亚、拉美等农业主产区的需求季节性增长，全球钾肥供需呈现紧平衡态势。

3) 两俄受到欧美制裁成本提升,美、加关税冲突或加剧价格上行,全球钾肥有望景气复苏:白俄罗斯由于受到欧盟及美国制裁,钾肥无法通过原有距离最近的立陶宛克达佩莱港口出口,绕道通过俄罗斯圣彼得堡港口、摩尔曼斯克港口出口,陆上运输距离由 600 公里增加至 2000 公里以上,运输成本大幅增长,我们预计全球钾肥价格底部在 CFR 280 美元/吨。特朗普上任后宣布将对从加拿大进口的商品征收额外关税,加拿大回应将采取报复性关税,加拿大是全球最大钾肥出口国,其中美国是加拿大最大钾肥进口国,2023 年美国进口钾肥 1170 万吨,其中 87%来自加拿大,若美国、加拿大关税冲突落地,或将拉动全球钾肥价格上行。本周加拿大 Nutrien 公司对美国市场钾肥提价 20 美元/吨达到 320 美元/吨,对加拿大市场提价 30 加元/吨,东南亚地区目前钾肥 CFR 价格为 310-320 美元/吨,较年初上涨 20 美元/吨。

4) 投资建议:重点推荐【亚钾国际】,公司目前拥有老挝甘蒙省 263.3 平方公里钾盐矿权,折纯氯化钾资源总储量约 10 亿吨,2024 年前三季度氯化钾产量 132 万吨、销量 124 万吨。公司 179#矿第二、第三个百万吨正在建设,有望于 2025 年中投产,预计公司 2025、2026 年氯化钾产量分别为 280 万吨、400 万吨,前三个百万吨完全满产有望达到 500 万吨产量。

风险提示:氯化钾价格大幅波动的风险;氯化钾减产程度不及预期的风险;新项目投产的风险;自然灾害频发的风险;地缘政治风险;国内外政策风险等。

证券分析师: 杨林(S0980520120002)、薛聪(S0980520120001)

◆ 传媒互联网周报:DeepSeek 将开源 5 大代码库,xAI 成立游戏工作室

传媒板块本周表现:行业下跌 1.38%,跑输沪深 300,跑输创业板指。本周(2.15-2.21)传媒行业下跌 1.38%,跑输沪深 300(1.00%),跑输创业板指(2.99%)。其中涨幅靠前的分别为盛通股份、慈文传媒、每日互动、ST 华通等,跌幅靠前的分别为紫天科技、光线传媒、横店影视、博纳影业等。横向比较来看,本周传媒板块在所有板块中涨跌幅排名第 25 位。

重点关注:DeepSeek 将开源 5 大代码库、阿里通义万相开源视频生成模型,OpenAI 在全球扩展 Operator,xAI 成立游戏工作室。1) DeepSeek 宣布即将开源 5 个项目;2) 阿里通义万相宣布即将开源视频生成模型 WanX2.1;3) OpenAI 在全球扩展人工智能代理服务 Operator 以提升用户体验;4) 马斯克旗下 xAI 宣布,其新成立的游戏工作室可以利用 Grok3 模型在几分钟内生成完整的游戏,或将颠覆游戏行业。

本周重要数据跟踪:《哪吒之魔童闹海》带动观影需求释放。1) 本周(2月17日-2月23日)电影票房 19.63 亿元。票房前三名分别为《哪吒之魔童闹海》(16.69 亿元,票房占比 85.0%)、《唐探 1900》(1.41 亿元,票房占比 7.2%)、《熊出没·重启未来》(0.29 亿元,票房占比 1.4%);2) 综艺节目方面,《演员请就位 3》、《一路繁花》、《妻子的浪漫旅行 2025》、《火星情报局第七季》和《快乐再出发山海季》排名居前;3) 游戏方面,2025 年 1 月中国手游收入前三名分别为点点互动《Whiteout Survival》、米哈游《原神》和腾讯《PUBG Mobile》。

投资建议:持续看好 AI 应用以及高景气的 IP 谷子,关注游戏、影视、广告板块反转机会。1) DeepSeek 将开源五个项目、阿里通义万相宣布即将开源视频生成模型 WanX2、OpenAI 在全球扩展人工智能代理服务 Operator、xAI 的游戏工作室利用 Grok3 在几分钟内生成完整游戏,应用端安卓时刻临近,持续看好 AI 应端机会(具体标的见正文投资建议部分)。国漫崛起,IP 谷子产业景气度持续向上,看好 IP、运营、渠道等环节,核心推荐泡泡玛特,关注产业链其他个股机会(广博股份、姚记科技等)。同时关注 VR/AR、数据要素、文化出海等泛科技主题方向主题;2) 《哪吒 2》票房持续创新高,看好影视板块复苏,推荐渠道(万达电影、猫眼娱乐)以及内容(光线传媒、华策影视等);景气度有望底部持续改善:游戏板块推荐恺英网络、巨人网络、吉比特等标的;媒体端关注经济底部向上带来的广告投放增长(分众传媒、芒果超媒、哔哩哔哩等);同时从高分红、低估值角度关注出版板块。

风险提示:监管政策风险;业绩风险;商誉及资产减值风险等。

证券分析师: 张衡(S0980517060002)、陈瑶蓉(S0980523100001)

◆ 社会服务行业双周报(第 101 期):外卖行业提升骑手职业保障,蜜雪冰城启动港股

招股

周观点：外卖平台加码骑手权益保障，社服板块投资机遇分析。近期京东、美团、饿了么等外卖平台相继宣布强化骑手权益保障，计划于 2025 年起逐步为全职及稳定兼职骑手缴纳社保或工伤保险。此举对社服板块影响显著：1) 对 B 端餐饮企业：外卖已成核心收入渠道，截至 2024 年底，百胜中国（肯德基、必胜客）、九毛九（九毛九、太二）等品牌外卖占比已在 20-40% 区间，茶饮行业外卖 GMV 占比超 45%（古茗招股书 2023 年数据），平台“0 佣金”政策或短期提振餐企收入，同时上市餐饮公司对自有骑手社保等问题本身也有较高要求，我们分析影响较为可控。2) 对人力资源服务企业：企业用工合规需求提升，兼具风险转移与成本优势的外包业务或成增长点，建议关注合规人服公司机遇。3) 互联网平台：短期用工成本或上升，但总体规模可控，且平台可通过调整灵活用工骑手结构及长期成本分摊（消费者/骑手端）缓解压力。美团作为行业龙头，长期价值凸显，建议逢低布局。

板块复盘：消费者服务板块报告期内上涨 3.42%，跑赢大盘 1.22pct。报告期内国信社服板块涨幅居前的股票为同道猎聘、米奥会展、学大教育、科德教育、科锐国际、华住集团-S、北京人力、九毛九、众信旅游、国旅联合。

行业新闻：国务院常务会议提出以服务贸易与消费为抓手稳外贸扩内需，同时主动对接国际高标准经贸规则，在电信、教育、文化、医疗、金融等领域研究推出一批新的开放举措。上海新一轮消费券首次采用“摇号领取”模式，旨在提升消费体验。携程调整核心高管架构，聚焦 AI 技术创新与国际化战略；华住集团发布“新前台模式”，通过智能设备将入住流程压缩至 10 秒。京东以“零佣金”入局外卖市场，外卖平台京东、美团、京东等相继宣布强化骑手权益保障。蜜雪冰城启动港股招股。库迪咖啡升级“触手可及”计划，整合便利店业态。教育科技行业掀起 DeepSeek 应用潮。

