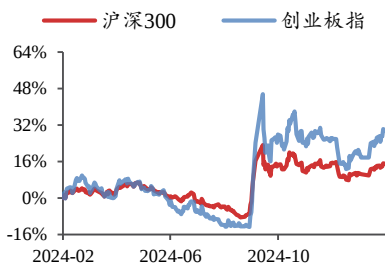


沪深300及创业板指数近1年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
建筑装饰	2.340
建筑材料	1.762
房地产	1.657
环保	1.484
农林牧渔	1.333

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
通信	-1.098
医药生物	-0.899
传媒	-0.809
银行	-0.744
美容护理	-0.468

数据来源：聚源

吴梦迪（分析师）

wumengdi@kysec.cn

证书编号: S0790521070001

观点精粹

行业公司

【电子】AI 端侧之声学：语音交互的硬件升级革命——行业点评报告-20250224

【农林牧渔】1 月肉鸡需求提振有限，供给充足背景下节后鸡价趋势向下——行业点评报告-20250224

【电子】AI 系列报告——存力:AI 浪潮下半场的关键——行业点评报告-20250223

【机械】国内海外共振，人形机器人的“1-10 时刻”——行业周报-20250223

【社服】1 月头部潮玩品牌店效高增，关注 AI 落地人力的三大核心场景——行业周报-20250223

【传媒】阿里巴巴/腾讯加码 AI 布局，继续布局 AI 及游戏板块——行业周报
-20250223

【地产建筑】全国首单市政基础设施 REITs 正式上市，高速公路 REITs 表现持续优异——行业周报-20250223

【非银金融：香港交易所(00388.HK)】优化交收费结构不改费率水平，小单降费促进散户交易——香港交易所事件点评-20250223

研报摘要

行业公司

【电子】AI 端侧之声学：语音交互的硬件升级革命——行业点评报告-20250224

陈蓉芳（分析师）证书编号：S0790524120002 | 陈瑜熙（分析师）证书编号：S0790525020003

核心观点

随 DeepSeek 等生成式 AI 技术向终端渗透，语音交互正从“被动响应”向“主动智能”升级。据 Canalys，2025 年全球个人智能音频设备出货量将达到 5.33 亿台，同比增长 8%，叠加交互需求提升带来硬件层面升级，声学硬件产业链迎来量价齐升的机遇。

AI 交互能力提升需硬件能力匹配提升

AI 交互能力提升需硬件能力匹配提升。在 AI 时代，耳机等音频终端不仅仅是音频播放设备，它们将增加音频功能、消除噪音，并提升音质，成为人机交互的重要媒介。硬件能力的系统化升级本质是重构耳机的“感官神经系统”，从信号采集、信息处理都需要突破传统设备的性能阈值，我们认为升级主要集中两个方向：

（1）信号采集—高信噪比：AI 驱动的主动降噪和语音交互依赖高精度声场建模，高信噪比耳机能够支持其在嘈杂环境下捕获进行交互，拓宽应用场景，提升使用体验。根据 Omdia，信噪比高于 64dB 的 MEMS 麦克风在消费领域的复合年增长率将达到 8.7%，到 2027 年销售量将接近 30 亿个。

（2）信息处理—高算力与低功耗：AI 驱动的实时音频处理对算力提出新要求，需突破传统 DSP 的能力边界，例如集成 NPU 提升能效。同时算力的提升也需功耗同步降低，保证续航。

AI 端侧革新催生消费电子需求新周期

生成式 AI 向终端渗透或将重构音频终端需求：

一方面，端侧 AI 音频设备带来实时降噪、AI 语音交互等功能，提升消费者体验，有望驱动存量设备升级换代。据洛图科技（RUNTO）数据，2024 年 8 月，中国在线电商平台的 AI 耳机虽然在耳机/耳麦总销售额中仅占 1.4%，但增长速度惊人，与去年同期相比，销量增长 763.3%，销售额翻了近 14.5 倍。预测 2024 年，中国 AI 耳机的电商市场销量有望突破 20 万副，同比增长预计可达 488.7%；

另一方面，AI 交互入口向多形态延伸，AI 眼镜行业迎来了新品密集发布期。AI 眼镜作为一种融合视觉、听觉等重要感知交互方式的可穿戴设备，有望率先成为“人工智能+消费”的重要新产品，成为下一个出货量过亿的消费电子终端。

受益标的

艾为电子：全球领先的音频功放芯片供应商，例如其推出的内置 DigitalSmartK 旗舰产品 AW88396for，内置丰富音效和保护算法 DSP、具极低底噪和静态功耗，同时结合算法创新实现高品质音频体验。

敏芯股份：MEMS 麦克风出货量全球第三，信噪比 68dB 的高信噪比麦克风已开始送样，2024 年开始大批量出货，70dB 信噪比产品已达送样阶段，并积极与行业头部客户探讨相关应用场景及客户新产品的选型。

风险提示：下游需求不及预期，技术迭代不及预期。

【农林牧渔】1 月肉鸡需求提振有限，供给充足背景下节后鸡价趋势向下——行业点评报告-20250224

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001 | 王高展（联系人）证书编号：S0790123060055 | 朱本伦（联系人）

证书编号：S0790124060020

1 月肉鸡需求提振有限，供给充足背景下节后鸡价趋势向下

白羽鸡：需求疲软供给充足白鸡价格下跌，关注海外禽流感扰动。(1) 价格：2025 年 1 月全国白羽肉鸡销售均价 7.41 元/公斤，环比-0.15 元/公斤，养殖利润-1.73 元/羽，环比-0.65 元/羽。(2) 种鸡存栏：1 月末行业白羽祖代种鸡总存栏量 213.90 万套，环比-1.6%，其中在产环比+2.9%，后备环比-7.8%。父母代种鸡总存栏 3718.51 万套，环比-3.5%，其中在产环比+0.6%，后备环比-9.0%。当前时点种鸡存栏仍处相对高位，白羽肉鸡供给充足且年后步入消费淡季，白鸡价格承压。同时春季仍为海外禽流感高发期，关注海外禽流感扰动。

黄羽鸡：春节消费提振有限，节后黄鸡供给充足价格下行。1 月我国中速黄羽鸡销售均价 11.30 元/公斤，月环比+2.32%。据中国禽业协会数据，样本企业 1 月黄羽鸡父母代鸡苗销量 553.01 万套，环比+11.8%，商品代鸡苗销量 1.37 亿羽，环比+16.0%。1 月末黄羽祖代种鸡总存栏量 263.76 套，环比-1.73%，父母代种鸡总存栏 2290.03 万套，环比-0.25%，供给环比减少。1 月春节备货黄鸡需求有所提振价格上行，黄鸡整体供给充足背景下，节后需求偏弱黄鸡价格再度回落，后市或趋于底部震荡。

蛋鸡：节后淡季需求承接有限，蛋价或延续下行趋势。1 月末蛋鸡苗价格 4.40 元/只，环比+3.53%，鸡蛋棚前批发价 8.14 元/公斤，环比-7.71%，蛋鸡养殖利润 45.00 元/羽，环比-11.37 元/羽（环比-20.17%）。春节后步入鸡蛋消费淡季，鸡蛋库存压力偏大，下游需求承接有限，蛋价弱势运行。

1 月白羽肉鸡苗销量、均价变化不一

(1) 益生股份：1 月鸡苗销量 5342.00 万只，环比+22.77%；销售均价 2.67 元/羽，环比-1.42 元/羽。(2) 民和股份：1 月鸡苗销量 2575.61 万只，环比+43.48%；销售均价 2.43 元/羽，环比-1.31 元/羽。(3) 晓鸣股份：1 月鸡产品销量 2633.58 万只，环比-6.90%；销售均价 4.06 元/羽，环比+0.35 元/羽。

1 月白羽鸡肉销量、收入、均价环比下降

(1) 仙坛股份：1 月鸡肉销量 3.62 万吨，环比-26.54%；销售收入 3.18 亿元，环比-29.39%；销售均价 8787.04 元/吨，环比-4.04%。(2) 圣农发展：1 月鸡肉销量 9.37 万吨，环比-27.49%；鸡肉销售收入 9.37 亿元，环比-14.99%；销售均价 10000.00 元/吨，环比-1.82%。