投资建议：维持“优于大市”评级。伴随国家不断出台扩大内需的利好政策，报告期内社服板块估值迎来大幅修复。目前经济环境和市场风格下建议配置美团-W、携程集团-S、海底捞、学大教育、天立国际控股、亚朵、同程旅行、同庆楼、北京人力等。中线优选中国中免、美团-W、华住集团-S、学大教育、携程集团-S、海底捞、天立国际控股、同程旅行、北京人力、BOSS 直聘、科锐国际、锦江酒店、同庆楼、行动教育、宋城演艺、百胜中国、九毛九、粉笔、海南机场、米奥会展、传智教育、君亭酒店、峨眉山 A、天目湖、三特索道、黄山旅游、广州酒家、首旅酒店、中青旅、奈雪的茶、东方甄选等。

证券分析师：曾光（S0980511040003）、钟潇（S0980513100003）、张鲁（S0980521120002）、杨玉莹（S0980524070006）

◆ 机械行业周报:制造成长周报（第 2 期）-Figure 发布首个通用 VLA 模型 Helix，阿里将加大云和 AI 基建投入

行业动态：人形机器人-2 月 20 日晚，Figure AI 发布首个通用 VLA 模型 Helix，在“多个维度”打破行业记录；2 月 18 日，王兴表示 2026 年-2027 年人形机器人将在服务业、工业等部分场景落地；2 月 20 日，智元机器人制造工厂 2024 年已下线 1000 台人形机器人。光刻机-2 月 19 日，尼康透露正在开发兼容 ASML 主导的浸没式 ArF 光刻生态的新型光刻机产品。低空经济-2 月 22 日，首届低空经济创业者年会暨资源交流大会在浙江杭州举行。AI 基建-2 月 20 日，阿里巴巴表示未来 3 年在云和 AI 基础设施上的投入预计将超越过去 10 年总和。

政府新闻：人形机器人-2 月 18 日，广东省委书记召开人工智能与机器人发展座谈会，华为、昊志机电、逐际动力、汇川技术、普渡科技、库卡机器人、拓斯达等公司代表出席发言；2 月 23 日，深圳市政府召开发布会，表示近期还将发布人形机器人专项政策、并将在全市科技重大专项中安排人工智能和机器人专项。

公司动态：人形机器人-2 月 21 日，中鼎股份与众擎机器人签署战略合作协议，以共同提升人形机器人相关产品的生产工艺和交付质量水平；2 月 22 日，中国移动具身智能产业创新中心专场招聘开启，该中心致力于打造国内领先、世界一流的机器人产业创新中心。智能焊接-2 月 21 日，中集集团表示中集飞秒智能焊接机器人目前主要应用于钢结构、造船等行业。

本周重点关注标的：冰轮环境、应流股份、安徽合力；恒立液压、国茂股份；汇成真空。

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，今年有望小批量量产，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) 减速器环节：【绿的谐波】【国茂股份】；2) 丝杠环节：【恒立液压】【绿的谐波】【震裕科技】；；3) 电机环节：【兆威机电】【雷赛智能】【伟创电气】【步科股份】等；4) 灵巧手：【兆威机电】；5) 其他：【汇川技术】【中坚科技】【东华测试】【德马科技】【永创智能】【金帝股份】【国机精工】【东华测试】等。

2、AI 基建：AI 需求推动数据中心持续增长，AI 基建端燃气轮机作为主用电源受益于数据中心增量，制冷设备端也是数据中心基建核心受益环节，重点关注【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，AI 赋能将带动无人叉车智能化程度进一步提升，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】。

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。重点关注【柏楚电子】。

7、煤化工设备：新疆煤炭资源丰富+缓解能源安全问题，未来五年新疆煤化工项目投资或超 5000 亿元，投资 1700 亿元国家能源集团哈密能源项目已全面启动建设，设备环节占比近一半有望充分受益，重点关注【中泰股份】【航天工程】【川仪股份】【博隆技术】。

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）

◆ 汽车智能化月报系列（二十一）：智驾平权，AI 推动汽车板块估值重塑

行业新闻：1) 长安汽车发布“北斗天枢 2.0”计划；2) 吉利汽车将在 3 月发布 AI 智能化战略布局；3) 零跑 B10 车型 3 月 10 日预售，15 万级首搭激光雷达城区智驾；4) 多家车企与 DeepSeek 完成深度融合，赋能智能化；5) 图达通拟赴港 IPO；6) 地平线与一汽奔腾正式达成战略合作，携手加速智能驾驶量产普惠；7) 黑芝麻智能预计 2024 年扭亏为盈。

高频核心数据更新：1) 800 万像素摄像头占比持续提升。2024 年 12 月，乘用车前视摄像头渗透率为 63%，其中 800 万像素摄像头占比为 21.8%，同比+14.4pct，环比+0pct；2) 华为驾驶芯片占比持续提升。2024 年 12 月，乘用车自动驾驶域控制器渗透率为 18.8%，其中地平线、英伟达、特斯拉 FSD、华为芯片占比分别为 16.5%、1.6%、13.6%、32.1%，同比分别变动+6.9%、-0.9%、-2.4%、+3.3pct，环比分别变动+0.9%、-0.2%、+0.3%、-0.2pct。3) 激光雷达市占率持续提升。2024 年 12 月，乘用车标配激光雷达功能的渗透率为 6.6%，同比+3.6pct，环比+0pct。参考高工智能汽车数据，2024 年激光雷达供应商市场份额（不含选装）为速腾聚创（32.6%）、华为（27.7%）、禾赛科技（26.2%）、图达通（13.4%）。

智能驾驶：标配 L2 级以上功能的乘用车渗透率 12 月同比+5.9pct。2024 年 12 月，乘用车行业 L2 级以上渗透率为 16.4%，同比+5.9pct，高速 NOA、城区 NOA 渗透率分别为 15.3%、10.2%，同比分别+7%、+7pct，环比分别+0%、+0pct。1) 传感器：渗透率角度，前视摄像头、前向毫米波雷达、激光雷达 12 月的渗透率分别为 63.0%、50.4%、6.6%，同比分别变动+9%、-1%、+4pct，环比分别变动+3%、+1%、+0pct。2) 域控制器：2024 年 12 月，乘用车自动驾驶域控制器渗透率为 18.9%，同比+9.5pct，环比+0.6pct。

智能座舱：大屏化产品、HUD、座舱域控制器等单品渗透率持续提升，本土企业崛起。从渗透率看，10 寸以上中控屏、10 寸以上液晶仪表、HUD、智能座舱域控制器 12 月渗透率分别为 83.5%、53.5%、17.2%、34.7%，同比分别变动+7%、+7%、+6%、-pct，环比分别变动+0%、+3%、+1%、+2pct。

智能网联：OTA、T-BOX12月渗透率分别76.2%、72.1%，同比分别+8、+5pct。

投资建议：整车推荐小鹏汽车、赛力斯。零部件推荐：数据获取，推荐豪恩汽电；数据传输，推荐沪光股份；数据处理，推荐科博达、华阳集团、均胜电子；数据应用，推荐星宇股份、华阳集团、保隆科技、伯特利。

风险提示：汽车智能驾驶渗透速度不及预期风险，销量不及预期风险。

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

◆ 汽车行业周报（25年第8周）：上汽与华为签署深度合作协议，多家车企切入人形机器人赛道

月度产销：根据中汽协数据，1月汽车产销分别完成245万辆和242.3万辆，环比分别下降27.2%和30.5%，产量同比增长1.7%，销量同比下降0.6%。乘用车产销分别完成215.1万辆和213.3万辆，环比分别下降28.4%和31.6%，同比分别增长3.3%和0.8%。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%。新能源汽车新车销量占汽车新车总销量的39%。汽车出口47万辆，环比下降6.8%，同比增长6.1%。