1 月黄羽鸡销量环比下降

(1) 温氏股份：1 月肉鸡销量 0.95 亿只，环比-12.23%；销售均价 11.40 元/公斤，环比-1.89%。(2) 立华股份：1 月肉鸡销量 4511.07 万只，环比-4.44%；销售均价 11.78 元/公斤，环比+3.24%。(3) 湘佳股份：1 月活禽销售 398.70 万只，环比-7.43%；销售均价 9.70 元/公斤，环比+1.04%。

风险提示：禽业疫病不确定性；消费复苏不及预期等。

【电子】AI 系列报告——存力：AI 浪潮下半场的关键——行业点评报告-20250223

陈蓉芳（分析师）证书编号：S0790524120002 | 陈瑜熙（分析师）证书编号：S0790525020003

核心观点：阿里资本开支超预期，存力将成为 AI 浪潮下半场的关键之一

阿里巴巴 FY2025Q3 单季资本开支达 317 亿元，环比提升 80%+，创历史新高，FY2025Q3 单季度 capex 接近前两季总和，AI 算力军备竞赛加速。我们认为在以阿里为首的国内云厂商资本开支增加的推动下，AI 应用落地有望加速，AI 商业模式有望闭环。存力作为贯通上游算力设施和下游终端设备的重要部分，有望成为 AI 浪潮下半场的关键之一。

AI 时代下的存力革新：需求提升+性能升级

存力即数据存储能力。海量的数据需要安全、可靠的存储空间，而存力就是提供这一空间的关键。随着数据请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

量的大规模增长，存储设备在数据中心采购的 BOM 中占比持续提升，目前存储芯片在数据中心采购中比例约为 40%，未来预计将提升至 50%。同时 AI 时代爆发性的算力增长也对存力提出了新要求，我们认为在 AI 行业的爆发对存力提出了高速、高容量、高集成度三大要求。（1）高速：高算力需要高数据交互速率存储作为支持；（2）AI 时代数据量的大规模增长需要高容量存储作为支持；（3）近存计算、AI 端侧等对存储的集成度提出了要求。

在 AI 产业链中，存力至关重要，主因以下三点：（1）存储是数据中心等算力基础设施的底座：存储模组是数据中心及服务器的关键组成部分，以英伟达 DGXH100 为例，单台服务器共使用 30TB NVMe SSD，未来随云厂商资本开支提升及 AIDC 等算力基建进入扩张期，存储模组有望充分受益；（2）存储是算力芯片中数据高速传输的桥梁：HBM 采用 TSV 技术堆叠 DRAM die 以大幅提升 I/O 数，再配合 2.5D 先进封装制程，在维持较低内存频率的同时达到更显著的总通道宽度提升，目前已广泛应用于各类算力芯片中；（3）存储是 AI 端侧设备的智能化保障：云端算力下放到边缘端，可以让边缘侧的响应速度更快且更安全。以中国台湾厂商推出的 CUBE 方案为例，其采用 2.5D 或 3D 封装与主芯片 SoC 集成，通过高达 1024 个 I/O 实现超高带宽，可广泛适用于各类端侧设备。AI 端侧亦将拉动 NorFlash 等利基存储需求，以豆包 OlaFriendAI 耳机为例，单只耳机内部配备两颗 128Mb NORFlash，普通 TWS 耳机存储容量通常为 64Mb 到 128Mb。

存储行业周期推演：

存储模组：上一轮存储涨价的驱动力来自 2023Q2 原厂的减产。2025 年以来各大存储厂商均发布减产计划，美光预计减产 10%，三星预计减产 15%，海力士预计上半年减产 10%，铠侠自 2024 年 12 月开始减产。我们认为原厂减产有望开启新一轮存储模组涨价周期。利基存储芯片：利基存储整体于 2023Q4-2024Q1 逐渐见底向上，目前库存情况相对健康，未来随 AI 端侧持续拉动需求，利基存储行业有望进入新一轮高斜率上行周期。

受益标的

（1）存储模组厂商：德明利、江波龙、佰维存储、香农芯创；（2）先进存储厂商：兆易创新、恒烁股份等；（3）边缘侧 Nand/Norflash 厂商：兆易创新、普冉股份、东芯股份、恒烁股份、聚辰股份等。

风险提示：AI 行业发展不及预期、下游需求不及预期。

【机械】国内海外共振，人形机器人的“1-10 时刻”——行业周报-20250223

孟鹏飞（分析师）证书编号：S0790522060001 | 罗悦（分析师）证书编号：S0790524090001

海内外共振，人形机器人开启“1-10 时刻”

海外：Figure 近期发布重磅模型 Helix，全球首个人形机器人通用“视觉-语言-动作”（VLA）模型。Helix 可以通过自然语言让两台机器人完成家用场景工作，具有强大的泛化能力，将应用场景由从特定场景拓展至到泛化场景，并且大幅减少了机器人走向量产所需的训练时长和数据量。Figure 估值一年间翻了 15 倍至 395 亿美元，并计划再融资 15 亿美元加速落地。同期 1X 也发布了重大更新，家用双足机器人 NEOGamma 在家庭场景里“大显身手”，通过大语言模型（LLM）进行自然语言交流，将多项家务处理得井井有条，加速人形机器人向家庭场景等消费端渗透。英伟达投资的机器人公司 FieldAI，一年间估值大幅增长四倍至 20 亿美金，目前正准备数亿美元融资。我们认为，海外机器人公司几乎同一时间发布重大更新，一年间 Figure 估值翻了 15 倍，FieldAI 估值翻了 4 倍，不仅代表了人形机器人新技术突破，也反应了走出实验室向场景落地的时机已经成熟，人形机器人的“1-10 时刻”真正来临。

国内：2 月 17 日召开民营企业座谈会，宇树科技、华为、DeepSeek 等科技企业悉数参加，明确对产业的支持和重视，人形机器人代表了中国在新兴科技领域的突破和崛起。近期宇树亮相 2025 全球开发者大会，携人形机器人 G1 与机械狗 Go2 引领 AI 新风潮；中国移动成立具身智能产业创新中心，致力“成为全球最大的机器人运营商”；小米、小鹏、蔚来等多家汽车产业链公司宣布切入“人形机器人”赛道。今年以来 A 股、H 股人形机器人指数分别上涨 38%、31%，一级市场如宇树等公司老股被抢购。全球人形机器人商业化获得资本青睐，聚焦重点从去年

大模型转向今年整机，量产成为核心，海内外共振，中国的优势从供应链延伸到整机。

全面看好人形机器人，手握“落地场景”和“高效供应链”两大武器，国产优势同样突出

随着人形机器人走向量产，应用场景成为落地关键。我国凭借全球制造业领头羊地位及庞大的人口基数，在应用场景上具有显著优势。在政策扶持和动员能力优势下，我国人形机器人产业生态建设走在全球前列。2月23日，深圳市政府宣布近期将发布人形机器人专项政策，并对机器人开放应用场景应用提供支持；2月22日，中国移动成立具身智能产业创新中心，投入上亿资金进军人形机器人赛道，并计划2025年在养老院或者社区进行试点落地。我国拥有的完整硬件产业链和量产能力优势，并涌现出宇树、智元机器人等一批优秀的机器人企业，量产阶段有望领跑全球，全面看好人形机器人板块，包括运控（“小脑”）、丝杠、灵巧手、传感器、电机及减速器等核心部件。

投资建议

海内外共振，人形机器人量产落地加速，开启“1-10时刻”。中国具备应用场景优势和完整硬件产业链，量产阶段有望领跑全球，全面看好人形机器人板块。重点关注核心硬件方向，受益标的：（1）执行器：拓普集团、三花智控、震裕科技，零部件拓展至关节总成的国产供应链：中鼎股份；（2）“小脑”：固高科技、雷赛智能；（3）丝杠：五洲新春、震裕科技、恒立液压；（4）灵巧手：兆威机电、丰立智能、隆盛科技；（5）传感器：安培龙、芯动联科、东华测试；（6）电机：步科股份；（7）减速器：中大力德。