周度数据：根据上险数据，2月10日-2月16日，国内乘用车上牌33.85万辆，同比+220.7%，环比+35.5%；其中新能源乘用车上牌17.13万辆，同比+420.3%，环比+63.8%。2月累计更新（2.3-2.16）：2月国内乘用车累计上牌58.83万辆，同比+61.2%；其中新能源乘用车累计上牌27.59万辆，同比+157.4%。

本周行情：本周（20250217-20250221）CS汽车上涨4.45%，CS乘用车上涨3.05%，CS商用车上涨2.3%，CS汽车零部件上涨6.16%，CS汽车销售与服务上涨0.73%，CS摩托车及其他上涨3.77%，电动车上涨4.63%，智能车上涨5.35%，同期的沪深300指数上涨1.68%，上证综合指数上涨1.64%。CS汽车强于沪深300指数2.77pct，强于上证综合指数2.8pct，年初至今上涨32.75%。

成本跟踪和库存：截至2025年2月10日，浮法平板玻璃、铝锭类、锌锭类价格分别同比去年同期-31.4%/+7.1%/+11.5%，分别环比上月同期+0.5%/+2.6%/-8.6%。1月汽车经销商综合库存系数为1.40，环比上升22.8%，同比上升1.4%。

市场关注：1）智驾进展：吉利汽车AI智能化战略；上汽与华为签署深度合作协议；2）机器人：Figure发布人形机器人VLA模型；小米、小鹏、蔚来等宣布切入“人形机器人”赛道；宇树H1/G1双机型人形机器人登陆京东平台预售；3）车型相关：BYD后续智能化车型发布，小米发布会，后续汽车板块公司业绩。

核心观点：中长期维度，关注自主崛起和电动智能趋势下增量零部件机遇。一年期维度，看好强新品周期的华为汽车及车型元年的小米汽车产业链。

投资建议：1）整车推荐：小鹏汽车、宇通客车、赛力斯、吉利汽车；2）智能化推荐：科博达、华阳集团、均胜电子、伯特利、保隆科技；3）机器人产业链推荐：拓普集团、三花智控、双环传动；4）国产替代（全球化）推荐：星宇股份、福耀玻璃、继峰股份、新泉股份、玲珑轮胎等。

风险提示：汽车供应链紧张、经济复苏不及预期、销量不及预期风险。

证券分析师：唐旭霞（S0980519080002）、杨钊（S0980523110001）、唐英韬（S0980524080002）、孙树林（S0980524070005）、贾济恺（S0980524090004）

联系人：余珊

◆ 食品饮料周报（25年第8周）：白酒进入需求淡季，大众品需求磨底静待催化

本周（2025年2月17日至2025年2月21日）食品饮料板块上涨0.10%，跑输上证指数0.86pct。本周食品饮料板块涨幅前五分别为庄园牧场（11.85%）、青海春天（10.47%）、佳禾食品（8.40%）、熊猫乳品（7.56%）和百润股份（7.40%）。

白酒：进入需求淡季，多家酒企采取停货举措。春节后多家酒企陆续公告停货，山西汾酒两款核心大单

品青花 20、老白汾酒 10 多地停止供货；2 月 19 日泸州大成浓香公司暂停接收老头曲订单，2 月 21 日泸州老窖怀旧酒类营销公司暂停接收特曲 60 版系列订单；习酒公告 2 月 28 日 17:00 起停止接收 53 度习酒·窖藏 1988 (2020) 500mlx6 产品订单；3 月 1 日起酒鬼酒对 52/42 度 500mL 酒鬼酒（透明装、鉴赏）停货；今年春节后更早进入需求真空期（大概初十，去年到 3 月份中下旬），Q1 酒企仍以去库存、稳价盘为工作重心，淡季停货符合市场规律、贴合经销商实际需求。板块逐步进入春节动销数据验证期，建议关注近期酒企经销商大会或年度工作会议。本周白酒指数上涨 0.5%，估值已有筑底趋势。情绪面看，2 月 20 日国务院以“坚持促消费和惠民生相结合，大力提振消费扩大国内需求”为主题进行第十二次专题学习，两会前市场或逐步酝酿新一轮政策预期，白酒作为顺周期优质资产，板块估值有所修复。基本面看，春节后需求自然回落，Q1 酒企仍将以去库存、促动销为工作重心；多家酒企采取停货举措，维持渠道秩序。个股推荐方面，把握三条投资主线：1) 抗风险能力经过多轮周期验证的板块龙头贵州茅台、五粮液、山西汾酒；2) 估值超跌修复的泸州老窖；3) 基地市场仍有份额提升逻辑的古井贡酒、今世缘、迎驾贡酒；也建议关注渠道风险加速释放的洋河股份、口子窖、酒鬼酒等。

大众品：需求磨底，静待催化。啤酒及其他酒类：威士忌龙头的市场关注度走高，积极关注百润股份威士忌新品铺市情况，啤酒龙头仍具较高配置价值。零食：本周 A 股零食板块情绪仍然偏弱，重点关注全年有渠道增量机遇的个股。调味品：节后库存逐渐消化，基础调味品维持韧性，复合调味品具备弹性。速冻食品：2025Q1 经营预计继续磨底，中长期供应链标准化、工业化规范发展。乳制品：春节动销平稳轻装上阵，布局 2025 年供需改善带来的向上弹性。饮料：春节整体符合预期，龙头来年目标积极预计景气延续。

投资建议：本周推荐组合为贵州茅台、五粮液、山西汾酒、泸州老窖、东鹏饮料、洋河股份、舍得酒业、安井食品、盐津铺子等。

风险提示：需求恢复较弱；原材料价格大幅上涨；市场竞争加剧。

证券分析师： 张向伟 (S0980523090001)、杨苑 (S0980523090003)、柴苏苏 (S0980524080003)

联系人： 张未艾、王新雨

◆ 海外市场专题:美元债双周报 (25 年第 8 周)-美国经济滞涨迹象初现, 美债利率回落

美国 1 月新屋开工量下降。美国商务部公布的数据显示, 1 月美国新房建设量下降 9.8%, 按年率计算为 137 万套, 远低于 2024 年 12 月近 16% 的增幅。这一数字也低于市场普遍预计的 139 万套。尽管短期有天气因素的影响, 但建筑许可发放趋缓和待售库存累积, 预示中期建筑活动或延续疲软。由于抵押贷款利率仍维持在接近 7% 的高位, 加之房价中值较 2019 年 12 月仍高出 30%, 建筑商预计今年美国新房市场仅能实现温和增长。从经济传导效应来看, 房地产产业链占美国 GDP 约 15%, 开工量下滑可能拖累 2025Q1 经济增长。建筑就业、耐用消费品需求及地方财政均将承压。

2 月美国综合 PMI 数据分化, 制造业延续回暖, 服务业意外走弱。2 月 21 日, 标普全球公布的数据显示, 美国综合 PMI 在 2 月降至 50.4, 低于 1 月的 52.7 和市场预计的 53.2, 表明美国私营部门整体经济活动扩张速度放缓。同时, 制造业 PMI 小幅上升, 从上个月的 51.2 提高至 51.6, 显示制造业延续扩张趋势。然而, 服务业 PMI 从上个月的 52.9 降至 49.7, 远低于市场预计的 53, 反映出服务业动能减弱, 陷入收缩区间。

消费者信心下降, 通胀预期抬升。2 月密歇根大学消费者信心指数终值 64.7, 较 1 月 71.1 骤降 6.4 点, 创 2023 年以来最低水平。消费者 1 年通胀预期终值 4.3%, 创 2023 年 11 月以来新高, 较 1 月跳升 1 个百分点, 消费者 5 年通胀预期终值 3.5%, 创 1995 年 4 月以来新高。整体来看, 通胀预期上升和关税风险导致消费者信心指数下行, 耐用消费品 (如汽车、房产) 购买意愿显著下降, 可能拖累内需, 加剧美国经济放缓风险。