风险提示：宏观经济波动风险；机器人量产不及预期；供应链发展不及预期。

【社服】1月头部潮玩品牌店效高增，关注 AI 落地人力的三大核心场景——行业周报-20250223

初敏（分析师）证书编号：S0790522080008 | 李睿娴（分析师）证书编号：S0790525020004 | 程婧雅（联系人）证书编号：S0790123070033

旅游/IP：节后错峰游热度不减，1月头部潮玩品牌店效高增

旅游：节后机酒价格大幅回落，驱动错峰出游火热，至清明节前多地机票和酒店预订量依然保持高位运行。2月5日以来，全国重点景区门票、住宿、交通等文旅订单量较上月同期上涨24%。错峰出游人群中银发族成为节后出游主力军。长白山：公布定增预案修订稿，下调募集资金额至2亿元，截至2月21日，2024-2025雪景区累计接待游客72.32万人次，创历史新高。潮玩：久谦数据显示，2025年1月国内线下潮玩品类门店数量净增8家开店节奏环比有放缓；受益于春节假期线下客流景气和《哪吒2》带动动漫衍生品销售，2025年1月国内潮玩门店线下店效同比增长22%。分品牌看，泡泡玛特、三月兽、乐高、TOPTOY、X11、卡游单月平均店效同比分别+47%/-36%/+33%/+41%/+40%/-6%，品牌店效表现分化较为明显，独立潮玩品牌店效高增。

人力/教育：企业 AI 化关注人力领域 AI 落地，有道全新硬件搭载 Deepseek

人力资源：北京等12省份政务 AI 化提速，DeepSeek 政务朋友圈持续扩大政府作为领头羊，有望带动国企、民企等企业 AI 化进程加速，北京人力、外服控股、科锐国际等大型人力资源服务公司或有望受益。AI 招聘初创公司 Mercor 完成最新一轮融资，估值达20亿，国内多家人力资源服务企业拥抱 DeepSeek，关注 AI 在招聘环境、行政效率和创新业务方面的应用。教育：有道发布 2024Q4 及全年业绩，首次实现全年盈利，2024Q4 收入 13.4 亿元，yoy-9.5%，净利润 0.83 亿元，yoy+47%。广告业务方面，继成为 Tiktok 一级合作伙伴后，公司最近获得了 Google 合作伙伴认证，为其跨境增长奠定了坚实基础。近期有道推出 DeepSeek 原生教育硬件 SpaceOne。

乖宝宠物：线上销售额稳健增长，品牌高端化升级有序推进

2023 年以来，公司重点发力以弗列加特、Barf、羊奶为代表的高端产品，高端猫粮品牌弗列加特产品定位对标超高端海外大牌渴望、爱肯拿但价格更具性价比，至今仍保持 100%+ 的增速。Barf 天然粮和 2024 年推出的低温烘焙系列主粮焙可鲜均保持高增势头，整体公司弗列加特+羊奶系列+Barf 天然粮+低温烘焙系列销售额占比由 2022Q1 的 9% 上升至 2024Q4 的 43%。公司盈利能力持续优化，2024Q3 公司毛利率/净利率为 41.8%/13.1%，相比

2022Q1 提升 12.75pct/7.14pct。

本周 A 股社服板块跑输大盘，港股消费者服务板块跑输大盘

本周（2.17-2.21）社会服务指数+0.88%，跑输沪深 300 指数 0.12pct，在 31 个一级行业中排名第 11，教育类领涨；本周（2.17-2.21）港股消费者服务指数-3.47%，跑输恒生指数 7.26pct，在 30 个一级行业中排名第 26，教育类领涨。

推荐标的：（1）旅游：长白山；（2）教育：好未来、科德教育；（3）餐饮/会展：特海国际、米奥会展；（4）美护：科思股份、水羊股份、康冠科技、倍加洁。

受益标的：（1）旅游：西域旅游、九华旅游、三特索道、丽江股份、同程旅行、携程集团-S；（2）教育：凯文教育、有道；（3）美护：若羽臣、巨子生物、爱美客、青木科技、毛戈平；（4）运动：力盛体育；（5）IP：泡泡玛特、布鲁可、华立科技、青木科技；（6）新兴消费：赤子城科技；（7）即时零售：美团-W、顺丰同城；（8）眼镜：博士眼镜、佳禾智能、亿道信息；（9）餐饮：百胜中国。

风险提示：项目落地不及预期，出行不及预期，行业竞争加剧等。

【传媒】阿里巴巴/腾讯加码 AI 布局，继续布局 AI 及游戏板块——行业周报-20250223

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004 | 田鹏（分析师）证书编号：S0790523090001 | 肖江洁（联系人）证书编号：S0790124070035

阿里巴巴、腾讯加码 AI 基础设施及应用落地，继续布局 AI 应用/算力

根据阿里巴巴 2025 财年第三财季财报，阿里云该季度收入同比增长 13%，AI 相关产品收入连续 3 个季度实现 100% 以上增长，且该季度公司资本开支达 318 亿元，环比大增 80%，集团 CEO 吴泳铭表示阿里巴巴未来 3 年在云和 AI 基础设施的投入预计将超过过去 10 年的总和。腾讯方面，截至 2 月 17 日，腾讯元宝、微信、ima、腾讯文档、QQ 浏览器、QQ 音乐等多款旗下产品均已接入 DeepSeek-R1 模型；2 月 19 日，混元 T1 模型向所有用户开放；2 月 20 日，imaApp 正式上线，可基于“混元大模型”和“DeepSeek-R1 模型”联网搜索问答，及管理个人知识库和共享知识库；2 月 22 日，“腾讯元宝”在国服 iPhone 免费榜排名升至第 2，仅次于 DeepSeek。另外，2 月 21 日，国内大模型初创公司阶跃星辰在首届 StepUp 生态开放日上表示其自研的 Step 系列多模态大模型技术水平持续领先，并率先开启对多模态推理技术的探索，近期联合吉利汽车集团开源了全球参数量最大、性能最好的开源视频生成模型 Step-Video-T2V，并将智能终端 Agent 视为大模型技术落地的核心突破点，重点布局汽车、手机、具身智能、IoT 等关键应用场景。我们认为，阿里巴巴持续加码基础模型平台、云计算等 AI 基础设施投入，腾讯将自身流量和 DeepSeek 性能、开源优势结合，或加速 B/C 端 AI 应用用户规模增长，阶跃星辰打造多模态差异化优势，或加快多模态模型超推理、开源方向迈进，大模型性能的提升及开源，或推动垂直场景 Agent 及端侧 AI 应用商业化加快，并拉动推理算力需求，建议继续全面布局 AI。1、大模型：重点推荐腾讯控股、快手-W，受益标的包括阿里巴巴-W、昆仑万维等。2、AI 应用：（1）AI 虚拟陪伴：重点推荐盛天网络、奥飞娱乐、网易云音乐，受益标的包括汤姆猫、实丰文化；（2）AI 影视：重点推荐上海电影、芒果超媒，受益标的包括华策影视、中文在线、中广天择、慈文传媒；（3）AI 教育：受益标的包括世纪天鸿、盛通股份、南方传媒；（4）AI 广告/电商：重点推荐汇量科技、引力传媒、值得买，受益标的包括因赛集团、蓝色光标、易点天下、浙文互联。3、算力+云：重点推荐顺网科技，受益标的包括浙数文化、天威视讯、华数传媒等。