避险情绪升温, 美债利率先升后降。近两周分别在通胀数据反弹和地产开工、消费者信心和 PMI 数据走弱的影响下市场避险情绪抬升, 美债利率先升后降, 短端利率在降息预期升温的影响下有所回落, 利率曲线呈现牛陡走势, 1 年/2 年/3 年/5 年/10 年/20 年/30 年期美债近两周分别变动 -10/-10/-12/-8/-7/-6/-2bp, 10Y 和 2Y 分别录得 4.42% 和 4.19%, 10Y-2Y 利差小幅走阔至 23bp。

投资建议：短期关注美国 1 月 PCE 和 2 月非农数据以及俄乌和谈进展, 警惕滞涨定价升温。美国去通胀

进程已进入“最后一公里”，但劳动力短缺、关税成本、地缘裂痕等供给侧约束难以通过货币政策化解。短期来看美国经济数据边际走弱但通胀预期抬升，滞胀预期升温对风险资产构成利空。后续若 PCE 和 2 月非农数据继续保持强势，美联储可能被迫释放“长期维持高利率”信号。积极的方面在于美俄已加快俄乌和谈进展，若俄乌冲突出现实质性缓和，欧美或在金融、贸易、能源等领域放松对俄罗斯的制裁，间接缓解美国通胀压力。

重要事件与数据方面，未来两周建议重点关注 1 月 PCE 通胀与 2 月非农就业数据。

风险提示：美国经济和货币、财政、贸易政策的不确定性。

证券分析师：王学恒（S0980514030002）、徐祯霆（S0980522060001）

◆ 人工智能周报（25 年第 8 周）：Deepseek 拉动云计算需求，巨头加码 AI 投入

人工智能动态：1) 产品应用：xAI 发布 Grok-3 系列模型，在多项测试中表现出色，还推出智能体搜索引擎 DeepSearch，Grok3 目前仅面向 X Premium 用户，后续将开源 Grok2；苹果宣布 Apple Intelligence 将于四月登陆其混合现实设备 Vision Pro，用户可使用写作工具相关功能，测试版支持美国英语，年内推更多功能和语言；腾讯全系多产品接入 DeepSeek，如腾讯元宝、腾讯云等；OpenAI 在多个地区向 Pro 用户推出 AI 代理工具 Operator，还将在未来几个月内推出 GPT-5；微软推出量子芯片 Majorana 1 和生成式 AI 工具 Muse，前者采用新架构，后者用于创建游戏场景；阿里确认与苹果合作。谷歌 AI 智能体执行复杂任务完成度达 85%，相关浏览器扩展程序技术有显著提升。

2) 底层技术：DeepSeek 推出 NSA，这是一种与硬件一致且本机可训练的稀疏注意力机制，用于超快速长上下文训练和推理。并宣布下周起陆续开源 5 个代码库，每日解锁新内容以分享进展，其当前在线服务模块已测试部署完备可投入生产；字节跳动豆包大模型 Foundation 团队提出 UltraMem 稀疏模型架构。

3) 行业政策：武汉发布“人工智能 10 条”，实施科技重大专项，单个项目最高支持 2000 万元；上海徐汇发布行动方案与产业政策，2025 年投 50 亿，以 AI 引领培育新赛道产业。

投资建议：随着 Deepseek 加速传统客户的 AI 渗透、拓展应用场景，国内云厂商的商业模式和需求空间将迎来变革。商业模式上，会提升产品的标准化程度，从传统的以本地部署为主转向通售卖大模型的 API token 最终把一系列的软硬件服务打包销售。需求空间上，AI Agent 长期来看能够持续取代人工成本，云计算厂商将成为生产资料的售卖者，其对应的天花板也将远高于传统的云计算业务，AI 时代传统的本地部署只能解决简单需求，云端部署将成为效率的选择，这也将带来更高的需求空间。因此，我们建议增加港股互联网板块的仓位配置，核心推荐云消费趋势变化弹性明显的阿里巴巴，以及具备最佳社交场景和生态有望受益于人工智能产业趋势的腾讯控股。

风险提示：政策风险，疫情反复的风险，短视频行业竞争格局恶化的风险，宏观经济下行风险，游戏公司新产品不能如期上线或表现不及预期风险等

证券分析师：张伦可（S0980521120004）、张昊晨（S0980525010001）、陈淑媛（S0980524030003）

联系人：王颖婕、刘子谭

◆ 交通运输行业周报：春运平稳收官，关注地缘政治问题对航运景气度的影响

航运：本周美俄关系出现明显转变，对航运行业景气度造成了一定拖累。油运方面，美俄关系的转变或意味着俄油将从黑市转至白市，部分被认为将会转变为白市 VLCC 的货盘或被转向白市小船型，对行业的需求逻辑形成了削弱，叠加 OPEC+ 原定于 Q2 的增产计划或将推迟，导致行业需求并未出现扩张，但是由于船东信心的增强以及制裁影响的发酵，VLCC 现价仍维持在盈亏平衡点之上，并未受到明显影响，在 2025 年全年供给增速仅约 0.5% 的强制约束下，我们持续看好 VLCC 运价的向上弹性，继续推荐中远海能、招商轮船，关注招商南油。集运方面则受到的影响更大，一方面来说，美俄关系的好转或导致欧洲的债务压力增加，对欧洲的经济前景造成削弱，另一方面来说，美国当前的政策变化较快，后续贸易关系问题或仍存升级风险，导致航商对主干线需求的预期下降，中期来看，行业供给格局或仍加剧恶化，年内集运船东的盈利能力或将承压。投资标的上，中远海控 2024 年度预计实现归母净利润 490.82 亿元，同

比增长约 105.71%，假设海控维持此前的分红政策，股息率或较为可观，建议持续关注。

航空：在去年量价均为高基数的背景下，今年春运期间的航空客运整体表现已属稳健，呈现量增价跌的态势。具体来看，根据交通运输部数据，春运 40 天期间，民航客运量累计达到 9020 万人次，同比增长 7.4%；航班管家的统计数据显示，2025 年春运期间，民航经济舱(含税)平均票价达 874.9 元，同比下降 11.3%。从日趋势上观察，在返乡与返程高峰期票价接近 2024 年同期水平，进入正月之后票价一直低于 24 年，春运末期票价与 24 年相近。展望 2025 年航空价格表现，由于局方在全国民航工作会议上提出“规范重点时段和特殊情况航空运输价格行为，加强价格收费监管，维护航空运输市场价格秩序”，且 2025 年供需格局将确定性改善，我们认为 2025 年航空国内扣油票价有望实现企稳回升。投资建议方面，民航经营底部已过，未来民航供需缺口将持续缩小，航司盈利能力将持续修复，考虑到航空板块基本面的向下风险可控以及股价的向下空间有限，继续推荐中国国航、东方航空、南方航空以及春秋航空。

快递：A 股上市公司公布了 1 月经营数据，由于春节假期错期，通达系的 1 月件量增速偏低，圆通、韵达和申通件量增速分别为 5.5%、2.9%、11.2%；得益于 1 月春节假期提价，价格环比表现整体稳中有升，符合预期圆通、韵达和申通的单票价格同比降幅分别为-3.8%、-11.0%、-5.9%，单票价格环比变化分别为+0.06 元、+0.04 元、-0.01 元。1 月春节期间，顺丰凭借着直营网络资源优势，有效保障了寄递需求，件量增速高于同行，1 月速运物流业务实现了 16%的件量增长。整体来看行业现阶段仍然处于良性竞争阶段，但是中期来看，由于中通快递明年的战略已经明确为市场份额优于利润表现，今年行业价格竞争可能存在反复，但行业长期竞争格局向好趋势不改，建议紧密跟踪行业价格变化，把握阶段性投资机会。投资建议方面，考虑到快递龙头估值仍然偏低，推荐顺周期属性较强且成本持续优化的高端快递服务商顺丰控股以及受益于消费降级的中通快递、圆通速递、韵达股份和申通快递。

物流：我们看好优质物流龙头企业的发展机会：1) 自下而上看好德邦股份，由于宏观经济增长乏力以及京东物流贡献的关联业务量低于预期，公司 2024 年收入和例如你增速表现均低于预期，但我们认为公司的经营低点已过，四季度经营表现环比显著企稳回升，随着宏观经济企稳以及京东物流关联业务量恢复较快增长，公司 2025 年收入及利润均有望实现双位数以上的较快增长，且未来随着和京东物流同业竞争问题的解决，公司仍然拥有值得期待的发展空间，目前估值便宜，具备投资价值。2) 另自下而上推荐嘉友国际，嘉友国际前三季度实现归母净利润 10.89 亿元，同比+44.23%，虽单三季度业绩表现一般，但是我们预计是国内焦煤需求短暂被抑制所致，全年高增的趋势不会改变，且员工持股彰显信心，2024-2026 年的净利润目标分别为 15.6 亿元、21.0 亿元、26.3 亿元，同比分别增长 50%、35%、25%。我们认为，公司“轻重结合”的资产布局模式，以及通过贸易、基础设施锁定物流需求的业务模式具备较强可复制性，看好公司通过跨区域扩张不断增加业绩增长点。3) 自下而上推荐东航物流，近期，美国总统特朗普决定对进口自中国的商品加征 10%的关税且未来有可能会取消美国对价值低于 800 美元小额货物的“最低限度”关税豁免，该新关税政策对我国航空国际货运运量可能造成一定负面影响，进而导致运价表现承压，但是我们认为整体影响可控，因为首先航空运输的高附加值商品需求往往较为刚性，其次我国商品成本优势显著，税收成本仍有转嫁空间，最后我国也正在加速开拓新兴市场的对外贸易。由于今年中美贸易战存在不确定性，导致市场对公司今年业绩表现存在较大预期差，公司现阶段的股价及估值已经较为充分地反映了该不确定性风险，而我们认为由于跨境电商高景气度仍在以及高端货物运输需求较为刚性，今年我国国际航空货运运价仍然有望稳步上行，公司仍然具备投资价值。

投资建议：我们看好经营稳健且业绩增长具有潜力的价值股。推荐中远海能、招商轮船、中国国航、春秋航空、顺丰控股、嘉友国际、德邦股份、招商南油、中通快递、圆通速递、韵达股份、申通快递、京沪高铁。

风险提示：宏观经济复苏不及预期，油价汇率剧烈波动。

证券分析师： 罗丹（S0980520060003）、高晟（S0980522070001）

◆ 非银行业快评:2024 年四季度保险业资金运用情况点评-风险偏好回升的拐点

近期，国家金融监督管理总局发布保险业 2024 年 4 季度资金运用情况及相关数据。截至 2024 年末，我国保险资金运用余额达 33.3 万亿元，同比增长 18.1%。

国信非银观点：2024 年四季度，债市持续走强，叠加“开门红”资金抢配，保险持续加大债券配置比例，

投资收益率显著回升。在长端利率快速下移背景下，大幅增加保险债券投资资本利得，降低新准则下资产负债匹配压力。权益方面，2024 年末上市险企持续加大资本市场股票直投规模，港股配置性价比凸显。以中国平安、新华保险为代表的保险机构持续加大港股红利资产配置比例，保险资金利用港股折价优势和企业所得税免征政策，进一步增加权益投资收益。在“资产荒”背景下，拓宽保险投资渠道成为稳定中长期投资收益水平的重要手段，我们持续看好长久期债券和高分红股票的配置机会。

证券分析师： 孔祥（S0980523060004）

联系人： 王京灵

◆ 农业行业周报:农产品研究跟踪系列报告（149）-中央一号文件发布窗口临近，关注转基因变革下的种业成长机会

周度农产品价格跟踪：豆粕短期受益走强，橡胶表现淡季不淡。

生猪：产能维持低波动，预计 2025 年猪价景气有望延续。2 月 21 日生猪价格 14.76 元/公斤，周环比+1.17%；7kg 仔猪价格约 489 元/头，周环比-5.70%。

白鸡：中期父母代同比减量且存在结构变化，消费或逐步上移。2 月 21 日，鸡苗价格 2.0 元/羽，周环比+14.0%；毛鸡价格 5.7 元/千克，周环比-0.7%。

黄鸡：供给维持底部，有望率先受益内需改善。2 月 21 日浙江快大三黄鸡/青脚麻鸡/雪山草鸡斤价分别为 4.6/3.6/5.6 元，周环比-8%/-10%/-7%。

鸡蛋：祖代引种充裕，远月供给压力较大。2 月 21 日，鸡蛋主产区价格 3.08 元/斤，环比-5.23%，同比-17.87%。

豆粕：USDA 报告中性，关注潜在天气或贸易端催化。2 月 21 日大豆现货价 3897 元/吨，周度环比-0.48%；豆粕现货价 3870 元/吨，周度环比+7.74%。

玉米：边际收储提振信心，远期新季减产影响或逐步兑现。2 月 21 日国内玉米现货价 2186 元/吨，周环比+0.60%，较去年同期下降 7.80%。

白糖：短期国内供需强需弱，中期关注北半球天气。2 月 21 日，国内广西南宁糖现货价为 6100 元/吨，较上周环比+0.66%。

橡胶：短期表现淡季不淡，中期看好景气向上。2 月 21 日，泰产 20 号标胶现货价为 15379 元/吨，周环比+2.60%，同比+31.42%。

核心观点：看好宠物消费高景气，关注种植链催化。1) 宠物：稀缺成长赛道，国产消费保持高增长，出口维持较好表现。2) 种植链：中央一号文件发布窗口临近，关注转基因变革下的种业成长机会；看好玉米、豆粕低位修复，天然橡胶中长期景气上行。3) 生猪：产能预计维持低波动，拥抱高 ROE 价值标的。4) 黄鸡：上游补栏谨慎，供给维持底部，需求有望随宏观修复。5) 白鸡：短期鸡苗供给偏紧，毛鸡价格受供给偏紧及下游需求改善带动，预计震荡修复。中期父母代同比减量且存在结构变化，消费中枢或稳步上移。6) 动保：关注宠物疫苗等新品研发进展。7) 肉制品：看好双汇发展现金高分红。8) 饲料：饲料会向技术服务类企业集中，核心看好海大集团等。

投资建议：重点推荐宠物、种子。1) 宠物推荐：乖宝宠物、中宠股份、瑞普生物等。2) 种植链推荐：海南橡胶、荃银高科、丰乐种业、隆平高科、登海种业等。3) 生猪推荐：牧原股份、华统股份、温氏股份、神农集团、新五丰、巨星农牧、唐人神、天康生物等。4) 禽推荐：立华股份、益生股份、圣农发展等。5) 动保推荐：科前生物、回盛生物等。6) 饲料推荐：海大集团等。7) 肉制品：双汇发展。

风险提示：恶劣天气带来的不确定性风险；不可控动物疫情引发的潜在风险

证券分析师： 鲁家瑞（S0980520110002）、李瑞楠（S0980523030001）、江海航（S0980524070003）

◆ 农业行业快评:2025 年中央一号文点评-首次提出“农业新质生产力”，聚焦粮食、畜牧与农业科技三大方向

2025 年中央一号文件于 2 月 23 日发布，《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》提出，以改革开放和科技创新为动力巩固和完善农村基本经营制度深入学习运用“千万工程”经验确保国家粮食安全确保不发生规模性返贫致贫提升乡村产业发展水平、乡村建设水平、乡村治理水平千方百计推动农业增效益、农村增活力、农民增收为推进中国式现代化提供基础支撑。

国信农业观点：1) 2025 年的一号文，我们认为核心点聚焦粮食、畜牧与农业科技三大方向，其中，粮食方面，认可了过去粮食增产工作，定位粮食丰收基调，提到发展森林食品，丰富“森林粮库”。畜牧方面，提到扶持畜牧业稳定发展，其中，促进生猪平稳发展；推进肉牛、奶牛产业纾困。农业科技方面，强调深入实施种业振兴行动，继续推进生物育种产业化；推动农机装备高质量发展，推进老旧农机报废更新；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。2) 与往年一号文对比，2025 年一号文首次提出了“农业新质生产力”，将生物育种、无人机、人工智能、数字技术等纳入农业核心驱动力，强调智慧农业平台整合与全环节单产提升；同时首次明确“发展县域富民产业”，为乡村振兴注入了更深远的发展动力。3) 风险提示：恶劣天气带来的不确定性风险，不可控的动物疫情引发的潜在风险，转基因落地推进不及预期风险。4) 投资建议：我们认为农业新质生产力归根结底还是细分行业龙头的创新，看好管理层优秀的龙头企业，有望迎来发展新机遇。此外，肉牛、奶牛行业处于亏损磨底阶段，建议关注牛周期机会。标的方面，生猪推荐：牧原股份、温氏股份、华统股份、巨星农牧、神农集团等；禽推荐：立华股份、益生股份、圣农发展等；饲料推荐：海大集团；肉制品推荐：双汇发展；种业推荐：荃银高科、隆平高科、丰乐种业、大北农、登海种业等；种植推荐：海南橡胶、北大荒、苏垦农发等；动保推荐：瑞普生物、科前生物、回盛生物等。

证券分析师： 鲁家瑞（S0980520110002）、李瑞楠（S0980523030001）、江海航（S0980524070003）

◆ 电子行业周报：估值扩张进行时，关注算力大潮下的 ASIC 及企业级存储机遇

阿里大规模 Capex 彰显国内 AI 算力建设强度与发展信心，估值扩张进行时。过去一周上证上涨 0.97%，电子上涨 6.96%，子行业中半导体上涨 8.36%，光学光电子上涨 2.64%。同期恒生科技、台湾资讯科技上涨 6.03%、3.05%，费城半导体下跌 0.47%。我们认为，受益于全球范围内对于 Deepseek 大模型的认可与应用，AI 真正赋能应用的进程仍在加速，而中国科技企业在世界 AI 创新进程的参与度、贡献度则再度受到广泛关注与认知，互联网大厂聚集度更高的恒生科技指数一马当先。自 3Q24 以来，电子指数虽经历了显著上涨，但多数个股仍以前流动性风险中错误定价的估值修复为主，我们维持对于电子行业 2025 年“AI 革新人机交互，智能终端百舸争流，行业迈入估值扩张大年”的投资策略判断，基本面上行趋势中看好板块性行情的持续性，近期重点关注算力大潮下的 ASIC 及企业级存储机遇。

阿里季度资本开支超预期，未来将积极投资 AI 基础设施建设。2 月 20 日，阿里巴巴公布 FY3Q25 业绩，其中单季资本开支 317.75 亿元 (YoY 259%，QoQ 82%)，主要用于云计算基础设施的扩展、技术研发以及新兴市场开拓。阿里表示，未来三年将加大投入 AI 战略三大领域：AI 和云计算的基础设施建设、AI 基础模型平台以及 AI 原生应用、现有业务的 AI 转型升级；并表示未来三年集团在云和 AI 的基础设施投入预计将超越过去十年的总和。我们认为 AI 仍是需求确定性高增长的投资主线，建议持续关注产业链相关标的：工业富联、沪电股份、龙芯中科、立讯精密、晶晨股份、联想集团等。

ADI 1QFY25 收入接近指引上限，预计 2QFY25 收入将恢复同比正增长。ADI 公布截至 2 月 1 日的 1QFY25 业绩，实现营收 24.23 亿美元 (YoY -4%，QoQ -1%)，接近指引上限；从下游来看，1QFY25 除消费电子环比减少外，工业、汽车、通信均环比增长。ADI 预计 2QFY25 营收 24-26 亿美元 (YoY +11%至+20%，QoQ -1%至+7%)，在连续七个季度同比减少后将首次同比转正。ADI 表示，第一季预订量继续改善，工业和汽车的强劲表现将有助于公司在第二季实现环比和同比增长，对公司 2025 财年恢复增长充满信心。继续推荐工业、汽车料号储备丰富的模拟芯片企业圣邦股份、思瑞浦、杰华特、纳芯微、晶丰明源等。

中芯京城二期迎来新进展，持续看好半导体制造与设备。2 月 18 日《科创板日报》报道，北京经开区下属的北京永阔毅科技有限公司竞得亦庄新城 YZ00-0606 街区 0001-2 地块，0001 地块建设单位为中芯京城集成电路制造(北京)有限公司。该拟建项目总投资不低于 500 亿元，项目固定资产投资不低于 400 亿元，达产年产值不低于 60 亿元。中芯京城由中芯国际、北京亦庄国投、国家集成电路产业投资基金二期共同出资，对应持股比例分别为 51%、24.51%、24.49%。据中芯国际业绩说明会，2025 年公司资本支出预计与 2024 年基本持平，约 75 亿美元左右，每年约新增一座月产能 5 万片左右的 12 英寸工厂。在国内晶圆厂持续投入建设的背景下，我们持续看好国产半导体自主可控产业链相关公司：中芯国际、华

虹公司、北方华创、中微公司、拓荆科技、茂莱光学、福晶科技、富创精密等。

NAND 供需持续改善，建议关注相关模组公司。根据 Trendforce 预期，NAND Flash 价格 3Q25 有望回升；一方面，25 年初各 NAND Flash 原厂均采取更为坚决的减产措施，缩减全年投产规模；另一方面，补贴等政策刺激下手机库存去化加速，智能手机品牌厂商有望 2Q 开启低价库存采购，拉动 NAND Flash 需求。随着价格逐步企稳回暖，低成本模型有望促进 AI 落地推动企业级存储增量，存储模组需求有望再度回升；建议关注国内相关存储模组厂商：德明利、江波龙及佰维存储。

以旧换新政策持续带动电视需求，2 月下旬 65 寸电视面板价格环比增长。据 WitsView，2 月下旬 32/43/55/65 寸 LCD 电视面板价格为 35.5/65/126/176 美金，65 寸 LCD 电视面板价格环比 2 月上旬上涨 0.6%，其余尺寸环比 2 月上旬持平。据 TrendForce，2 月国内以旧换新政策带动电视面板需求增长，大部分品牌客户维持较强采买动能，面板厂维持较高生产水准，电视面板整体需求稳定。在大尺寸电视面板需求较好情况下，产能或将出现互相排挤效应，有助拉升中小尺寸电视面板价格走势。我们认为，在经历了长时间陆资厂商大规模扩张、全球产业重心的几度变迁后，LCD 的高世代演进趋势停滞、竞争格局洗牌充分，推荐京东方 A 等。与此同时，LCD 产业的崛起增强了国产电视品牌及 ODM 的出海竞争力，推荐兆驰股份、康冠科技、传音控股等。

重点投资组合

消费电子：蓝思科技、小米集团、立讯精密、鹏鼎控股、福立旺、沪电股份、电连技术、东睦股份、海康威视、传音控股、康冠科技、世华科技、工业富联、视源股份、世运电路、水晶光电、春秋电子、东山精密、光弘科技、京东方 A、景旺电子、四川九洲、闻泰科技、永新光学

半导体：中芯国际、翱捷科技、恒玄科技、德明利、乐鑫科技、长电科技、杰华特、圣邦股份、伟测科技、韦尔股份、澜起科技、通富微电、华虹半导体、新洁能、晶晨股份、龙芯中科、艾为电子、晶丰明源、赛微电子、江波龙、佰维存储、扬杰科技、斯达半导、北京君正、芯朋微、思瑞浦、时代电气、卓胜微、帝奥微、东微半导、士兰微、华润微、天岳先进、纳芯微

设备及材料：北方华创、中微公司、鼎龙股份、芯碁微装、拓荆科技、立昂微、沪硅产业

被动元件：顺络电子、风华高科、三环集团、洁美科技、江海股份

风险提示：下游需求不及预期；产业发展不及预期；行业竞争加剧。

证券分析师： 胡剑（S0980521080001）、胡慧（S0980521080002）、叶子（S0980522100003）、詹浏洋（S0980524060001）、张大为（S0980524100002）、李书颖（S0980524090005）

联系人： 连欣然

◆ 思摩尔国际(06969.HK) 深度报告:全球合规雾化龙头，HNB 打开成长空间

全球新型烟草市场：具备减害属性的卷烟替代品，市场空间广阔

新型烟草市场：以合规市场统计，2023 年全球新型烟草规模约 769 亿美元，其中 HNB 与电子烟为两大核心品类，占比 45%/28%。2024H1 全球无烟烟草用户数 1.0 亿人，在烟民中的渗透率仅 8.1%，烟民转化率仍有较大提升空间，基于减害性特征对传统烟草形成替代，新型烟草是渗透率快速提升且成长空间广阔的市场。

①美国：全球最大的新型烟草市场。2023 年美国新型烟草规模 248 亿美元，其中无烟烟草、电子烟与尼古丁袋占比为 47%/27%/27%。美国电子烟受非合规市场扰动，非合规占比超八成，随着监管力度趋严有望扭转“劣币驱逐良币”态势；2024 年烟草巨头达成 HNB 专利和解，美国 HNB 市场即将重启且具备较大增长潜力。

②欧洲：一个真正的多品类地区。2023 年欧洲新型烟草规模 310 亿美元，其中无烟烟草、电子烟、尼古丁袋与 HNB 占比为 7%/31%/5%/57%。欧洲电子烟以口味丰富且高性价比的一次性为主，自 2019 年以来迎爆发式增长；HNB 市场培育也较为成熟，尤其是东欧接受度更高。2023 年欧洲成年烟民 5000 万人，新型烟草用户数 2200 万人，渗透率约 44%，受益于消费者对新品类的偏好较高与政府对新型烟草相对宽松的监管政策，欧洲新型烟草品类增长强劲。

③日韩：HNB 的主流市场。2023 年日本与韩国的新型烟草市场规模分别为 117/26 亿美元，其中 HNB 的

占比分别为 99%/95%，近年日本 HNB 市场增速有所放缓，韩国仍然维持 10-20% 的增长。日韩通过“加强雾化管制+宽松 HNB 监管”的组合政策，使得减害需求集中导向 HNB 市场。

国际烟草巨头：加速新型烟草转型，PMI 与 BAT 明确“无烟未来”

①菲莫国际 PMI 与英美烟草 BAT：转型坚定，率先卡位。PMI 与 BAT 对新型烟草业务的战略定位较高，率先卡位并利用专利壁垒抢占市场，形成明显的先发优势。2024 年 PMI 与 BAT 新型烟草业务占比为 39%/13%，在全球新兴烟草的市占率约 17%/6%，PMI 的 IQOS 在全球销量占比超 75%，BAT 的 Vuse 在全球电子烟市占率约 25%。

②日本烟草 JT 与帝国烟草 IT：转型掉队，加紧追赶。JT 与 IT 虽然也在 2010 年左右对新型烟草进行布局，但由于前期转型不够坚定且资源投入较少，产品并未打开市场，2024 年 JT 与 IT 的新型烟草业务收入占比分别仅为 3%/4%。

思摩尔国际：全球合规雾化龙头，从雾化电子烟向新型烟草扩张

①公司是全球雾化科技方案引领者。以 FEELM 雾化平台为底层支撑，深度绑定 VUSE、NJJOY、Logic 与悦刻等国际大客户，2023 年在全球电子雾化设备的市场份额约 13.7%。公司收入与利润规模于 2021 年达到峰值，分别为 138 亿/53 亿，2021-2024H1 收入下滑主因海内外监管政策扰动，当前公司收入规模已基本见底，受益于全球新兴烟草渗透率提升与大客户新业务开拓有望重回增长；2021-2024H1 净利率从 38.4%下降至 13.5%，主要系规模效应减弱、产品结构变化与新业务的研发投入，随着高盈利的产品占比提升，利润率同样有望迎来回升。

②高市值目标彰显中长期成长信心。公司拟向董事长售出 6100 万购股权，目标 2025-2030 年市值触达 3000/4000/5000 亿港元，购股权分别归属 30%/60%/100%。

③增长逻辑：增长驱动之一为行业 Beta 红利，短期有政策明朗与监管趋严带来的换弹式行业反转，中长期看全球新兴烟草市场至少有双倍增长空间；增长驱动之二主要为大客户代工的 HNB 产品商业化落地，若 2025 年产品能进一步得到市场验证，预计将在 2026 年迎来收入利润放量。

盈利预测与投资建议：预计公司 2024-2026 年归母净利润 13.04/15.78/20.40 亿，同比 -20.7%/+21.0%/+29.2%，摊薄 EPS=0.21/0.26/0.33 元，对应 PE=53/44/34x。综合考虑绝对估值与相对估值，合理价值区间为 11.55-16.50 元，对应市值 714-1020 亿元，对应 2025 年 PE 为 45-65 倍。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示：行业政策与监管风险；新业务拓展不及预期；技术被追赶风险；汇率波动风险

证券分析师：陈伟奇（S0980520110004）、王兆康（S0980520120004）、邹会阳（S0980523020001）

联系人：李晶

金融工程

◆ 金融工程专题报告：金融工程专题研究-华夏可选消费 ETF 投资价值分析——刺激政策持续助力，可选消费潜力待发

刺激政策持续助力，可选消费潜力待发

第三产业主导经济发展，消费是经济增长“主引擎”：我国第三产业增加值占 GDP 比重连续 10 年超 50%，对经济增长贡献率高，成为经济结构优化重要驱动力。2024 年在消费品以旧换新及一揽子增量政策的带动下，消费潜力持续释放，最终消费支出对经济增长贡献率为 44.5%，拉动 GDP 增长 2.2 个百分点。

政策大力提振消费、扩大内需：2024 年中央经济工作会议将“提振消费、扩大内需”列为 2025 年首要任务，2025 年 1 月消费刺激新政落地。从可选消费中的家电和汽车两大核心领域来看，家电领域在补贴范围、力度、流程与资源分配方面优化，汽车领域扩大报废与置换范围、升级新能源与智能技术支持、配套措施系统化。2024 年消费品以旧换新行动有效激发了消费活力，2025 年在范围、力度等加大的背景下有望持续起到消费刺激作用。

消费板块当下或更具配置性价比：2025 年初 TMT 板块交易活跃、估值提升，而可选消费板块当前 PE_TTM

为 21.97 倍，处于近十年 22.63%分位点，显著低于科技成长板块，当下或更具配置性价比。

中证全指可选消费指数（000989.SH）投资价值分析

中证全指可选消费指数（000989.SH）发布于 2011 年 8 月 2 日，全指可选指数从中证全指样本股可选消费行业内选择流动性和市场代表性较好的股票构成指数样本股，以反映沪深两市可选消费行业内公司股票的整体表现。市值偏向中盘，行业分布集中于汽车和家电，当前估值处于低位、股息率处于高位，且业绩增长较为稳健，指数长期表现优于 A 股宽基指数。

华夏可选消费 ETF（562580）产品投资价值分析

华夏可选消费 ETF（基金代码：562580，场内简称：可选消费 ETF）是华夏基金发行的、以跟踪中证全指可选消费指数为目标的 ETF，基金经理为鲁亚运先生。该产品成立于 2024 年 3 月 18 日，并于 2024 年 3 月 26 日上市，同时有相应的场外 ETF 联接产品（A 类：021365.OF，C 类：021366.OF），为投资者场内和场外布局可选消费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。请详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）

◆ 金融工程日报：沪指震荡下跌，AI 应用题材普遍回调

市场表现：今日（20250224）规模指数中中证 1000 指数表现较好，板块指数中科创 50 指数表现较好，风格指数中中证 500 价值指数表现较好。建筑、建材、房地产、农林牧渔、纺织服装行业表现较好，综合金融、通信、医药、传媒、消费者服务行业表现较差。玻璃纤维、降落伞、西部大基建、中国建材集团、西安自贸区等概念表现较好，智谱 AI、拼多多合作商、CRO、DeepSeek、光模块（CPO）等概念表现较差。

市场情绪：今日收盘时有 91 只股票涨停，有 19 只股票跌停。昨日涨停股票今日收盘收益为 1.64%，昨日跌停股票今日收盘收益为 -1.76%。今日封板率 66%，较前日下降 15%，连板率 18%，较前日提升 0%。

市场资金流向：截至 20250221 两融余额为 18858 亿元，其中融资余额 18745 亿元，融券余额 113 亿元。两融余额占流通市值比重为 2.3%，两融交易占市场成交额比重为 10.6%。

折溢价：20250221 当日 ETF 溢价较多的是通信 ETF 基金，ETF 折价较多的是沪港深科技 ETF。近半年以来大宗交易日均成交金额达到 15 亿元，20250221 当日大宗交易成交金额为 13 亿元，近半年以来平均折价率 5.05%，当日折价率为 4.42%。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 0.43%，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 1.14%，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 5.62%，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 9.43%，当日上证 50 股指期货主力合约年化升水率为 0.43%，处于近一年来 50%分位点，当日沪深 300 股指期货主力合约年化贴水率为 0.83%，处于近一年来 54%分位点；当日中证 500 股指期货主力合约年化贴水率为 11.01%，处于近一年来 17%分位点；当日中证 1000 股指期货主力合约年化贴水率为 19.83%，处于近一年来 10%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联影医疗、蜂助手、长盛轴承、周大生、华锐精密、华如科技、兴瑞科技、软通动力等，联影医疗被 343 家机构调研。20250224 披露龙虎榜数据中，机构专用席位净流入较多的股票是天玑科技、国茂股份、中大力德、朗威股份、夏厦精密、神驰机电、天舟文化、南山智尚、德明利、元道通信等，机构专用席位净流出较多的股票是常山北明、科华数据、每日互动、慈文传媒、托普云农、万丰奥威、蜂助手、中坚科技、趣睡科技、三变科技等。陆股通净流入较多的股票是科华数据、浙文互联、盈峰环境、海南华铁、埃夫特-U、万丰奥威、德明利、安通控股等，陆股通净流出较多的股票是拓维信息、常山北明、深桑达 A、浙数文化、托普云农、中大力德、国茂股份、蜂助手、嘉环科技、洪田股份、维信诺等。

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	683.70	-0.02	ICE 布伦特原油	74.43	-2.68
白银	8055.00	-0.76	铜	77250.00	-0.11
铝	20675.00	-0.76	铅	17075.00	-0.23
豆一	4056.00	1.14	锌	23995.00	-0.31
豆粕	3574.00	-0.83	镍	124860.00	-0.14
玉米	2149.00	-0.13	锡	265770.00	0.36
螺纹钢	3294.00	-0.27	SR503	6033.00	-0.26

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	43461.21	0.076433	53.52	53.52	53.52	53.52	42.59
德国 DAX 指数	22425.93	0.620840	76.06	4.81	16.06	28.74	43.94
法 CAC40 指数	8090.99	-0.778955	-1.19	2.06	11.52	1.56	45.36
恒生指数	23341.61	-0.580588	3.20	16.32	21.38	39.55	70.25
沪深 300 指数	3969.71	-0.219400	0.56	3.57	2.69	13.75	66.71
美国 SP500 指数	5983.25	-0.496913	-2.34	-1.93	0.23	17.57	47.61
纳斯达克综合指数	19286.93	-1.214300	-3.69	-3.34	1.49	20.56	51.64
日经 225 指数	38372.50	-1.042991	-2.04	-3.90	0.23	-1.85	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	603259.SH	药明康德	63.6100	-7.0165	无数据	603259.SH	药明康德	63.6100	-7.0165	无数据
2	603501.SH	韦尔股份	150.0000	-5.0513	无数据	603501.SH	韦尔股份	150.0000	-5.0513	无数据
3	601138.SH	工业富联	23.2100	0.0431	无数据	601138.SH	工业富联	23.2100	0.0431	无数据
4	688012.SH	中微公司	218.1000	3.1889	无数据	688012.SH	中微公司	218.1000	3.1889	无数据
5	002371.SZ	北方华创	468.0000	0.6408	无数据	603986.SH	兆易创新	143.0000	3.5857	无数据
6	000977.SZ	浪潮信息	67.1300	-0.9151	无数据	000977.SZ	浪潮信息	67.1300	-0.9151	无数据
7	688041.SH	海光信息	154.0600	-1.8476	无数据	688041.SH	海光信息	154.0600	-1.8476	无数据

8	000333.SZ	美的集团	70.8900	0.4250	无数据	000333.SZ	美的集团	70.8900	0.4250	无数据
9	300383.SZ	光环新网	21.8800	5.3442	无数据	300383.SZ	光环新网	21.8800	5.3442	无数据
10	002230.SZ	科大讯飞	57.4500	3.3273	无数据	002230.SZ	科大讯飞	57.4500	3.3273	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	0883.HK	中国海洋石油	18.0800	-0.02270270	109337.11	0700.HK	腾讯控股	497.2000	-0.03829787	879648.98
2	0763.HK	中兴通讯	34.6500	0.05479452	143877.12	9988.HK	阿里巴巴-W	135.7000	-0.02021661	486816.11
3	3690.HK	美团-W	166.5000	0.02209945	172460.67	0981.HK	中芯国际	55.0000	0.01476015	412213.88
4	0762.HK	中国联通	10.4600	-0.03327172	177344.92	1810.HK	小米集团-W	51.6000	-0.00193424	286679.13
5	1347.HK	华虹半导体	41.4500	0.02853598	185169.36	0762.HK	中国联通	10.4600	-0.03327172	167982.12
6	0941.HK	中国移动	81.1000	-0.01696970	210290.74	0883.HK	中国海洋石油	18.0800	-0.02270270	166908.08
7	0981.HK	中芯国际	55.0000	0.01476015	432787.12	3690.HK	美团-W	166.5000	0.02209945	157848.41
8	1810.HK	小米集团-W	51.6000	-0.00193424	483448.84	1347.HK	华虹半导体	41.4500	0.02853598	148487.41
9	9988.HK	阿里巴巴-W	135.7000	-0.02021661	926774.21	0941.HK	中国移动	81.1000	-0.01696970	121235.86
10	0700.HK	腾讯控股	497.2000	-0.03829787	1019184.81	1024.HK	快手-W	55.1500	-0.05565068	86610.08

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