产品周期或持续释放，AI 赋能仍可期待，继续布局游戏

2 月 21 日，国家新闻出版署下发新一批 110 款国产+3 款进口游戏版号，网易《灵兽大冒险》、灵犀互娱《三国志幻想大陆 2：梟之歌》、雷霆游戏《乱世仙统》《累趴侠》等获批。2 月 20 日，由恺英网络和盛趣游戏联合发行的经典复刻动作冒险手游《龙之谷世界》上线，20-22 日持续排名国服 iPhone 游戏免费榜第 1、畅销榜前 10。据 36 氪，腾讯旗下《和平精英》宣布将接入 DeepSeek，为数字代言人“吉莉”注入 AI，并将于 2 月 25 日开启灰度测试。丰富的版号储备或助力头部新游供给持续释放，AI 或持续赋能游戏玩法创新落地，我们建议继续布局或请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

迎“业绩+估值”双击的游戏板块，重点推荐神州泰岳、恺英网络、心动公司、吉比特、网易-S、完美世界、姚记科技，受益标的包括巨人网络、冰川网络等。

风险提示：AI 应用用户增速及商业化进展低于预期，新游戏流水不及预期。

【地产建筑】全国首单市政基础设施 REITs 正式上市，高速公路 REITs 表现持续优异——行业周报-20250223

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002 | 胡耀文（分析师）证书编号：S0790524070001 | 杜致远（联系人）证书编号：S0790124070064

全国首单市政基础设施 REITs 正式上市，高速公路 REITs 表现持续优异

2025 年第 8 周，我们跟踪的中证 REITs（收盘）指数为 865.23，同比上涨 6.53%，环比上涨 1.23%；中证 REITs 全收益指数 1064.08，同比上涨 18.31%，环比上涨 1.23%。本周 REITs 市场交易规模成交量达 8.92 亿份，同比增长 8.12%；成交额达 40.51 亿元，同比增长 20.67%；区间换手率 5.15%，同比下降 29.36%。本周保障房、环保、高速公路、产业园区、仓储物流、能源、消费类 REITs 一周涨跌幅分别为-0.74%、+0.44%、+3.74%、+0.51%、+0.94%、+0.93%、+0.75%；一月涨跌幅分别为-1.60%、+1.81%、+6.38%、+4.89%、+8.07%、+2.64%、+6.64%。我们认为，债券市场利率中枢下行压力下，“资产荒”逻辑将继续演绎，REITs 作为高分红、中低风险的资产，在政策力度加强以及社保金和养老金入市预期下，将持续提升配置性价比，板块具备较好的投资机会，维持行业“看好”评级。

全国首单市政基础设施 REITs 正式上市，万科 Pre-REIT 基金新进展

国泰君安济南能源供热 REIT 在上交所正式上市，全国首单市政基础设施 REITs、首单供热基础设施 REITs 正式落地。本次发行基础设施 REITs 的底层资产为济南能源集团长输管网项目，即 232 段长输管网资产所有权及其对应的经营权利（截至 2024 年 9 月 30 日，共计用户数 374,463 户，供热面积 43,700.20 万平方米）。万科发布公告，携手中信金石、新华保险、大家保险共同设立“万新金石”Pre-REIT 基金，投资万科旗下厦门泊寓院儿？海湾社区项目

一周行情：高速公路 REITs 单周上涨 3.74%，单月累计上涨 6.38%

2025 年第 8 周，中证 REITs（收盘）指数为 865.23，同比上涨 6.53%，环比上涨 1.23%，2024 年年初至今累计上涨 14.38%，同期沪深 300 指数累计上涨 15.95%，累计超额收益-1.57%。中证 REITs 全收益指数 1064.08，同比上涨 18.31%，环比上涨 1.23%，2024 年年初至今累计上涨 23.48%，同期沪深 300 指数累计上涨 15.95%，累计超额收益+7.52%。本周保障房、环保、高速公路、产业园区、仓储物流、能源、消费类 REITs 一周涨跌幅分别为-0.74%、+0.44%、+3.74%、+0.51%、+0.94%、+0.93%、+0.75%；一月涨跌幅分别为-1.60%、+1.81%、+6.38%、+4.89%、+8.07%、+2.64%、+6.64%。

一级跟踪：21 只 REITs 基金等待上市，发行市场持续活跃

2025 年第 8 周，共有 21 只 REITs 基金等待上市。汇添富上海地产租赁住房封闭式基础设施证券投资基金首发申请已通过，中银中外运仓储物流封闭式基础设施证券投资基金收发申请已反馈，REIT 发行市场长期处于活跃状态。

风险提示：（1）公募 REITs 价格变动及运营风险；（2）调控政策超预期变化，行业波动加剧；（3）各类别资金入市进度不及预期；（4）项目长期分派率不及预期。

【非银金融：香港交易所(00388.HK)】优化交收费结构不改费率水平，小单降费促进散户交易——香港交易所事件点评-20250223

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 唐关勇（联系人）证书编号：S0790123070030

优化交收费结构不改费率水平，小单降费促进散户交易

2月21日，香港交易所宣布优化股票市场交收结算费结构：(1) 将股票交收费结算费率从每笔交易金额的0.002%调整为0.0042%；(2) 取消最低2港元和最高100港元限制；(3) ETF庄家交易费率为0.002%；(4) 于2025年6月开始生效。我们认为优化股票交收费结构后平均费率预计保持不变，但散户交易成本下降利于市场活跃度提升。考虑港股交易情绪持续回暖，我们假设2024-2026年港股ADT分达1320/2000/1800亿港元，分别同比+25.6%/+51.7%/-10.0%，上调2024-2026年归母净利润预测至130/165/154亿港元（前值为127/140/153亿港元），分别同比+9.5%/+26.9%/-6.4%，对应EPS分别为10.2/13.0/12.2港元，当前股价对应PE分别为34.2/27.0/28.8倍。科技股活跃度提升+港股IPO回暖，港交所有望迎来业绩改善和估值上行的戴维斯双击，维持“买入”评级。

平均交收费率预计保持不变，散户交易成本下降利于提升市场活跃度

(1) 预计交收费率保持不变：按当前港交所股票交收费模式计算（0.002%为基准，2港元-100港元），2019年以来的港交所的股票交收费实际平均成本为0.0042%，与当前设定费率一致，但小额交易费用比例更高，大额交易费用比例低于市场平均水平。(2) 优化收费结构降低散户交易成本：该政策有利于提高散户和机构投资者的交易收费公平性，使新的收费结构维持历史平均水平，新结构下77%市场交易的成本预计下降，23%的交易成本预计有所增加。(3) 2025年春节以来，deepseek横空出世激发中国科技股浪潮，本周港股ADT连续提升至3358亿港元，同比+232%，环比+12%，日均换手率达0.85%，位于2021年以来99%分位数。1月港股IPO发行8单，同比去年多增3家，IPO集资额达57亿港元，同比+173%。

科技股浪潮催化港股活跃度提升，港交所受益业绩改善和估值提升

(1) 2024E业绩预测：2024年港股现货ADT同比+26%，Q4单季1869亿港元，同比+105%，环比+57%，我们预计2024Q4归母净利润实现37亿港元，同比+43%，对应2024E130亿港元，同比+9.5%。(2) 2025E敏感性测算：2025年以来港股ADT达2002亿港元，同比+111%，期货期权ADV同比+13%，市场活跃度持续改善。我们假设港股2025EADT分别达到1700/2000/2500亿港元，分别同比+30%/+50%/+89%，对应2025E归母净利润分别达到151/165/192亿港元，同比+16%/+23%/+42%，对应PE分别为30/27/23倍。(3) 科技股浪潮带动港股活跃度改善，港交所作为港股资本市场枢纽，有望直接受益ADT改善下的业绩和估值提升，截至2月21日，PE(TTM)为37.5倍，位于近5年48%分位数，估值仍有空间。

风险提示：宏观经济不稳定影响交投活跃度及公司上市；美联储货币政策存在不确定性；政策催化不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

¹ 根据新凤鸣 2024 年三季报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团有限责任公司控股孙公司共青城胜帮投资管理有限公司持有新凤鸣 5.43% 的股份。尽管开源证券与共青城胜帮投资管理有限公司分别属于陕西煤业化工集团有限责任公司的控股子公司和孙公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对共青城胜帮投资管理有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与新凤鸣不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn