

# 晨会纪要

| 数据日期: 2025-02-21 | 上证综指    | 深证成指     | 沪深 300 指数 | 中小板综指    | 创业板综指   | 科创 50   |
|------------------|---------|----------|-----------|----------|---------|---------|
| 收盘指数 (点)         | 3379.11 | 10991.36 | 3978.44   | 11910.52 | 3074.64 | 1094.77 |
| 涨跌幅度 (%)         | 0.84    | 1.82     | 1.26      | 1.40     | 2.14    | 5.97    |
| 成交金额 (亿元)        | 8556.56 | 13369.50 | 5046.45   | 4508.59  | 6693.08 | 2141.69 |

## 晨会主题

### 【常规内容】

#### 宏观与策略

宏观周报: 宏观经济宏观周报-消费托底、投资承压——政策转向推动春节后经济动能分化

固定收益快评: 可交换私募债跟踪-私募 EB 每周跟踪 (20250217-20250221)

固定收益周报: 公募 REITs 周报 (第 6 期)-险资加大公募 REITs 配置力度

固定收益周报: 转债市场周报-转债估值有支撑, 条款博弈进行时

策略专题: 高质量发展破局低利率谜题 (基金篇)-低利率时期公募基金的资产配置抉择

策略专题: 高质量发展破解低利率谜题 (居民资产配置篇)-海外低利率环境下居民资产配置规律

策略专题: 全球 ESG 资金追踪表 (2025 年第二期)-国内 ESG 股基大幅增配科技

策略专题: 估值周观察 (2 月第 3 期)-科技成长乘势而上

#### 行业与公司

机械行业专题: 人形机器人产业梳理之二: 爆发元年, 空间无限

电子行业专题: AI 眼镜系列专题报告 (一): AI 眼镜发展势如破竹, 光学显示系统成决胜关键

社服行业专题: AI 教育专题报告 (一)-从多邻国的成功经验, 探析中国本土教育企业 “AI+” 战略的路径异同

电新行业周报: IDC 电力设备/电网产业链周评 (2 月第 3 周)-算力基建热潮带动电力设备需求, 25 年特高压有望加速发展

电新行业周报: 锂电产业链双周评 (2 月第 2 期)-固态电池产业蓬勃发展, 宁德时代递交港股上市申请

电新行业周报: 风电产业链周评 (2 月第 3 周)-帆石一海风项目正式开工, 全年海风装机有望高增

行业专题: 大鹏一日同风起, AI 医疗启新篇, 医疗 AI 专题报告 (一): 制药篇

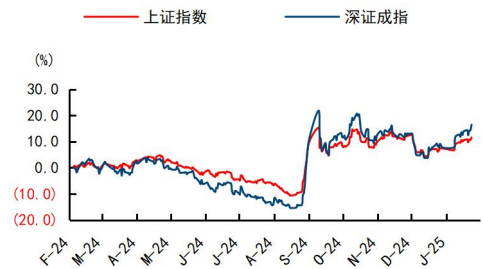
海外市场专题: 美股市场速览-避险情绪骤起

海外市场专题: 港股市场速览-科技上涨持续演绎, 业绩预期加速上调

通信行业周报 2025 年第 9 周: 政策推动央企 “AI+” 行动, 阿里巴巴持续加大 AI 投入

汽车行业专题: 乘用车座椅行业专题-打造多样交互场景, 受益于产品升

#### 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24日

|          | 收盘指数     | 涨跌幅%  |
|----------|----------|-------|
| 道琼斯      | 33597.92 | 0     |
| 纳斯达克     | 10961.46 | -0.48 |
| S&P500   | 3801.78  | -0.44 |
| 法国 CAC40 | 6000.24  | -0.72 |
| 德国 DAX   | 14261.19 | -0.57 |
| 日经 225   | 27574.43 | -0.4  |
| 恒生       | 23477.92 | 3.99  |

#### 基金指数 02月24日

|        | 收盘指数     | 涨跌幅%  |
|--------|----------|-------|
| 债券基金指数 | 3232.84  | -0.06 |
| 股票基金指数 | 10136.19 | 0.07  |
| 混合基金指数 | 9430.24  | 0.03  |

#### 汇率 02月24日

|        | 收盘指数/价 | 涨跌幅%  |
|--------|--------|-------|
| 欧元兑美元  | 1.04   | -0.4  |
| 美元兑人民币 | 7.25   | 0.1   |
| 美元兑港币  | 7.76   | -0.08 |
| 美元兑日元  | 149.28 | -0.22 |

#### 非流通股解禁 02月24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 |

级和进口替代的优质赛道

汽车行业周报:人形机器人行业周报(第三期)-Figure AI 机器人多模态能力升级,中鼎战略合作众擎机器人

商贸零售行业快评:海外零售龙头跟踪系列一沃尔玛-山姆驱动中国市场增长 28%,强商品力结合模式创新树标杆

计算机行业专题:人工智能专题报告:2024Q4 大厂 CapEx 和 ROIC 总结梳理

网易-S(09999.HK) 海外公司财报点评:《漫威争锋》表现优异,端游不断向好

百度集团-SW(09888.HK) 海外公司财报点评:广告持续承压, AI 显著提升云业务收入与利润

唯品会(VIPS.N) 海外公司财报点评:消费情绪逐步好转,公司持续加大股东回报力度

阿里巴巴-W(09988.HK) 海外公司财报点评:云业务加速明显,坚定投入助力阿里开启 AI 增长新阶段

视源股份(002841.SZ) 财报点评:2024 年营收同比增长 11%, AI+教育创新应用加速

均胜电子(600699.SH) 公司快评:人形机器人及汽车电子业务加速发展

博威合金(601137.SH) 深度报告:新材料受 AI 提振,美国光伏投产在即

## 金融工程

金融工程专题报告:海外资管机构月报-1 月美国新成立 56 只 ETF, ETF 资金净流入达 850 亿美元

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 182 期)

金融工程周报:多因子选股周报-成长因子表现出色,中证 500 指增组合年内超额 1.41%

金融工程周报:港股投资周报-中概股一路高歌,港股精选组合年内上涨 9.06%

金融工程周报:主动量化策略周报-科创板持续强势,成长稳健组合年内排名主动股基前 1/3

金融工程周报:基金周报-市场首现 ETF 及其联接基金同时申报,指南针成为先锋基金控股股东

金融工程周报:ETF 周报-上周股票型 ETF 收益率中位数达 1.42%,其中芯片 ETF 涨幅超 8%,净赎回超 37 亿元

金融工程日报:沪指创本轮反弹新高,成交额重回 2 万亿

## 【常规内容】

### 宏观与策略

#### ◆ 宏观周报:宏观经济宏观周报-消费托底、投资承压——政策转向推动春节后经济动能分化

消费托底、投资承压——政策转向推动春节后经济动能分化。2025 年春节后国信高频宏观扩散指数表现偏弱，主要受投资相关的指标拖累，而与消费和房地产相关的指标表现较稳健，这或与国内政策重心逐渐从刺激投资转向刺激消费有关。预计政策转向将推动国内经济逐渐走出通缩困境，向更可持续的均衡路径转型。

本周国信高频宏观扩散指数 A 为负值，指数 B 有所回落。从分项来看，本周消费和房地产领域景气变化不大，投资领域景气有所回落；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 标准化后有所回落，表现逊于历史平均水平，指向国内以房地产、基建为代表的经济增长动能环比上升势头继续放缓。

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 2 月 28 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-0.5%，非食品环比约为零，CPI 整体环比约为-0.1%，2 月 CPI 同比或明显回落至-0.6%。

（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。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）

#### ◆ 固定收益快评:可交换私募债跟踪-私募 EB 每周跟踪（20250217-20250221）

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。

本周无新增项目信息（部分项目因合规原因未予列示）；

• 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:公募 REITs 周报（第 6 期）-险资加大公募 REITs 配置力度

主要结论：本周 REITs 周涨幅为 0.8%，低利率背景下，公募 REITs 的利率敏感属性与高派息率优势进一步显现，公募 REITs 市场再迎增量资金，险资加大公募 REITs 配置力度，将提升 REITs 市场价格稳定性，推动市场扩容。

中证 REITs 指数周涨幅为 0.8%。截至 2025 年 2 月 21 日，中证 REITs（收盘）指数收盘价为 861.15 点，整周（2025/2/17-2025/2/21）涨幅为 0.8%，表现略弱于沪深 300 指数（+1.0%），但强于中证全债指数（-0.4%）。近一年中证 REITs 指数回报率为 13.2%，波动率为 8.7%，回报率较股债指数更高，波动率介于股债指数之间。截至 2025 年 2 月 21 日，REITs 总市值达到新高 1806 亿元，较上周增长 46 亿元；

周换手率为 2.24%，较前一周降低 0.12 个百分点。

仓储物流类、水利设施类和园区基础设施类 REITs 领涨。截至 2025 年 2 月 21 日，从不同项目属性 REITs 来看，产权类 REITs 周涨跌幅为+0.5%，特许经营权类 REITs 周涨跌幅为 3.2%；从不同项目类型 REITs 来看，大部分项目收涨。其中市政设施类 REITs 或因新上市产品易波动，涨幅远超其他项目，其涨幅为 17.1%。其他涨幅最高的三个项目类型分别为交通基础设施类（+3.8%）、消费基础设施类（+1.9%）和能源基础设施类（+1.2%），保障房类回调 0.9%。分具体标的来看，上周涨幅排名前三的三只 REITs 分别为 N 国泰君安济南能源供热 REIT（+17.14%）、中金山东高速 REIT（+7.95%）、华夏中国交建 REIT（+6.22%）。

市政设施类 REITs 交易活跃度最高。从不同项目类型来看，市政设施类 REITs 本周日均换手率最高，为 7.4%，交通基础设施 REITs 成交额占比最高，成交额占 REITs 总成交额 29.4%。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博时蛇口产业园 REIT（2318 万元）、中金普洛斯 REIT（1991 万元）、华夏合肥高新 REIT（1984 万元）。

险资加大公募 REITs 配置力度。2 月 17 日，中国人寿发布公告称，该公司、首景投资及财信人寿拟与国寿置业、北京朗佳私募及创驰企业管理合伙企业（有限合伙）订立合伙协议，已成立北京平准基础设施不动产投资基金合伙企业（有限合伙），该合伙企业将聚焦于基础设施公募 REITs 投资。此次合伙企业全体合伙人认缴出资总额为 52.37 亿元。公募 REITs 具有高分红、收益风险中等等特点。险资加大对公募 REITs 配置力度，既符合国家战略导向，又与自身追求长期稳健投资收益的投资目标相匹配。当前，保险和券商资金为 REITs 流通盘主要定价资金，增量险资入场将提升 REITs 市场稳定性，增强市场活跃度，推动 REITs 市场的持续扩大和产品创新。

建议采取哑铃策略配置公募 REITs。从资产配置角度，建议采取哑铃策略，一方面，可关注交通类、仓储物流类、产业园类相对净值折价率高的资产，有望受益于估值修复的困境反转逻辑；另一方面，在当前经济弱复苏背景下，为获得长期稳定派息回报，可关注保障房、生态环保类对经济周期敏感度低的品种。

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）

## ◆ 固定收益周报：转债市场周报-转债估值有支撑，条款博弈进行时

上周市场焦点（2 月 17 日-2 月 21 日）

股市方面，上周权益市场震荡上涨，市场交投情绪高涨，周五单日成交额破 2 亿元，创近三个月新高；受海外大模型 Grok-3 发布、阿里资本开支超预期、国资委部署深化央企“AI+”专项行动等影响，科技板块表现较好，此外人形机器人概念持续发酵带动机械设备、汽车等相关板块表现。债市方面，在近期资金面较紧张、宏观数据总体表现尚好、权益市场赚钱效应较佳、市场对货币政策宽松预期有所修正等因素作用下，上周债市明显回调；10 年期国债收益率周五收于 1.72%，较前周上行 6.54bp。

转债市场方面，上周转债个券多数上涨，中证转债指数全周+1.32%，价格中位数+1.25%，我们计算的转债平价指数全周+1.21%，全市场转股溢价率与上周相比-1.35%。个券层面，神新（机器人）、奥飞（数据中心）、银轮（机器人）、欧通（数据中心电源）、科数（数据中心）转债涨幅靠前；金诚（资源品）、松原（汽车安全防护系统）、新致（AI+保险）转债跌幅靠前。

观点及策略（2 月 24 日-2 月 28 日）

转债估值有支撑，条款博弈进行时：

在权益市场的带动下，上周五转债市场价格中位数上涨至 123 元，平均价格更是站上 130 元之上，均接近 2023 年以来的 90%分位数位置，中证转债指数也逼近 2022 年初的高点。尽管近两周债市明显调整，在股市总体偏强、低利率时期转债配置力量较充裕下，转债估值压缩幅度非常有限。

春季躁动行情时期小盘及成长或更占优，叠加全球 AI 产业链、人形机器人产业链等方面催化不断，对于转债市场而言依旧结构性有利；中长期资金入市，重要会议渐进、政策预期升温的背景下，市场较高

风险偏好有望继续维持。

近期或需加强对转债条款方面的关注，持续的上涨行情使得市场中临近触发强赎的个券明显增多，建议规避其中距离到期时间较近的品种；此外上周隆 22、游族、鹰 19 等多只转债提议下修，可多加关注下修博弈的机会。

择券方面，在当前转债高估值的状态下，我们仍认为正股波动率对转债择券胜率尤为关键。关注国产算力产业链、AI 应用、人形机器人、汽车智能化等估值弹性大，家电及汽车补贴政策驱动的消费等业绩有增长的板块的机会；低利率环境下，近期交易拥挤度相对较低的高股息资产（特别是国央企属性）仍可加强关注，尤其其中偏股型低溢价率的个券；此外，医药行业转债分布密集，关注支付端、融资端改善下创新药、CXO 等医药板块机会。

风险提示：海外市场动荡，存在不确定性。

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

联系人： 吴越

#### ◆ 策略专题：高质量发展破局低利率谜题（基金篇）-低利率时期公募基金的资产配置抉择

低利率环境下再审视公募基金发展破局经验。2008 年金融危机后，全球普遍面临过度储蓄和有效投资不足的问题，导致资本产出率下降，进而形成了低利率甚至负利率的环境，给资管机构的创新和发展带来挑战。本文主要通过研究日欧公募基金的股债配置情况，分析了低利率时期资产配置的特点和趋势。研究发现，低利率甚至负利率的环境下，海外公募以增加权益投资比重求生，逐步降低固收资产占比。同时各国公募积极寻求产品创新，以扩大被动投资规模、多元化分散风险等方式提高收益。

低利率时期公募基金业绩表现：在低利率环境下，日欧公募基金为适应市场变化，普遍增加了权益类资产的投资比重，减少了固定收益类资产的比重，以寻求更高的收益。核心赚钱业务方面，机构投资者通过“固收+”策略构建收益安全垫，精选信用债、捕捉高收益债利差机会，同时跨国股票配置呈现结构性分化。整体来看，低利率期间表现较好的基金包括：ESG 主题基金，近十年以 17.8% 的年均增速领跑资管行业；公用事业和医疗行业基金，深耕防御型赛道，在金融危机期间表现稳健；量化对冲基金，通过多因子模型，在低波动市场中捕捉收益机会；分红基金，受益于利率下行背景下，投资者对股票分红收益关注度提升。

海外股债基相对变化：在低利率环境下，股票基金和债券基金的相对规模与行情变化呈现出明显的阶段性特征。初期，债券基金因资本利得优势表现突出；而在零利率或负利率时代，股票基金尤其是高股息股票基金的性价比显著提升，其规模和行情表现逐渐超越债券基金。此外，公募基金的海外投资比例上升，投资者在全球范围内寻找更高回报资产。

成功公募产品策略：成功的公募基金产品通常具有以下特点，长期风格稳定，指数化投资为主流；全球化资产配置，海外投资比例上升；低波动策略和逆向投资策略表现优秀；另类投资基金增长，以获取更高的收益并分散市场风险。例如，日本市场的分红基金和欧洲市场的 ESG 主题基金在低利率环境下表现出色。债券型基金逆势突围的主要经验为：拉长久期和下潜信用评级→资金出海全球配置；权益类产品突围主要策略：衍生品逆向投资→抓住科技股映射的短期波段→长期则围绕高分红策略布局。

对国内市场的启示：债券基金需关注利率下行风险，增加海外债券配置，拓展投资范围，创新固收+策略，提高基金吸引力；优化权益基金结构，推动 ETF 发展，吸引机构投资者（如养老金）入市，探索高附加值策略；提升国际化配置，降低单一市场依赖，优化 QDII 额度管理，增强海外投资能力；增强养老金等长期资金的市场参与，并加大另类投资布局。

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，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：高质量发展破解低利率谜题（居民资配篇）-海外低利率环境下居民资产配置

## 置规律

海外低利率的成因是超额储蓄和有效投资不足，不同国家低利率时期资产配置行为出现分化。低利率时期，美国、日本居民非金融资产占比下滑，得益于德国相对健康的房地产市场，德国非金融资产占比温和上涨。风险偏好角度，美国>德国>日本。美国居民在股票和共同基金中配置的资产比例最高，其次为德国，两国在股市上涨中居民部门都有增配，日本居民配置股权比例最低，2014年股市上涨后日本居民的仓位反而有所降低。低利率时期，三国居民均存在增配保险和养老金的行为，日本居民对现金的偏好最强。

日本居民低利率时期偏好货币，对保本型产品需求旺盛。极低的风险偏好语境下，日本居民配置海外资产的比例不高。分阶段来看，1990-1999年，日元相对美元大幅升值，日本债券平均年化收益高达7.7%，这一阶段日本债市是居民部门过度储蓄的“蓄水池”；2000年至2012年，居民部门杠杆持续去化，居民资金多用于债务偿还，叠加日元升值的影响，本文测算出这一时期日本居民配置海外安全资产的收益率并不高。2014年后，日股开始步入长牛，居民部门资金出海动能减弱。

低利率时期，德国三部门资产负债表均相对健康。欧债危机后德国股市长期震荡走平，居民配置固定资产的比例逆势上涨，2021年之后在权益类资产配置比例随股市复苏温和上涨，更多通过保险和养老金间接实现资产全球化配置。低利率时期，德国实体部门资产负债率较为平稳，主要源于德国非金融企业以内源融资为主，企业现金流重组下加杠杆意愿不强，制造业+全球化导向和日本企业的资产负债表承压动因不同。

低利率时期美国大类资产表现为：纳斯达克100>标普500>道琼斯工业指数>美元>COMEX黄金>债券。低利率时期以利率作为久期跷跷板的支点，美股成长跑赢价值，与全球主要经济体相比更高的债券收益率支撑美元在低利率时期逆势走强，黄金上涨得益于美元、美债利率、美国债务三因素共振。相比日、德，美国居民在低利率时期增配股票、养老金和保险，表现出较强的风险偏好。展望低利率时期资产配置，建议关注资产的流动性、安全性、收益性三个维度，适当增配权益类资产、加大多元资产配置策略以对冲风险。行业维度关注产业升级和变革、供需结构改善带来的盈利长期提质增效和投资机遇。

风险提示：历史复盘对未来指引有限，海外地缘问题和货币政策的不确定整，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：全球 ESG 资金追踪表（2025 年第二期）-国内 ESG 股基大幅增配科技

· 本报告基于 EPFR 数据库中的 SRI/ESG 统计口径，对 2025 年 1 月不同地区和国家的 ESG 基金资金流动状况进行月度跟踪与分析，其中股票持仓数据为最新 2024 年 12 月数据。

全球 ESG 资金流动状况：数据库覆盖口径下的股票型 ESG 基金总规模为 21096 亿美元，较上月增加 3.09%；资金整体净流出 43.66 亿美元，其中，大盘混合型和中盘成长型 ESG 基金净流出最多，分别流出 14.42 和 8.85 亿美元，小盘混合型 ESG 基金净流入 1.07 亿美元；行业主题 ESG 基金中，金融、房地产、科技、通信主题 ESG 基金实现资金净流入，其余行业主题 ESG 基金资金均为净流出。债券型 ESG 基金总规模为 7080 亿美元，资金净流入 43.40 亿美元，公司债型、混合债型、主权债型基金资金分别净流入 22.96 亿美元、净流入 10.92 亿美元和净流入 7.79 亿美元。

发达市场 ESG 资金流动状况：股票型 ESG 基金总规模为 19286 亿美元，规模较上月增加 3.31%；资金净流出 45.92 亿美元。债券型 ESG 基金总规模为 6715 亿美元，资金净流入 46.71 亿美元。

新兴市场 ESG 资金流动状况：股票型 ESG 基金总规模为 1810 亿美元，规模较上月增加 0.74%；资金净流入 2.24 亿美元。债券型 ESG 基金总规模为 365 亿美元，资金净流出 3.32 亿美元。

中国 ESG 资金流动状况：数据库覆盖口径下股票型 ESG 基金总规模为 134.74 亿美元，规模减少 1.80%；资金净流出 0.13 亿美元，净流出规模有所降低；行业配置方面，股票型 ESG 基金配置比例前三的行业分别为周期消费、金融和信息技术，配置比例分别为 26.09%、22.28%、21.84%，当月增配幅度较大的行业为周期消费和信息技术，减配幅度较大的行业为金融、工业和材料。债券型 ESG 基金总规模为 3.12

亿美元，资金净流出 0.03 亿美元。

美国 ESG 资金流动状况：数据库覆盖口径下股票型 ESG 基金总规模为 5873 亿美元，规模增加 2.94%；资金净流出 5.25 亿美元；行业配置方面，股票型基金配置比例前三的行业分别为信息技术、金融、周期消费，配置比例分别为 38.27%、13.82%、12.30%，本月增配幅度较大的行业为信息技术和周期消费，减配幅度较大的行业为工业、金融和能源。债券型 ESG 基金总规模为 1165 亿美元，资金净流入 9.08 亿美元。

日本 ESG 资金流动状况：数据库覆盖口径下股票型 ESG 基金总规模为 288.87 亿美元，规模增加 2.17%；资金净流出 0.03 亿美元；行业配置方面，股票型基金配置比例前四的行业分别为工业、周期消费、金融和信息技术，配置比例分别为 22.99%、19.38%、16.92%和 16.89%，本月增配幅度较大的行业为周期消费和信息技术，减配幅度较大的行业为医药和金融。

风险提示：(1) ESG 投资受到清洁能源政策和公司治理规定的影响，节奏具备一定不确定性；(2) 海外地缘问题导致的资金净流动，与 ESG 标签属性关联有限；(3) 本文仅对历史资金流动情况进行复盘梳理和即时跟踪，不构成对未来相关行情预测。

证券分析师：王开 (S0980521030001)

联系人：郭兰滨

### ◆ 策略专题：估值周观察(2月第3期)-科技成长乘势而上

•近一周(2025.2.17-2025.2.21)全球市场跌多涨少，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、罗素 1000 等美股宽基指数估值收缩幅度较大，PE 分别较 2025 年 2 月 14 日收缩 2.38x、1.04x、1.05x。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 14 日明显扩张，印度核心宽基 PE、PB、PS 分位数分化较大。

•A 股核心宽基估值继续扩张；风格层面，价值风格估值收缩跑输成长。近一周(2025.2.17-2025.2.21)，A 股核心宽基估值继续扩张。规模上来看，国证 2000、中证 1000、中证 500 的 PE、PB、PS 和 PCF 扩张幅度相对较大，其中 PE 扩张幅度分别达 1.83x、1.31x、0.80x。风格上来看，小盘指数估值明显扩张，价值风格估值小幅收缩。截至 2 月 21 日，A 股主要宽基指数近一年整体估值水平延续扩张走势，PE、PB、PS 位于 90%分位数左右，PCF 位于近三年 45%-65%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 1.24%、1.65%、5.37%。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 80%以上。

•一级行业方面，TMT 行业估值表现分化。本周一级行业股价涨跌互现，TMT、中游材料&制造部分行业涨幅较大，其中，通信行业涨幅超过 8%；上游资源、下游消费行业多数下跌，煤炭跌幅为 4.3%。估值方面，一级行业估值分化，TMT 部分行业估值延续此前扩张态势，扩张幅度整体较大，其中，电子 PE 扩张幅度较大(4.04x)，PCF 扩张幅度达 2.04x；上游资源、下游消费行业估值多数下跌，TMT 行业中传媒估值下跌明显。

•低协方差稳定红利行业估值性价比横向视角位于“相对洼地”。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 10.01%，五年分位数四项均值仅为 12.09%；下游必选板块一年分位水平整体优于可选板块；上游资源 PB 三年和五年分位数水平平均低于 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 10%分位数以下。

•新兴产业相关方向中，芯片、半导体估值扩张，热门概念宇树机器人、香港半导体 PE 扩张超 20x。新兴产业各板块悉数上涨，IDC、工业母机板块涨幅较大，其中 IDC 涨幅最大，达 12.25%。新兴产业估值顺势扩张，集成电路、半导体和 IDC 本周估值扩张幅度较大，PE 扩张幅度分别为 9.73x、8.30x、8.26x。热门概念中，宇树机器人、香港半导体 PE 扩张幅度达 24.54x、26.67x；光模块(CPO)伴随业绩快报披露，分子端增长，指数上行同时估值小幅 PE 收缩 3.26x。

风险提示：海外货币政策节奏和幅度的不确定性；文中所列指数、个股产品仅作为历史复盘，不构成投

资推荐的依据

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

## 行业与公司

### ◆ 机械行业专题：人形机器人产业梳理之二：爆发元年，空间无限

人形机器人趋势明确且进展迅速：国内外政策发力叠加产业基金，人形机器人量产将近

潜在兆亿赛道，人形机器人行业发展的确定性高：人形机器人是有望超过新能源汽车/智能手机市场规模的兆亿级赛道，有极大解放生产力和改善人类生活的应用潜力。短期来看，海外的特斯拉 Optimus 过去三年进展迅速且即将量产，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，人形机器人已经成为未来最确定的方向之一。

国内外政府高度重视人形机器人发展，各国支持政策频出：我们梳理了我国国家层面和地方层面的人形机器人相关政策和动态：2015 年以来我国在算力、具身智能、硬件等方面给予多项支持性政策；各大城市跟进出台相关政策，并成立了多个产业联盟和基金，仅 2024 年成立的产业基金总投资规模就达数百亿元。海外发达国家的人形机器人发展历史较长，具有先发优势。我们梳理了美、加、日、韩共 4 个国家的人形机器人相关政策：美国通过专项研发补贴、税收优惠等举措，吸引大量资本涌入人形机器人赛道，加拿大通过制定针对性政策助力国内人形机器人的大脑和硬件发展；日韩围绕自身的核心技术进展战略布局。我们认为在全球政府积极推进人形机器人行业发展的背景下，产业快速发展的趋势已定。

国内外人形机器人企业百花齐放，多类型企业合力推动人形机器人发展：海外人形机器人企业以特斯拉、Agility、Figure 为代表，在技术研发和商业应用上的先行探索，为人形机器人行业发展提供了重要参考。我们将国内人形机器人企业划分为四类，并对主要公司进行了梳理：①初创企业：以宇树科技、智元机器人、优必选为代表，发展势头足，产品迭代速度较快；②大型科技企业：以华为、小米为代表，借助自身在 AI、智能硬件生态的优势，积极探索人形机器人与多种场景的融合；③整车企业：以比亚迪、小鹏汽车为代表，利用在汽车制造中积累的底盘、动力等技术优势，为人形机器人的研发提供支撑；④其他企业：以宁德时代为代表，借助原产业的经验积累，助力人形机器人产业变革。

Ø人形机器人受益环节：把握价值量大、卡位好硬件端的中国制造企业长期机遇

人形机器人产业链与传统产业有一定重合，中国制造企业硬件端具备优势：参考新能源汽车/智能手机的发展，整装企业软件端倾向于自研自控，硬件端考虑性价比通常外购，中国企业凭借显著成本优势和在工业机器人/汽车产业的技术积累，有望占据先机充分受益。

人形机器人自由度超过 60 个，国内零部件企业迅速发展：根据特斯拉数据，我们预计 Optimus Gen 3 本体和四肢的自由度 28 个，灵巧手自由度或达 34 个，合计自由度超 60 个。主要零部件包括无框/空心杯电机、谐波减速器、滚柱丝杠、一维力/六维力/位置传感器、轴承等。我们梳理了国内人形机器人各环节约百家企业，认为我国硬件端产业链发展迅速，部分领域（如谐波减速器）已处于国际领先水平，硬件端有望加速突破。

Ø投资建议：重点关注自身基本面较好且卡位好的优质零部件公司，维持“优于大市”评级

当前人形机器人仍处于从 0 到 1 的阶段，2025 年或为量产元年，长期方向确定、空间广阔，综合考虑价值量、卡位及确定性，建议重点关注：1) 减速器环节：重点推荐绿的谐波、国茂股份；2) 丝杠环节：重点推荐绿的谐波、恒立液压、震裕科技；3) 电机环节：重点关注兆威机电、雷赛智能、伟创电气、步科股份等；4) 灵巧手环节：重点推荐兆威机电；4) 其他标的：重点推荐汇川技术、中坚科技、德马科技、永创智能、金帝股份、国机精工、东华测试等。

风险提示：人形机器人商业化进程不及预期；下游需求不及预期；AI 技术发展不及预期；国产零部件厂商订单低于预期的风险。

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

## ◆ 电子行业专题:AI 眼镜系列专题报告（一）：AI 眼镜发展势如破竹，光学显示系统成决胜关键

AI 眼镜是大模型智能体应用得以落地的最佳消费电子形态。自 2023 年大模型落地以来，AI 眼镜领域发展不断提速，各大厂商纷纷入局，产品推陈出新。2023 年 9 月，Meta 与雷朋合作推出第二代智能眼镜 Ray-Ban Meta，内置多种组件；2024 年 4 月，该产品新搭载 Meta Llama3 大模型，实现语音交互等功能。2024 年 9 月，Meta 发布首款 AR 眼镜 Orion，采用分体式设计与波导方案，虽未面向消费者，但展示了技术突破。2024 年 11 月，百度发布小度 AI 眼镜，全球首款搭载中文大模型，预计 2025 年上半年上市。同期，Rokid 发布新一代 AI+AR 眼镜 Rokid Glasses，整合通义千问大模型。2025 年 1 月，雷鸟创新发布雷鸟 V3 AI 拍摄眼镜。小米 AI 眼镜计划 2025 年 2 月发布，对标 Meta Ray-Ban。我们认为 AI 智能眼镜的硬件发展正经历三个阶段：无摄像头智能眼镜 (AI 眼镜)、带摄像头智能眼镜 (AI 眼镜)、带显示屏智能眼镜 (AR 眼镜)，2025 年有望迎来 AI 眼镜与 AR 眼镜市场群雄逐鹿。

AR 设备市场空间广阔，光学显示单元占据整机成本核心。AI 眼镜如火如荼的当下，我们认为 AR 眼镜仍为智能眼镜的理想方案。AR 技术是一种将真实世界信息和虚拟世界内容相结合的技术，主要产品形态分为 AR 智能眼镜、抬头显示器 (AR-HUD) 和 AR 手持设备等。与 VR/MR 技术不同，AR 技术强调保留使用者对现实的感知，使其所处的环境“数字化”，从而能够更高效地借助数字信息完成一系列工作。近年来，各大行业巨头加快 AR 领域布局，AR 智能眼镜作为 AR 的主要搭载形式被行业看好，AR 眼镜发展迅速。AR 设备出货量近年呈现逐年增长态势，预计 2023-2027 年 CAGR 将达 37.7%，具有广阔市场空间。AR 整机中光学显示单元占据成本 43%，是最核心的部分。

光学显示系统 (微显示方案+光学方案) 是 AR 眼镜量产与推广关键。在透视技术上，AR 主流的透视方案为光学透视 (OST)。AR 眼镜的光学透视方案有众多技术路线和不同技术组合，从而实现“虚实结合”功能，核心在于“微显示方案+光学方案”；光学显示系统决定了未来能否量产以及大规模推广速度。微显示方案包括被动式和主动式，当前被动式中 LCOS 显示方案量产技术较为成熟，有利于降低 AR 眼镜整体成本；主动式中由于 Micro LED 具有系统简单、高效率、高亮度、高色域、高对比度等优点，未来或成为主流趋势。光学方案主要包括棱镜、离轴光学、自由曲面、BirdBath、光波导等，其中棱镜方案和离轴光学方案是 AR 眼镜商业化之初的有益尝试；自由曲面方案和 BirdBath 光学方案相对成熟，普及率较高；而光波导方案有望成为 AR 眼镜所收敛的光学方案，反射光波导和衍射光波导各有千秋，正在争相脱颖而出。

产业链相关公司：【舜宇光学科技】：公司持续为 XR 领域客户提供即时定位与建图 (SLAM) 模组、高清透视摄像模组等核心产品，积极开发下一代多传感 XR 视觉模组。公司作为行业首家厂商已量产最小体积的单色及彩色 Micro LED 光机，深化与头部 XR 客户的合作。【水晶光电】：公司已具备为 AR/VR/MR 设备提供从光学材料 (晶圆、方片) 到各类光学元器件、再到近眼虚空显示的各类光波导技术及光机的一站式光学解决方案能力。公司聚焦反射光波导技术，紧跟产业链巨头步伐，加快解决产业在大规模、高性价比、低成本等量产方面的难点，推动 AR 产业的商业化进程。【蓝特光学】：公司显示玻璃晶圆再裁切割后可制成 AR 光波导，最终用作 AR 镜片材料；深加工玻璃晶圆产品主要应用于晶圆级镜头封装、AR/VR、汽车 LOGO 投影等领域。【韦尔股份】：公司向全球 AR/VR 客户提供尖端的视觉和传感解决方案，通过在全局曝光技术的领先优势，赋能终端设备实现眼球追踪、SLAM 等功能；图像传感器产品在小尺寸及低功耗方面的优势高度适配 AR/VR 等终端客户需求。公司推出单芯片硅基液晶 (LCOS) 面板产品，可用于下一代 AR/XR/MR 眼镜以及头戴式显示器中。

风险提示：AR 产品需求不及预期、AR 渗透率提升不及预期、技术路线推进不及预期、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)

## ◆ 社服行业专题:AI 教育专题报告（一）-从多邻国的成功经验，探析中国本土教育企业“AI+”战略的路径异同

行业总览：技术跃迁与政策红利驱动 AI 教育加速发展。据艾瑞咨询 2024 年 8 月报告，2024 年中国教育科技市场合计约 3000 亿元规模，其中 C 端市场占比超 90%，同时 AI 渗透率仅约 7%（口径为市场规模中 AI 技术贡献占比），渗透提升空间巨大。AI 通过自动内容生成降低边际成本，依托自适应学习系统实

现精准教学，同时以知识库、交互工具拓展场景边界，传统教育行业的“高质量、大规模、个性化”不可能三角有望在 AI 技术下被打破，AI 正成为优化教育供给的核心驱动因素。近期高性能、低成本、开源的 DeepseekR1 问世，在技术层面继续助推 AI 教育发展，包括有道、好未来等在内教育企业陆续接入，叠加政策顶层规划，国内 AI 教育有望迎来加速发展期。

千亿多邻国成长启示录：AI 赋能打造 C 端寓教于乐场景。多邻国是目前全球最受欢迎的在线教育平台，上市以来单季收入增速同比维持 40%及以上，加大 AI 渗透后盈利能力持续改善，2024 年前三季度可比净利同比增长 1890%。多邻国增长飞轮基于其 Freemium 模式下的用户漏斗：1) 用户增长：借助 AI 生成大量免费课程引流，降低用户门槛、打造社区氛围；2) 用户留存：借助自研 AI 系统精准提供课程，同时利用大数据 A/B 测试优化消息推送机制，提升用户留存度；3) 用户付费：利用 AI 打造互动性更强的 Duolingo Max 产品，构筑 Super-Max 多层级订阅服务，同时利用 AI 加速课程迭代，提升用户付费及续费率；4) 循环：基于大量用户数据迭代优化技术产品。国内教育企业可沿两条路径借鉴：用途上利用 AI 规模生产、以算法优化教学、打造强即时性、互动性课程等；引流策略上，基于 AI 降本可提供低价/免费内容打开流量入口，取得数据要素积累先发优势，开启增长飞轮开关。

不同于多邻国，国内教育企业 AI 实践更多在软硬件两侧同时发力。1) 有道：软件端有基于自研教育大模型“子曰”的有道小 P，硬件端已形成丰富的产品矩阵，近期推出融合 DeepSeek-R1 的首款 AI 原生硬件 SpaceOne；2) 好未来：以 MathGPT 数学大模型为核心，软件端打造“九章随时问”，硬件端学而思学习机已占据学习平板高端市场重要市场地位；3) 豆神教育：软件端依托核心名师 IP 及教培数据优势，推出“豆神 AI”产品，从答疑工具升级为教学主体，硬件端规划便携式智能硬件“小豆”等产品；4) 盛通股份：硬件端打造中鸣机器人编程教具将抽象编程语言转化为实体机器人便于理解，软件端接入 Deepseek 打造支持自然语言对话与智能决策的教育硬件平台。5) 天立国际控股：场景上以 AI 自习室（借助智能平板硬件）与启鸣云校（软件）切入 C 端校园场景，验证短期冲刺平均提分 36 分效能提升。

投资建议：DeepSeek 大模型技术突破将成为 2025 年中国 AI 教育领域产品持续落地的关键驱动因素。随着行情演绎，就 AI 教育主题，我们认为市场正从“泛题材”切换至产品商业化路径及可持续商业模式搭建的实质性验证上。借鉴多邻国以 AI 打造 C 端寓教于乐场景成功经验，同时考虑中国用户消费偏好有别于美国（硬件付费意愿相对高于软件付费），我们看好 K12 教育率先跑出可验证的产品及商业模式。从产品投产进度和市场验证来看，首先建议关注有道、好未来、豆神教育、盛通股份、天立国际控股等公司；此外，其他教育公司都积极拥抱 AI 技术，我们密切关注后来居上的潜在机会。

风险提示：技术伦理监管趋严、硬件同质化竞争加剧、教育数据安全风险。

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

## ◆ 电新行业周报：IDC 电力设备/电网产业链周评（2 月第 3 周）-算力基建热潮带动电力设备需求，25 年特高压有望加速发展

### 【IDC 电力设备】

2 月 20 日，阿里巴巴发布 2025 财年第三季度财报，公司云计算业务表现亮眼，收入同比增长 13%，AI 相关产品收入连续第六个季度实现三位数增长；截至 2024 年 12 月 31 日的三个月资本开支为 318 亿元，环比+80。阿里巴巴 CEO 吴泳铭明确表示，通用人工智能 (AGI) 将是公司 AI 战略的核心。在未来三年内，阿里巴巴计划在 AI 基础设施、基础模型和 AI 业务转型三个领域进行重点投资，其中未来三年在云和 AI 的基础设施投入预计将超越过去十年的总和（约 3800 亿元），即未来每年投入在 1300 亿元左右。AI 应用迎来拐点，字节跳动、腾讯、阿里巴巴等互联网企业加大基建投入力度。

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

行业观点：数据中心电力设备品类众多，电力传输链路较长，包括维谛、伊顿、施耐德等在内的全球巨头深耕细分领域多年，已形成完整的产品序列和强大的解决方案提供能力；国内企业聚焦数据中心行业时间较短，但在各细分产品和环节已具备较强的竞争优势，头部企业正逐步建立解决方案提供能力。此外，随着算力芯片国产替代的持续推进，数据中心价值链有望整体向中国企业转移。2025 年有望成为全

球 AIDC 建设元年，国内外主要云厂资本开支有望迎来放量，美国启动星际之门计划，四大云商未来四年年度投资有望增长超 50%。算力建设高度依赖电力，变压器、开关柜、HVDC/UPS、PSU 等环节龙头有望受益。

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

#### 【电网】

2024 年 12 月全国电源工程投资完成额为 3022 亿元，同比+54.0%；1-12 月累计完成额为 11687 亿元，同比+20.8%。2024 年 12 月全国电网工程投资完成额为 793 亿元，同比-3.0%；1-12 月累计完成额为 6083 亿元，同比+15.3%。

2025 年至今，火电新增核准容量 3.9GW，同比-3%；新增开工容量 2.0GW，同比-86%。2024 年全年，火电新增核准容量 44.44GW，同比-33%；新增开工容量 107.20GW，同比+8%。

2025 年 1 月 16 日，国网特高压设备 6 批招标结果公布，中标金额 82.26 亿元，同比+308%；中标标包 59 个，同比+13%。2024 年国家电网特高压设备类招标共 6 次，合计中标金额 261.5 亿元。

近两周线缆级 EVA 价格大幅上涨，取向硅钢及聚乙烯 LLDPE 价格相对稳定。

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

#### 【投资建议】

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

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

#### 【风险提示】

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

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

### ◆ 电新行业周报：锂电产业链双周评（2 月第 2 期）-固态电池产业蓬勃发展，宁德时代递交港股上市申请

#### 【行业动态】

固态电池产业蓬勃发展：2 月 9 日长安汽车发布金钟罩固态电池，产品能量密度达到 400Wh/kg，可支持 1500km 续航；全固态电池产品预计在 2027 年开始逐步量产。近日，比亚迪锂电池 CT0 表示公司已经量产 60Ah 全固态电池产品，并将于 2027 年左右开始批量示范装车应用。恩捷股份 1000 吨硫化物电解质中试线落户云南。

宁德时代近期动态：2 月 11 日，宁德时代正式向香港联交所递交发行境外上市外资股（H 股）并在香港联交所主板挂牌上市的申请。近日，大众汽车集团（中国）与宁德时代签署战略合作备忘录。近日，宁德时代旗下时代电服与滴滴出行旗下浙江小桔共同成立换电合资公司。

中创新航获纳入恒生综合指数：2 月 21 日，恒生指数公司公布最新季检结果，其中中创新航获纳入恒生综合指数成份股，所有变动将于 2025 年 3 月 7 日（星期五）收市后实施并于 2025 年 3 月 10 日（星期一）

起生效。

#### 【新能源车产业链数据】

国内新能源车：2025 年 1 月国内新能源车销量为 94.4 万辆，同比+29%、环比-41%；国内新能源车渗透率 39.0%，同比+9.1pct，环比-6.8pct。

欧洲&美国新能源车：2025 年 1 月，欧洲九国新能源车销量为 17.10 万辆，同比+24%、环比-27%；新能源车渗透率为 23.5%，同比+5.0pct、环比-4.0pct。2025 年 1 月，美国新能源车销量为 11.90 万辆，同比+3%、环比-26%；新能源车渗透率为 10.7%，同环比均基本持平。

#### 【锂电材料及锂电池价格】

锂盐价格小幅下跌，动力电芯报价下跌。本周末碳酸锂价格为 7.62 万元/吨，较两周前下跌 0.11 万元/吨。相较两周前，磷酸铁锂、三元正极报价下跌，电解液、隔膜报价稳定，负极报价上涨。本周方形三元动力电芯/铁锂动力电芯/储能用 100Ah 电芯/储能用 280Ah 电芯报价达到 0.383/0.346/0.340/0.300 元/Wh，较两周前下跌 0.012/0.009/0.000/0.000 元/Wh。

#### 【投资建议】

建议关注：1) 低空经济与机器人产业布局领先企业（卧龙电驱、宁德时代、亿纬锂能）；2) 固态电池材料布局领先企业（厦钨新能、容百科技、当升科技）；3) 需求持续回暖的消费电池企业（珠海冠宇）；4) 产能加速出清磷酸铁锂领先企业（湖南裕能、万润新能），盈利稳健结构件企业（科达利）；5) 充电桩行业领先企业（特锐德、盛弘股份）；6) 电动自行车铅酸电池领军企业（天能股份）；7) 高压直流继电器领先企业（宏发股份）。

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

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

## ◆ 电新行业周报:风电产业链周评（2 月第 3 周）-帆石一海风项目正式开工，全年海风装机有望高增

#### 【行业要闻】

2025 年至今，全国风机累计公开招标容量 8.7GW（+16%），其中陆上风机公开招标容量 8.7GW（+16%）。2025 年陆上风机（不含塔筒）平均中标价格为 1,787 元/kW。2024 年全年，全国风机累计公开招标容量 107.4GW（+61%），其中陆上风机公开招标容量 99.1GW（+70%），海上风机公开招标容量 8.4GW（-3%）。2024 年陆上风机（不含塔筒）平均中标价格为 1,359 元/kW。

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

根据国家能源局数据，2024 年 12 月我国新增风电装机 28.5GW，同比持平；全年新增风电装机 79.3GW，同比+5%；截至 2024 年末我国累计风电装机 520.7GW，占发电装机总容量的 15.5%。

近两周生铁价格环比小幅下跌，环氧树脂价格环比上涨 2.1%。

#### 【板块行情】

近两周风电板块表现分化，涨幅前三板块为轴承（+16.9%，主要受益于人型机器人概念）、铸锻件（+2.2%）和叶片（+0.5%）。个股方面，近两周涨幅前三分别为长盛轴承（+54.8%）、新强联（+16.8%）和恒润股份（+15.8%）。

#### 【行业观点】

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

25 年有望迎来修复。

#### 【投资建议】

建议关注四大方向：1) 导管架产能占比较高、远期出口空间较大的塔筒/管桩龙头；2) 预期修复、出口空间逐步打开的海缆龙头企业；3) 国内盈利筑底、出口加速的整机龙头；4) 零部件企业 25 年量利齐增机会。建议关注金风科技、东方电缆、时代新材、禾望电气、三一重能、大金重工、日月股份、中际联合、金雷股份。

#### 【风险提示】

原材料价格大幅上涨，风电下游建设节奏不达预期。

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

### ◆ 医药行业专题：大鹏一日同风起，AI 医疗启新篇，医疗 AI 专题报告（一）：制药篇

AI 技术快速发展，医疗健康是 AI 技术最重要的应用领域。医疗健康产业正处于数字化转型与智能化升级的变革期，ARK Invest 近期所发布的《Big Ideas 2025》提到利用人工智能来“操作”数据将颠覆诊断、药物发现和治疗。医疗健康是 AI 技术最重要的应用领域，医疗保健板块人工智能解决方案的全球市场规模预计将由 2022 年的 137 亿美元增至 2030 年的 1,553 亿美元，CAGR 为 35.5%，是人工智能应用最大的领域，具备广阔前景及想象空间，中国医疗健康产业正迎来自身的“Deepseek 时刻”。建议关注：1) AI+制药；2) AI+多组学；3) AI+精准诊断；4) AI+影像设备；5) AI+家用；6) AI+智慧医疗。

药物研发周期长、资金投入高、成功率低，“AI+”方案有望解决痛点。一款新药成功上市销售大约需要花费十年以上的时间，药物发现阶段从靶点到苗头化合物再到先导化合物优化过程，整体成功率为 51%，临床研究阶段的整体成功率仅为 12.9%。资金花费上，一款药物从研发到上市销售，平均需要投入 8-23 亿美元，上市后还要投入超过 3 亿美元。与传统药物研发对比，AI 制药更具有优势：AI 制药方法可以对数十亿个分子进行筛选，缩小实际需要合成和筛选的分子数量范围，在 2-3 年内仅需合成及测试数百个分子；可以定制生成数百个苗头分子，探索未知分子，提高药物研发的创新性；能够通过计算机模拟的方式减少需要实验室验证的分子数量，节约验证和测试时间。

AI 研发的药物逐步进入临床阶段，且药物类型多样。尽管当前暂时没有利用 AI 制药技术研发的药物成功获批上市，但通过公开的数据库检索，2015 年-2023 年累计有 75 个分子应用 AI 制药技术开发并进入临床研究，2023 年有 67 条管线处于临床研究阶段，其中 45 条管线处于临床 I 期研究，19 条管线处于临床 II 期研究，2 条管线处于临床 III 期阶段。对 AI 制药开发的分子类型统计发现，2023 年 AI 技术在小分子药物的发现中应用较多，67 项临床研究中 22 项为小分子药物发现、4 项为抗体发现、6 项为疫苗发现。

投资建议：关注 AI 制药领域进展及具备潜力的海内外前沿公司。以“AI+CR0”、“AI+Biotech”为典型的商业模式，AI 制药涌现出了一批优秀的上市/非上市公司。除此之外，以赛诺菲、GSK、强生为代表的大药企亦在积极布局 AI 制药领域，一方面运用 AI 技术加强数据管理决策并深度融合至药物开发流程之中，一方面不断加强与 AI 制药专业公司合作，运用后者专业的技术平台，赋能药物发现和临床试验。建议关注 AI 制药领域进展及具备潜力的海内外前沿公司：晶泰控股-P、皓元医药、药石科技、药明康德、成都先导等。

证券分析师：陈曦炳（S0980521120001）、彭思宇（S0980521060003）、张超（S0980522080001）

联系人：凌珑、贾瑞祥

### ◆ 海外市场专题：美股市场速览-避险情绪骤起

价格走势：避险情绪骤起，必选品类走强

本周，美股在周五突然回落，标普 500 单周跌 1.7%。

风格：大盘价值（罗素 1000 价值-1%）&大盘成长（罗素 1000 成长-2.8%）&小盘价值（罗素 2000 价值-3.2%）&小盘成长（罗素 2000 成长-4.2%）。

9 个行业上涨，14 个行业下跌，1 个基本持平。强势行业：食品饮料与烟草（+4.6%）、家庭与个人用品（+4.6%）、制药生物科技和生命科学（+3.7%）、电信业务（+2.1%）、公用事业（+1.6%）；弱势行业：食品与主要用品零售（-4.9%）、汽车与汽车零部件（-4.8%）、零售业（-4.8%）、媒体与娱乐（-4.2%）、银行（-4.2%）。

资金流向：软件与互联网带动资金快速流出

本周，美股资金快速流出。标普 500 成分股本周估算资金流为-101.7 亿美元，上周为+63.8 美元，近 4 周为-335 亿美元，近 13 周为-178.2 亿美元。

9 个行业资金流入，15 个行业资金流出。流入行业：技术硬件与设备（+21.4 亿美元）、制药生物科技和生命科学（+6.3 亿美元）、食品饮料与烟草（+4.8 亿美元）、家庭与个人用品（+1.5 亿美元）、耐用消费品与服装（+1.2 亿美元）；流出行业：软件与服务（-52.2 亿美元）、媒体与娱乐（-14.7 亿美元）、汽车与汽车零部件（-12 亿美元）、资本品（-10.3 亿美元）、医疗保健设备与服务（-9.9 亿美元）。

盈利预测：盈利预测稳健上升

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

20 个行业盈利预期上升，3 个下降，1 个行业盈利预期基本不变。上修幅度领先的行业有：能源（+0.5%）、保险（+0.4%）、耐用消费品与服装（+0.4%）、媒体与娱乐（+0.3%）、消费者服务（+0.3%）；业绩下修的有：材料（-1.7%）、食品与主要用品零售（-1.6%）、房地产（-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：港股市场速览-科技上涨持续演绎，业绩预期加速上调

国信海外港股 AI 投资地图发布

我们整理了港股通中的 AI 领域相关港股标的，涵盖半导体、数据中心、终端器件、云计算、数据中心、工程与服务、互联网应用、软件/SaaS、汽车与智能驾驶、AI 医疗等领域。我们相信，这些公司中有望诞生接下来 AI 发展浪潮的领导者。给投资者带来难得的投资机会。

股价表现：电子板块发力，港股延续科技行情

本周，恒指涨 3.8%，恒生综指涨 4.1%。风格上，大盘（恒生大型股+4.3%）>小盘（恒生小型股+4.2%）>中盘（恒生中型股+2.6%）。

概念指数多数上涨，涨幅居前的有：恒生创新药（+11.3%）、恒生科技（+6%）、恒生汽车（+4.9%）；下跌的有：恒生消费（-2.2%）。

港股通行业中，15 个行业上涨，14 个行业下跌，1 个基本持平。上涨幅度居前的行业为：电子（+14.4%）、商贸零售（+10.6%）、医药（+9.6%）、传媒（+8.7%）、汽车（+5.9%）；下跌幅度居前的行业为：综合（-5.7%）、轻工制造（-5.7%）、煤炭（-5.2%）、纺织服装（-3.6%）、消费者服务（-3.5%）。

资金强度：资金进一步加速流入科技股

本周，资金进一步加速流入，港股通总体日均资金强度（日均涨跌 x 日均成交量）为+31.7 亿港元/日，上周为+26.7 亿港元/日，近 4 周平均为+22.8 亿港元/日；近 13 周为+5.6 亿港元/日。

分行业看，16 个行业资金流入，14 个行业资金流出。资金流入量较大的行业有：电子（+9.6 亿港元/日）、传媒（+6.8 亿港元/日）、商贸零售（+5.7 亿港元/日）、医药（+2.9 亿港元/日）、计算机（+2.3 亿港元/日）；资金流出的行业有：消费者服务（-1.1 亿港元/日）、煤炭（-0.2 亿港元/日）、综合（-0.1 亿港元/日）、纺织服装（-0.1 亿港元/日）。

盈利预测：业绩上修进一步加速

本周，港股通总体法 EPS 较上周提升 0.5%，上周提升 0.4%。

结构上,22个行业EPS预期上修,6个行业EPS预期下修,1个基本持平。上修的行业主要有:医药(+4.5%)、钢铁(+4.3%)、电子(+3.1%)、商贸零售(+2.7%)、汽车(+1.1%);下修的行业主要有:煤炭(-2.2%)、电力设备及新能源(-0.7%)、建材(-0.7%)、房地产(-0.6%)、交通运输(-0.6%)。

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

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

## ◆ 通信行业周报 2025 年第 9 周:政策推动央国企“AI+”行动,阿里巴巴持续加大 AI 投入

行业要闻追踪:国家推进央企 AI 发展布局,组织开展算力强基揭榜行动。(1)2月19日,国务院国资委召开中央企业“AI+”专项行动深化部署会。会议强调,国资央企要抓住人工智能产业发展的战略窗口期,强化科技创新,聚焦关键领域加快掌握“根技术”,坚定攻关大模型,积极参与开放生态建设,推动产生更多“从0到1”的原始创新,加速推进成果转化和产业化发展。(2)2月21日,工信部组织开展算力强基揭榜行动,该行动将面向计算、存储、网络、应用、绿色、安全等六大重点方向,发掘一批掌握关键核心技术、具备较强创新能力的企事业单位,突破一批标志性技术产品和方案。在国家政策大力推动下,央国企将继续推进 AI 大模型应用落地,运营商作为大模型的央国企研发主力军,引领行业发展的同时,其 IDC 资源及云业务持续受益行业发展。

xAI 发布 Grok3 大模型且限时免费,Deepseek 即将开源 5 个代码库。(1)2月18日,马斯克旗下 xAI 正式发布了 Grok 3 模型,在数学测试、科学知识评估和编程能力测试中,Grok-3 Reasoning 性能超越了行业内头部模型。Grok3 已限时免费,Grok2 有望迎来开源。(2)2月21日,DeepSeek 官方宣布即将开源 5 个代码库。凭借自身低成本、高性能的模型特性结合开源策略,DeepSeek 的开源策略有望进一步扩大市场占有率。全球大模型步入开源/免费时代,AI 商业模式和产业生态迎来竞争格局重新定义,国产 AI 厂商性价比优势逐步凸显。

阿里巴巴公布 2025 财年第三季度财报,营收 2801.54 亿,同比增长 8%;归母净利润 464.34 亿元,同比增长 333%。其中,云智能集团收入同比增长 13%;AIDC 收入同比增长 32%。阿里本季度资本开支达到人民币 318 亿元,环比大增 80%;阿里预计未来三年在云和 AI 的基础设施投入预计将超越过去十年的总和。在互联网云厂持续加大 AI 投入的趋势下,我国 IDC 服务商及 IDC 通信设备商有望持续受益行业发展。

行情回顾:本周通信(申万)指数上涨 8.09%,沪深 300 指数上涨 1%,相对收益 7.1%,在申万一级行业中排名第 1 名。分领域看,IDC、光模块光器件、运营商表现较好。

投资建议:关注数据中心服务商及配套设备商,兼顾运营商高股息价值

(1)近期,大模型开源/免费持续,用户数将快速增加,云基建将不断迭代,算力的景气度仍会持续提升。推荐关注:通信设备(中兴通讯、紫光股份、锐捷网络等),数据中心服务(润泽科技、光环新网、数据港、奥飞数据等),光模块(光迅科技等)、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 9 周重点推荐组合:中国移动、光环新网、光迅科技。

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

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

## ◆ 汽车行业专题:乘用车座椅行业专题-打造多样交互场景,受益于产品升级和进口替代的优质赛道

座椅提供差异化配置,行业空间加速升级。国内汽车行业总量红利期已过,当前进入低增速常态化阶段,燃油车/新能源车产能均出现一定程度的过剩,竞争加剧,差异化配置成为车企核心获客逻辑。座椅单

车价值 4000 元+，是典型具备消费属性的交互件，为车企提供差异化配置空间，近几年自主崛起叠加新势力内卷，座椅行业围绕“安全性、舒适性、轻量化和智能化”四大方向升级，国内市场有望从当下 1119 亿元到 2028 年超 1800 亿元。

座椅围绕两条路径实现升级。当前座椅向舒适性、智能化升级。主要存在配置下沉及高端车型创新两条路径，一方面 30 万元以下车型加速高端产品配置下沉，选配向标配升级，核心是以加热、通风、按摩、座椅记忆等为代表的座椅舒适性配置装配率持续提升，同时开始从前排向中、后排座椅延伸。另一方面随自主品牌冲击高端车型重视差异化配置上车，零重力座椅、二排旋转座椅等创新产品逐步落地，座椅带动生活空间变革，两条逻辑同时推进，带动座椅单车价值从 4000 元-8000 元-上万元提升，行业空间加速成长。

行业具备高壁垒，市场份额高度集中。座椅行业是高壁垒行业，供应商需要主机厂认同、总成制造、设计与控本能力。行业集中度较高，且龙头延锋、李尔、安道拓、弗吉亚等大多通过合资建厂等形式与下游大客户深度绑定。目前主要玩家以外资为主，CR5 占据约 78% 市场份额。可细分为 1) 美系安道拓和李尔，并列全球第一梯队，分别占据 25% 市场份额；2) 欧系的弗吉亚和博泽，前者占据全球 11% 份额；3) 日系的丰田纺织、东京座椅和泰极爱思等，市场份额相对较低，主要服务日系客户。

自主品牌崛起，多环节有望出现国产龙头。随自主品牌崛起并向高端车型冲击，差异化需求凸显，车企日益依赖具备快速响应并能配合设计变更做智能化的产品供应商，国产替代存在较大机遇。整椅端体现为天成自控座椅规模快速起量，继峰获得蔚来、理想等订单；更多国内公司布局零部件产品，包括占成本 15%-20% 的座椅骨架，沿浦从 Tier2 向 Tier1 转变获得新势力订单；占成本 25% 的面套，明新旭腾等配套新势力车企；核心安全件的调角器，中航精机、金帝股份、明阳科技等持续拓展客户，国内供应商加速突破。

风险提示：1、行业渗透速度不如预期；2、国产化研发速度不如预期。

投资建议：乘用车座椅是千亿大市场，是具备鲜明消费属性的交互件，产品升级推进单车价值从 4000 元-8000 元-上万元提升，目前行业仍被外资占据绝大多数市场份额，新势力崛起加速国产替代，建议关注较早实现从工程机械座椅向乘用车座椅拓展的天成自控、整椅布局新势力并实现盈利的继峰股份、国内座椅骨架市场第一梯队持续拓展产品布局的上海沿浦、稳居全球遮阳板龙头实现头枕及顶棚业务拓展的岱美股份。

证券分析师： 唐旭霞 (S0980519080002)

联系人： 余珊

## ◆ 汽车行业周报：人形机器人行业周报（第三期）-Figure AI 机器人多模态能力升级，中鼎战略合作众擎机器人

市场表现：2025 年 2 月 17 日-2 月 21 日，我们构建的国信人形机器人指数上涨 5.84%，强于沪深 300 指数 4.84pct，强于上证综合指数 4.87pct，年初至今上涨 36.8%；部分核心公司中，拓普集团上涨 6.45%，三花智控上涨 7.44%，银轮股份上涨 26.3%，北特科技上涨 12.27%，双林股份上涨 30.85%，贝斯特上涨 21.9%，浙江荣泰上涨 18.98%，祥鑫科技上涨 15.99%，双环传动上涨 18.22%，斯菱股份上涨 24.71%，豪能股份上涨 2.99%，精锻科技上涨 21.42%，蓝黛科技上涨 6.07%，凌云股份上涨 16.09%，旭升集团上涨 14.04%，肇民科技上涨 13.67%，爱柯迪上涨 17.1%，整体来看板块持续表现强势。

行业动态：行业新闻：1) Figure AI 人形机器人多模态能力升级，能够让人形机器人通过语音命令执行复杂的动作，Helix 能够同时控制 35 个自由度，涵盖了从单个手指动作到头部、躯干等多个部分的精细控制；2) “天工” 机器人创纪录：能连续攀爬上百级阶梯、雪地奔跑；3) 蚂蚁集团入局具身智能，持续布局加大 AI 投入；4) DeepSeek 加快优必选人形机器人工业场景规模化部署；5) Figure AI 正洽谈 C 轮融资；6) 凌云集团开展人工智能培训助力业务创新；7) 理想汽车战略调整：李想聚焦 AI，马东辉主导汽车业务；8) 阿里巴巴表示将在未来三年加大投入三大 AI 领域；9) 腾讯混元 T1 模型面向所有用户开放；政府新闻：1) 工信部：扎实推进机器人产业高质量发展；2) 上海浦东组织召开人形机器人产业链协同创新大会，人形机器人本体、核心零部件、大模型、智能芯片、算力、投资机构、孵化器 50 余家产业链上下游及生态合作企业共同探讨技术合作、场景合作新方向；3) 广东省省长王伟中到广

州市调研广汽智能机器人；4) 广东省委书记黄坤明主持召开人工智能与机器人产业发展座谈会，逐际动力出席；融资动态：1) 量子智能获 4000 万元 A 轮融资；2) 星海图官宣完成 A 轮融资；3) 灵宝 CASBOT 官宣于近日完成新一轮融资；行业公告：1) 中鼎股份与深圳众擎机器人签署战略合作协议；2) 华培动力：公司将切入机器人传感器赛道，通过并购+自主研发等方式布局磁编码器、MEMS 压力传感器、六维力矩传感器等多款传感器。

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）

### ◆ 商贸零售行业快评:海外零售龙头跟踪系列—沃尔玛-山姆驱动中国市场增长 28%, 强商品力结合模式创新树标杆

沃尔玛公布 2025 财年四季度业绩（2024 年 11 月 1 日-2025 年 1 月 31 日），整体营收同比增长 4.1%至 1806 亿美元，按固定汇率同比增长 5.3%。营业利润 79 亿美元，同比增长 8.3%，按固定汇率同比增长 10.8%。

国信零售观点：1) 分区域看，沃尔玛 25 财年四季度全球主要市场均表现较好。其中美国市场沃尔玛净销售额增长 5%至 1235 亿美元；美国山姆净销售额增长 5.7%至 231 亿美元。国际市场中中国市场增速领先，按固定汇率的净销售额同比增长 27.7%至 51 亿美元。2) 分渠道看，线上展现了强劲动力，其中美国市场电商同比增长 20%，中国市场电商同比增长 34%，其中国内山姆会员店以前置仓模式为依托的电商业务已经成为增长的主要驱动力。3) 分业态看，会员制仓储业态山姆贡献了重要增量，其中中国市场山姆持续向好，过去 12 个月新开 6 家，其以高性价比、精选 SKU、差异化商品力持续吸引着国内中产会员增长。

就国内市场而言，沃尔玛旗下山姆会员店和线上零售业务的强劲表现，进一步验证了优质商品力和全渠道零售体验对于商超企业转型的重要性。当前国内以永辉超市等企业正在积极学习优秀商业标杆，推进商品力改革和服务体验升级，随着调改效果的初步显现，有望助力业绩实现反转向好。继续建议关注：永辉超市、家家悦、红旗连锁、天虹股份等。

证券分析师： 张峻豪（S0980517070001）、柳旭（S0980522120001）、孙乔容若（S0980523090004）

### ◆ 计算机行业专题:人工智能专题报告：2024Q4 大厂 CapEx 和 ROIC 总结梳理

云厂商资本开支及业绩情况复盘。回顾四季度微软、亚马逊、谷歌及 Meta 数据，资本开支继续呈现大幅上升，并将维持当前投资水准。同时，各厂商收入、利润均实现同比大幅增长，AI 推动下云收入稳健增长。

云收入及 ROIC 情况。整体来看，各厂商云收入均保持增长，云收入增速进入 2024 年后均有不同程度回升。投入资本回报率（ROIC）方面，受整体收入、利润情况向好驱动，各厂商 2024 年四季度 ROIC 均呈现上行趋势。

风险提示：AI 应用落地不及预期、市场需求不及预期、行业竞争加剧、宏观经济波动。

证券分析师： 熊莉（S0980519030002）

### ◆ 网易-S (09999. HK) 海外公司财报点评：《漫威争锋》表现优异，端游不断向好

24Q4 收入同比下降 1%，利润表现优秀主要系销售费用控制以及汇兑损益影响。24Q4，公司实现营收 267 亿元，同比下降 1%。Non-GAAP 归母净利润 97 亿元，同比增长 31%；Non-GAAP 归母净利率 36%，同比

提升 9pct。1) 本季度, 汇兑收益 15.4 亿元, 去年同期损失 8.1 亿元。2) 24Q4 销售费率 11%, 同比下降 5pct。公司推出更高效的营销推广工具, 我们预计 25 年整体销售费率维持于 23/24 年类似水平, 在 13% 左右。

游戏: 端游收入增长亮眼。24Q4, 在线游戏业务收入为 205 亿元, 同比增长 5%。其中, 手游收入 134 亿元, 同比下降 11%, 下降主要系去年同期高基数。端游收入 71 亿元, 同比增长 57%。端游增长良好, 主要得益于《魔兽世界》回归和《永劫无间》等。结构方面, 手游收入占比 65.3%, 同比下降 11.4pct。24Q4《漫威争锋》表现较好,《燕云十六声》有望成为新旗舰长青游戏。1)《漫威争锋》在发布后 4 小时内登上 Steam 畅销榜榜首, 累计玩家超过 4000 万, 首月流水我们预计达 10 亿元。2) 凭借社区的高度评价, 公司预计《燕云十六声》的受众将随着时间的推移不断扩大, 成为另一款旗舰长青游戏。后续 pipeline 期待: 代理游戏《守望先锋》回归; 其他:《界外狂潮》、《Destiny: Rising》以及《漫威秘法狂潮》等。

有道: 收入同比增长 10%, 学习服务进行结构调整优化。24Q4, 有道净收入为 13 亿元, 同比下降 10%。根据有道财报, 学习服务收入为 6.2 亿元, 同比减少 21%, 主要系采用更有选择性的客户获取方法。

云音乐: 加强以音乐为核心的货币化能力, 销售费用控制优秀。24Q4, 云音乐净收入为 19 亿元, 同比下降 5%, 受到社交娱乐业务拖累。2024 年网易云音乐加强以音乐为核心的货币化的努力, 付费用户数稳步增长, 24H2 在线音乐业务收入 27.95 亿元, 同比增长 20%。24H2 销售费率 6%, 同比-4pct, 环比-1pct。公司采用审慎的推广策略。

风险提示: 政策风险; 新产品上线推迟的风险; 游戏市场竞争激烈。

投资建议: 公司游戏制作能力优秀, 游戏储备充足, 建议持续关注《燕云十六声》流水表现以及新游戏表现情况。考虑到公司代理游戏以及《漫威争锋》表现优秀, 上调盈利预期, 预计公司 25-27 年调整后归母净利润分别为 374/415/456 亿元(上调 4%/7%/0%)。维持“优于大市”评级。

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

## ◆ 百度集团-SW(09888.HK) 海外公司财报点评: 广告持续承压, AI 显著提升云业务收入与利润

总览: 总收入相比去年略有下降, 经调整归母净利润达 67 亿元, 调整后归母净利润率稳定。2024Q4, 百度集团实现总收入 341 亿元, 同比-2%。百度核心收入 277 亿元, 与去年同期基本持平, 爱奇艺收入 66 亿元, 同比-14%。2024Q4, 百度集团实现经调整归母净利润 67 亿元, 同比-13%。经调整归母净利润率 20%。其中, 百度核心实现经调整归母净利润 67 亿元, 同比-10%, 经调整归母净利润率 24%。

百度核心广告收入下滑 7%, 搜索结果中 22% 是由生成式 AI 来实现的(9 月为 20%), 一月份百度 App 上 83% 的月活用户与生成式 AI 内容互动。百度核心在线营销收入为 179 亿元, 同比下滑 7%, 一方面是中小企业在经济压力下削减广告预算。另一方面, 百度自身处于 AI 转型阶段, AI 生成搜索结果减少了广告展示, 短期内影响了货币化。

智能云加速至同比+26%, 云调用量显著提升, 2025 年 AI 云业务有望保持强劲增长和盈利。目前 ERNIE 日处理 API 调用约 16.5 亿次, 外部 API 调用环比增长 178%。统一 GPU 集群规模翻倍, 有效训练时间达 99%。千帆平台持续增强, 与众多企业建立合作。

开源 ERNIE4.5 系列并免费提供 ERNIE Bot。开源旨在推动模型应用, 凭借技术优势保持领先, 持续迭代以解决实际问题, 12 月起 2.7 万广告主通过 ERNIE 智能体产生广告支出。

2025 年 2 月以来实现全国范围内 100% 完全无人驾驶运营。Apollo Go 在第四季度向公众提供了约超过 110 万次乘车服务, 同比增长 36%。2025 年 1 月, 向公众提供的累计乘车次数超过 900 万次。

投资建议: 我们看好 AI 技术对于搜索广告和智能云业务的潜在拉动作用, 考虑公司广告收入承压与 Gen-AI 研发投入持续增长, 预计 2025-2026 年实现经调整归母净利润 272/301 亿元(前值为 310/332), 新增 2027 年经调整归母净利润 331 亿元, 维持优于大市评级。

风险提示: 宏观经济下行导致广告大盘增速不及预期的风险; AI 大模型实际应用效果不及预期的风险;

自动驾驶业务发展慢于预期的风险；政策风险等。

证券分析师： 张伦可（S0980521120004）

联系人： 刘子谭

#### ◆ 唯品会(VIPS.N) 海外公司财报点评:消费情绪逐步好转，公司持续加大股东回报力度

收入端：本季度公司营业收入 332 亿元，yoy -4.2%，主要受需求疲软、竞争加剧影响：其中产品收入 309 亿元，yoy-4.8%，其中服装品类本季度实现正增长，标品业务受益于家居和数码产品以旧换新政策表现明显改善；其他收入 23 亿，yoy+4%，其他收入的快速增长主要由杉杉奥莱店带动。展望 25Q1，目前看消费者购物情绪略好于公司此前预期，管理层指引收入增速为-5%到 0%区间，管理层表示 2025 年将追求 GMV 和收入增速转正。

运营数据：公司本季度 GMV 同比零增长至 662 亿，GMV 和收入增速差环比小幅增加，主要受大促退换货率增加影响。分拆看，Q4 活跃买家数 4570 万人，yoy -6%，据我们测算，本季度用户购买次数同比小幅下降，单均价同比基本持平。值得一提的是，公司会员 SuperVIP 会员 yoy+15%，本季度 SuperVIP 成交金额占公司线上成交金额的 51%。

利润端：本季度公司利润表现稳健，Non-GAAP 净利润 30 亿元，同比-7%，净利率同比基本持平。本季度经调经营利润 yoy-14%，经调经营利润率下降 1.2pct 至 10.2%，经调 OPM 主要下降原因是公司收入下降导致各项费用杠杆效应减弱。

股东回报：2024 年公司整体股东回报率 9.5%（回购 6.2%+股息率 3.3%），公司表示 2025 年将上一年经调净利的 75%用于股东回报，预计 2025 年股东回报率为 12.5%：1）回购：管理层宣布 Q4 回购 4330 万美元股票，未来将在新的 10 亿美元的回购计划（截至 2027 年 2 月有效）下继续回购；2）年度股息：公司计划派发每 ADS 0.48 美元年度股息（23 年年度股息\$0.43/ADS，yoy+12%），股息率约 3.3%。

投资建议：维持“优于大市”评级。公司预计 2025Q1 收入增速-5%-0%，全年追求收入与 GMV 增速转正。我们调整 2025-2026 年公司营业收入至 1108/1146 亿元人民币，调整幅度为 2.7%/0.2%，新增 2027 年营业收入 1181 亿元；我们调整 2025-2026 年公司经调净利润至 93/96 亿元人民币，调整幅度为 8.6%/7.0%，新增 2027 年经调净利 103 亿元。目前公司股价对应 2025 年 PE 为 6 倍，2025-2027 年经调净利复合增速 5%，公司 2024 年股东回报近 10%，预计 2025 年股东回报 12.5%，我们给予公司 25 年 6.5-7xPE，调整目标价至 16-18 美元，调整幅度为 14%/19%，上涨空间为 9%-22%，维持优于大市评级。

风险提示：政策风险，宏观经济系统性风险等。

证券分析师： 张伦可（S0980521120004）

联系人： 王颖婕

#### ◆ 阿里巴巴-W(09988.HK) 海外公司财报点评:云业务加速明显，坚定投入助力阿里开启 AI 增长新阶段

收入利润表现亮眼，淘天&云带动显著。3QFY25 阿里巴巴收入 2802 亿元，yoy+8%；主要是淘天、AIDC、云智能集团、大文娱及其他收入拉动。经调 EBITA 利润率 19.6%，non-GAAP 净利润 511 亿元，主要系股权投资按市值计价的变动及权益法核算的投资损益增加所致，yoy+6.5%。

淘天集团：商业化表现亮眼，关注用户粘性后续表现。本季度淘天集团收入为 1361 亿元，yoy+5%；其中 cmr yoy+9%，主要由于 GMV 及 take rate 快速提升带动。我们测算公司本季度 GMV 增速与线上零售大盘接近，后续将以稳定市场份额为中长期目标之一。Take rate 对收入的贡献更加显著，主要得益于基础软件服务费全季度影响及全站推渗透率提升，说明公司自 24 年以来提出的电商策略，投入费用补贴构建用户生态，逐步通过全站推广告工具转化商业化收入的路径已初见曙光，后续需持续观察 88vip 会员的增长情况、购买频次变化情况、费用投放情况等。

云计算：商业模式与需求空间重塑，大幅增加 CAPEX 拥抱 AI。本季度云业务同比增长 13%，其中 AI 相关产品收入连续 6 个季度三位数增长。我们认为，随着 DS 加速渗透，国内云厂商的商业模式和需求空间将迎来变革，产品标准化下毛利率将得到明显提升，云厂商作为生产资料的提供者天花板也将打开。

根据我们 2 月 17 日发布的报告《海内外云厂商发展与现状(一): AI 背景下财务数据、产品布局与估值变化》，AI 云今年有望实现 50%+ 增长，各厂商 CAPEX 也将大幅增加。阿里云作为国内云服务龙头，占据 1/3 市场份额，且技术研发上 Qwen 2.5max 模型性能接近 GPT4、近期与苹果的 AI 云合作，进一步彰显其综合实力。公司将以追求 AGI 为首要目标，加大云建设投入，未来三年 CAPEX 将超过过去十年之和。同时探索丰富的 AI 应用场景，包括淘宝、2C 的夸克和通义千问、2B 的钉钉、高德等。

投资建议：公司聚焦电商和 AI&云两大核心业务，非核心业务持续降本增效，我们调整公司 FY2025-FY2027 收入预测至 9974/10966/12055 亿元，调整幅度为 +1.1%/+1.5%/+2.0%，主要反映淘天货币化率持续提升，AI 驱动云业务加速；调整公司 FY2025-FY2027 经调净利预测至 1513/1657/1861 亿元，调整幅度为 2.0%/2.2%/1.1%，主要反映淘天货币化率提升、AI 云业务增长、跨境电商盈利改善带来的利润率提升。目前公司对应 FY2026 年 PE 为 13 倍，继续维持“优于大市”评级。

风险提示：政策监管带来经营业务调整；电商行业竞争格局恶化的风险等。

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

联系人： 王颖婕

#### ◆ 视源股份(002841.SZ) 财报点评:-2024 年营收同比增长 11%，AI+教育创新应用加速

2024 年公司营收同比增长 11%，归母净利润同比下滑 29%。公司发布 2024 年度业绩快报，2024 年营业总收入 224.57 亿元 (YoY +11.3%)，归母净利润 9.72 亿元 (YoY -29.1%)，扣非后归母净利润 8.38 亿元 (YoY -27.8%)。其中，4Q24 营收 53.04 亿元 (YoY +10.9%，QoQ -24.6%)，归母净利润 0.41 亿元 (YoY -86.6%，QoQ -90.5%)。分业务看，液晶显示主控板卡等相关业务营收同比增长 13.6%；教育业务营收同比下滑 8.7%；企业服务业务营收同比下滑 2.2%；海外业务营收同比增长 17.5%；新兴业务 LED、计算设备业务、电力电子业务稳步发展。

2024 年全年毛利率同比下滑 3.6pct，环比逐季度呈现企稳趋势。2024 年受客户预算收紧、市场竞争加剧、部分原材料成本上涨以及主要产品收入结构变化影响，公司毛利率同比下滑 3.55pct，4Q24 毛利率呈现环比企稳趋势。费用方面公司持续加强研发投入，2024 年研发费用同比增长 1.1 亿元。公司 2024 年新增授权专利超过 1000 件，其中，发明专利新增超 350 件；新增计算机软件著作权、作品著作权超 260 件。

2024 年公司教育业务收入下滑，AI+教育创新应用加速有望受益。2024 年受到客户采购预算收紧等因素影响，公司教育业务收入同比下滑 8.7%。公司旗下教育品牌希沃行业领先地位稳固，希沃教学终端、希沃录播、希沃魔方数字基座等软硬件产品业务收入延续快速增长势头。希沃在教育领域持续发力，2023 年 10 月发布教学大模型，2024 年 10 月推出大模型 2.0 版本，赋能教育教学各环节，实现 AI 备课、AI 课堂报告分析等功能。截至 2024 年底，希沃课堂智能反馈系统已建成 19 个示范区，覆盖 2000 多所学校，生成 15 万份课堂智能反馈报告。2 月 8 日起，希沃全系产品接入 DeepSeek 大模型，加速 AI 在教育场景应用。

投资建议：受客户预算收紧、部分原材料价格上涨、市场竞争加剧、主要产品收入结构变化等影响，2024 年公司净利润同比下滑。我们下调公司盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润同比变动 -29.2%/30.5%/15.3%至 9.71/12.67/14.61 亿元（前值：2024-2026 年为 13.88/15.05/18.15 亿元），对应 2024-2026 年 PE 分别为 32.4/24.8/21.5 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：新业务开拓不及预期；需求不及预期；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

#### ◆ 均胜电子(600699.SH) 公司快评:人形机器人及汽车电子业务加速发展

公司公告：根据均胜电子官微，人形机器人领域，2025 年，均胜电子在董事长王剑峰“再创业，创新前行”号召下，对工作进行全面部署，尤其对具身智能机器人产业相关前瞻技术与市场战略布局，目前，

均胜电子为人形机器人打造的核心零部件已经向知名人形机器人公司送样；2025 年 2 月，均胜电子为人形机器人研发了嗅觉传感器，这个传感器的应用将推动环境监测、医疗诊断和智能机器人进入嗅觉感知的新时代。汽车电子领域，根据均胜电子官微，近日，均胜电子在车身域智能化方面再获突破，成功获得首个区域控制器项目量产订单，根据规划，均胜电子将为某知名自主新能源品牌超百万台车提供区域控制器，并将在 2025 年实现快速量产，此外，均胜电子在已经建立的 AI 大模型应用基础上，也第一时间接入 DeepSeek，不断赋能公司在智能驾驶、智能座舱、智能网联等领域的汽车软件开发效率和质量。

国信汽车观点：均胜电子定位为“汽车+机器人 Tier1，1）机器人方面，向包括全球车企在内的具身智能机器人相关公司提供软硬件及解决方案，将自身在汽车核心零部件的研发与高端制造能力，加速拓展至具身智能机器人产业链上下游，打造第二增长曲线，均胜电子在车规级零部件生产方面的工程能力、生产效率、质量管理、成本控制等方面优势显著，产品经过全球顶级主机厂高标准验证，足够支持具身机器人零部件批量化生产。2）汽车电子方面，近年来，均胜电子已发布了系列域控制器、中央计算单元和座舱域控制器、车身域控等智能化产品，公司将为某知名自主新能源品牌超百万台车提供区域控制器，后续订单开拓可期。此外，公司第一时间接入 DeepSeek 大模型，用 AI 为智能驾驶注入新活力。我们维持盈利预测，预计公司 2024-2026 年营收为 568.43/605.28/652.12 亿元，归母净利润为 13.10/15.82/19.20 亿元，对应 PE 为 22/18/15 倍，维持“优于大市”评级。

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

#### ◆ 博威合金(601137.SH) 深度报告:新材料受 AI 提振，美国光伏投产在即

深耕铜合金领域 30 年，具备雄厚的研发实力。公司成立于 1993 年，成立之初主营铜合金加工材料的生产及销售，2016 年开始转型高端合金材料解决方案提供商，目前主要新材料产品包括铜合金带材、棒材、线材以及精密细丝；同年通过收购宁波康奈特 100%股权进入了光伏领域，形成“新材料为主+新能源为辅”的经营格局。在铜合金主业方面，公司非常注重研发实力，参与制定数十项国家级行业标准；同时在国际巨头已经有多项专利的情况下避开其专利进行研发，目前拥有有效专利 154 项，真正构筑起了自己的品牌和竞争壁垒。预计 2025 年公司在铜合金方面将具备带材 8.8 万吨、精密细丝 3.3 万吨、线材 4.2 万吨、棒材 12.2 万吨的产能。

AI 技术的发展和汽车智能化有望提振铜板带需求。公司的铜板带产品属于所有产品中附加值较高的一类，可应用于半导体芯片、智能终端设备、汽车电子、智能互联网设备等领域，这四类需求又可归总为芯片和连接器两大类。连接器的重要应用包括汽车连接器和通讯连接器等，其中汽车连接器的需求能够被电车智能化、增程和固态电池等新技术的发展拉动；通讯连接器则有望受益 AI 技术，主要体现在数据中心的建设需求和升级，以及 AI 芯片的快速发展等方面。铜板带也是公司重点扩产的产品，23 年的转债项目之一即为 3 万吨铜合金带材项目，远期若需求能配合起量，公司的带材产能有望提升至 13.8 万吨。

人形机器人的突破有望打开精密细丝和线材的需求空间。公司有两类产品可应用于人形机器人：精密细丝可用于切割谐波齿轮，线材可作为旋转关节所用的铜线缆。人形机器人中的谐波齿轮是实现高精度运动控制的关键部件之一，公司的精密切割丝能够应用于谐波齿轮减速器的刚轮内齿加工，且这一产品属于耗材，不可重复使用。据国信证券研究所汽车组测算，中性假设下 2025-2027 年特斯拉人形机器人需求量 1500/7,000/30,000 台，其他厂商 500/3,000/10,000 台；对应精密切割丝的需求有望达到 14/68/288 吨，2030 年则有望达到 7000 吨以上。

双反初裁税率符合预期，3GW 电池片和 2GW 组件有望在 2025 年投产。公司光伏板块目前在产的产能是越南 2.2GW 电池片项目，已经在 2023 年实现了满产。此外，公司还有 3GW 越南电池片和 2GW 美国组件项目在建，预计可分别于 2025 年一季度和二季度左右投产，未来满产后公司整体外销的光伏电池产能将达到 5.2GW。公司光伏业务自 2022 年开始盈利能力明显提升，2023 年销量 2.56GW，单位净利润 0.33 元/W；2024H1 销量 0.97GW，单位净利 0.44 元/W。2024 年，美国商务部向进口自东南亚四国的光伏电池和组件进行双反调查，同年 10 月反补贴税率落地，博威尔特为 0.81%；11 月反倾销税率落地，博威尔特为 54.46%，基本符合预期。由于目前该税率已经生效，公司盈利会有受损，但一定程度上利好公司即将投产的美国厂产能。

盈利预测与估值：随着各项产能逐步投产，我们预计 2024-2026 年公司的营收分别为 196.65/267.52/295.36 亿元，同比增速 10.75%/36.04%/10.41%；归母净利润分别为 15.82/12.95/15.43 亿元，同比增速+40.82%/-18.14%/+19.16%；EPS 分别为 1.95/1.60/1.90 元。通过分部估值，我们认为公司股票价值的合理区间在 28.7-31.9 元，相对目前的股价有 31.45%-46.05%的上涨空间，维持“优于大市”评级。

风险提示：政策风险；项目进度不及预期的风险；需求增速不及预期的风险。

证券分析师： 刘孟峦（S0980520040001）、马可远（S0980524070004）

## 金融工程

### ◆ 金融工程专题报告：海外资管机构月报-1 月美国新成立 56 只 ETF，ETF 资金净流入达 850 亿美元

美国公募基金市场月度收益

2025 年 1 月，美国股票型基金业绩强于国际股票基金、债券基金和资产配置基金。具体来看，1 月美国股票型基金、国际股票型基金、债券型基金、资产配置型基金收益中位数分别为 3.44%、3.12%、0.6%、2.55%。

美国非货币公募基金资金流向

按管理方式：2025 年 1 月，主动管理型基金整体净流出 86 亿美元，被动基金整体净流入 474 亿美元。

按资产类型：1 月，美国市场开放式基金中，股票型基金资金净流出较多，达 533 亿美元；债券型基金资金净流入 82 亿美元。

2025 年 1 月，美国市场 ETF 中，股票型、债券型 ETF 资金净流入较多，分别达 461 亿、388 亿美元。

值得注意的是，股票型基金中，开放式基金与 ETF 资金流向相反，表现为资金流出股票型开放式基金并流入 ETF。

头部资管机构资金净流入

统计美国市场在管基金规模 Top10 资管机构旗下开放式基金 2025 年 1 月资金净流入：Vanguard、American Funds 资金净流出较多，分别净流出 108 亿美元和 98 亿美元。

ETF 方面，2025 年 1 月美国 ETF 规模 Top10 资管机构除了 State Street 和 VanEck 外均有净流入，其中 Vanguard 净和 iShares 流入最多，分别为 346 亿美元和 127 亿美元。

美国公募基金市场新发产品

2025 年 1 月，美国基金市场新成立基金共 60 只，其中包括 56 只 ETF 和 4 只开放式基金产品；按资产类别区分，2025 年 1 月新成立股票型基金 40 只、债券型基金 20 只。

海外资管机构观点梳理

我们围绕海外头部资管机构近期较为关注的主题，从资管机构公开发表的报告及文章中，整理海外头部资管机构的市场观点及配置建议摘要。本月热点主题包括：欧美政策走势、外资对股票市场观点等。

风险提示：市场环境变动风险，本报告基于客观数据，不构成投资建议。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、杨丽华（S0980521030002）

联系人： 杨昕宇

### ◆ 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 182 期）

乘势而起：市场新高趋势追踪：截至 2025 年 2 月 21 日，上证指数、深证成指、沪深 300、中证 500、中证 1000、中证 2000、创业板指、科创 50 指数 250 日新高距离分别为 3.17%、4.38%、6.52%、4.32%、1.97%、1.73%、10.54%、0.00%。中信一级行业指数中计算机、通信、电子、机械、汽车行业指数距离

250 日新高较近，煤炭、石油石化、食品饮料、农林牧渔、建材行业指数距离 250 日新高较远。概念指数中，芯片、电子设备和仪器、汽车配件精选、汽车、软件、互联网、工业机械等概念指数距离 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 21 日，共 695 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：15.05%、14.00%、12.80%、14.33%、17.00%、10.00%。

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中坚科技、欧陆通、太辰光等 50 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 25、21 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机械行业。

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：多因子选股周报-成长因子表现出色，中证 500 指增组合年内超额 1.41%

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-0.79%，本年超额收益 0.36%。
- 中证 500 指数增强组合本周超额收益-0.18%，本年超额收益 1.41%。
- 中证 1000 指数增强组合本周超额收益-1.05%，本年超额收益 0.66%。

因子表现监控

以沪深 300 指数为选股空间。最近一周，单季营收同比增速、标准化预期外收入、一个月反转等因子表现较好，而 BP、预期 BP、三个月换手等因子表现较差。最近一月，特异度、一个月反转、三个月机构覆盖等因子表现较好，而一年动量、股息率、DELTAROA 等因子表现较差。

以中证 500 指数为选股空间。最近一周，单季营收同比增速、高管薪酬、标准化预期外收入等因子表现较好，而股息率、三个月波动、预期 EPTTM 等因子表现较差。最近一月，单季营收同比增速、特异度、三个月反转等因子表现较好，而股息率、三个月波动、EPTTM 等因子表现较差。

以中证 1000 指数为选股空间。最近一周，单季 ROA、单季盈利同比增速、单季营收同比增速等因子表现较好，而三个月波动、一个月波动、股息率等因子表现较差。最近一月，预期净利润环比、标准化预期外盈利、EPTTM 一年分位点等因子表现较好，而一个月波动、三个月波动、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，一年动量、单季营收同比增速、标准化预期外收入等因子表现较好，而股息率、一个月换手、BP 等因子表现较差。最近一月，三个月机构覆盖、特异度、一个月反转等因子表现较好，而股息率、EPTTM 一年分位点、一个月换手等因子表现较差。

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 2.85%，最低-1.19%，中位数-0.15%。最近一月：超额收益最高 4.11%，最低-1.68%，中位数 0.22%。

中证 500 指数增强产品最近一周：超额收益最高 0.71%，最低-2.00%，中位数-0.30%。最近一月：超额收益最高 1.42%，最低-5.69%，中位数-1.69%。

中证 1000 指数增强产品最近一周：超额收益最高 0.90%，最低-1.42%，中位数-0.59%。最近一月：超额收益最高 1.35%，最低-3.18%，中位数-1.01%。

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:港股投资周报-中概股一路高歌，港股精选组合年内上涨 9.06%

港股精选组合绩效回顾

本周，港股精选组合绝对收益 0.88%，相对恒生指数超额收益-2.91%。

本年，港股精选组合绝对收益 9.06%，相对恒生指数超额收益-7.97%。

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，和誉-B 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、医药和制造板块，具体个股信息可参照正文。

港股市场一周回顾

宽基指数方面，本周恒生科技指数收益最高，累计收益 6.03%；恒生中型股指数收益最低，累计收益 2.60%。行业指数方面，本周资讯科技业行业收益最高，累计收益 10.34%；原材料业行业收益最低，累计收益 -3.07%。

概念板块方面，本周金融 IC 概念板块收益最高，累计收益 55.89%；电子烟概念板块收益最低，累计收益 -7.90%。

南向资金监控

南向资金整体方面，本周港股通累计净流入 512 亿港元，近一个月以来港股通累计净流入 931 亿港元，今年以来港股通累计净流入 2034 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、中国移动和快手-W 流入金额最多，美团-W、小米集团-W 和中国建材流出金额最多。

投资港股公募基金表现监控

本周，港股通股票收益中位数 0.92%，投资港股的主动基金收益中位数 3.82%。

本年，港股通股票收益中位数 1.75%，投资港股的主动基金收益中位数 13.02%。

风险提示：市场环境变动风险，模型失效风险。

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

## ◆ 金融工程周报:主动量化策略周报-科创板持续强势，成长稳健组合年内排名主动股基前 1/3

国信金工主动量化策略表现跟踪：

本周，优秀基金业绩增强组合绝对收益 1.96%，相对偏股混合型基金指数超额收益-1.42%。本年，优秀基金业绩增强组合绝对收益 5.59%，相对偏股混合型基金指数超额收益-2.21%。今年以来，优秀基金业绩增强组合在主动股基中排名 56.62%分位点（1964/3469）。

本周，超预期精选组合绝对收益 2.06%，相对偏股混合型基金指数超额收益-1.33%。本年，超预期精选组合绝对收益 8.88%，相对偏股混合型基金指数超额收益 1.08%。今年以来，超预期精选组合在主动股基中排名 37.79%分位点（1311/3469）。

本周，券商金股业绩增强组合绝对收益 2.33%，相对偏股混合型基金指数超额收益-1.05%。本年，券商金股业绩增强组合绝对收益 6.27%，相对偏股混合型基金指数超额收益-1.54%。今年以来，券商金股业绩增强组合在主动股基中排名 52.38%分位点（1817/3469）。

本周，成长稳健组合绝对收益 2.22%，相对偏股混合型基金指数超额收益-1.17%。本年，成长稳健组合绝对收益 9.65%，相对偏股混合型基金指数超额收益 1.85%。今年以来，成长稳健组合在主动股基中排名 33.73%分位点（1170/3469）。

本周，股票收益中位数 1.33%，62%的股票上涨，38%的股票下跌；主动股基中位数 2.92%，86%的基金上涨，14%的基金下跌。

本年，股票收益中位数 4.92%，67%的股票上涨，33%的股票下跌；主动股基中位数 6.72%，87%的基金上涨，13%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：基金周报-市场首现 ETF 及其联接基金同时申报，指南针成为先锋基金控股股东

上周市场回顾。上周 A 股市场主要宽基指数全线上涨，科创 50、中证 1000、创业板指指数收益靠前，收益分别为 7.07%、3.21%、2.99%，上证综指、沪深 300、中证 500 指数收益靠后，收益分别为 0.97%、1.00%、1.84%。

从成交额来看，上周主要宽基指数成交额均有所上升。行业方面，上周通信、电子、机械收益靠前，收益分别为 7.2%、6.90%、6.37%，煤炭、房地产、有色金属收益靠后，收益分别为-4.35%、-1.62%、-1.57%。

截至上周五，央行逆回购净投放资金 4818 亿元，逆回购到期 10443 亿元，净公开市场投放 15261 亿元。不同期限的国债利率均有所上行，利差缩窄 3.48BP。上周中证转债指数上涨 1.32%，累计成交 4079 亿元，较前一周增加 969 亿元。

上周共上报 25 只基金，较上上周申报数量有所增加。申报的产品包括南方创业板中盘 200ETF、建信上证科创板 200ETF、永赢恒生 A 股机器人主题 ETF、华泰保兴 AI+混合基金等。

2 月 21 日，证监会官网显示，建信基金同时上报了上证科创 200ETF 及其联接基金，南方基金同时上报了创业板中盘 200ETF 及其联接基金，这是全市场首批 ETF 及联接基金同时申报的产品。

2 月 18 日，证监会官网显示，华泰保兴基金申报了华泰保兴 AI+混合型发起式证券投资基金，这也是行业首只名称中包含“AI+”字样的主动权益基金。

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 2.90%、1.59%、0.29%。今年以来另类基金业绩表现最优，中位数收益为 9.33%，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 6.73%、3.57%、0.89%。

上周指数增强基金超额收益中位数为-0.22%，量化对冲型基金收益中位数为-0.17%。今年以来，指数增强基金超额中位数为-0.14%，量化对冲型基金收益中位数为-0.22%。

截至上周末，开放式公募基金中共有普通 FOF 基金 236 只、目标日期基金 116 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 2.57%。

基金产品发行情况。上周新成立基金 10 只，合计发行规模为 159.11 亿元，较前一周有所增加。此外，上周有 30 只基金首次进入发行阶段，本周将有 24 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）

## ◆ 金融工程周报:ETF 周报-上周股票型 ETF 收益率中位数达 1.42%，其中芯片 ETF 涨幅超 8%，净赎回超 37 亿元

### ETF 业绩表现

上周（2025 年 02 月 17 日至 2025 年 02 月 21 日，下同）股票型 ETF 周度收益率中位数为 1.42%。宽基 ETF 中，科创板 ETF 涨跌幅中位数为 7.04%，收益最高。按板块划分，科技 ETF 涨跌幅中位数为 5.83%，收益最高。按主题进行分类，芯片 ETF 涨跌幅中位数为 8.34%，收益最高。

### ETF 规模变动及净申赎

上周股票型 ETF 净赎回 235.75 亿元，总体规模增加 265.04 亿元。在宽基 ETF 中，上周上证 50ETF 净赎回最少，为 6.65 亿元；按板块来看，周期 ETF 净申购最多，为 24.40 亿元；按热点主题来看，AIETF 净申购最多，为 15.73 亿元。

### ETF 基准指数估值情况

在宽基 ETF 中，创业板类 ETF 的估值分位数相对较低；按板块来看，消费 ETF 的估值分位数相对温和；按照细分主题来看，酒、医药 ETF 的估值分位数相对较低。与前周相比，中证 1000、AIETF 的估值分位数明显提升。

### ETF 融资融券情况

上周一至周四股票型 ETF 融资余额由前周的 450.52 亿元下降至 433.55 亿元，融券余额由前周的 20.54 亿份上升至 21.49 亿份。在日均融资买入额、融券卖出量最高的前 10 只 ETF 中，科创板 ETF 和医药 ETF 的日均融资买入额较高，中证 1000ETF 和沪深 300ETF 的日均融券卖出量较高。

### ETF 管理人

截至上周五，华夏、易方达、华泰柏瑞三家基金公司的已上市、非货币 ETF 总规模排名前三。本周将有招商中证全指红利质量 ETF、华夏创业板新能源 ETF、国泰上证科创板综合 ETF、鹏华上证科创板生物医药 ETF、永赢国证商用卫星通信产业 ETF、华宝上证科创板人工智能 ETF、万家中证机器人 ETF 7 只 ETF 发行。

风险提示：市场环境变动风险，风格切换风险。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、杨丽华（S0980521030002）

联系人： 杨昕宇

## ◆ 金融工程日报:金融工程日报-沪指创本轮反弹新高，成交额重回 2 万亿

市场表现：20250221 市场全线上涨，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 成长指数表现较好。通信、计算机、电子、传媒、电新行业表现较好，银行、纺织服装、煤炭、建材、石油石化行业表现较差。服务器、网络切片、IDC（算力租赁）、东数西算、AI 算力等概念表现较好，黄金精选、黄金珠宝、珠宝、啤酒、央企银行等概念表现较差。

市场情绪：20250221 市场情绪较为高涨，收盘时有 118 只股票涨停，有 4 只股票跌停。昨日涨停股票今日收盘收益为 1.74%，昨日跌停股票今日收盘收益为 0.80%。今日封板率 81%，较前日提升 4%，连板率

17%，较前日下降 7%。

市场资金流向：截至 20250220 两融余额为 18795 亿元，其中融资余额 18683 亿元，融券余额 112 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 9.8%。

折溢价：20250220 当日 ETF 溢价较多的是银行 ETF 优选，ETF 折价较多的是中证 500 增强 ETF。近半年以来大宗交易日均成交金额达到 15 亿元，20250220 当日大宗交易成交金额为 13 亿元，近半年以来平均折价率 5.04%，当日折价率为 8.40%。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 0.24%，近一年以来沪深 300 股指期货主力合约年化贴水率中位数为 1.15%，近一年以来中证 500 股指期货主力合约年化贴水率中位数为 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 3.52%，处于近一年来 83%分位点，当日沪深 300 股指期货主力合约年化升水率为 0.99%，处于近一年来 72%分位点；当日中证 500 股指期货主力合约年化贴水率为 5.83%，处于近一年来 48%分位点；当日中证 1000 股指期货主力合约年化贴水率为 9.74%，处于近一年来 49%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首都在线、长盛轴承、电科数字、宇信科技、周大生、兴瑞科技、开勒股份、果麦文化等，首都在线被 91 家机构调研。20250221 披露龙虎榜数据中，机构专用席位净流入较多的股票是紫光股份、京北方、润泽科技、金桥信息、盛通股份、国民技术、峰岹科技、科华数据、三变科技、翱捷科技-U 等，机构专用席位净流出较多的股票是华丰科技、寒武纪-U、东鹏饮料、大业股份、博士眼镜、内蒙华电、亿道信息、华塑科技、深桑达 A、广聚能源等。陆股通净流入较多的股票是寒武纪-U、光环新网、紫光股份、江苏雷利、润泽科技、杭钢股份、科华数据、光迅科技、国民技术、金桥信息等，陆股通净流出较多的股票是东鹏饮料、内蒙华电、三丰智能、广聚能源、奥飞数据、京北方、东华软件、大唐电信、峰岹科技、翱捷科技-U 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  | 683.86   | -0.47 | ICE 布伦特原油 | 74.43     | -2.68 |
| 白银  | 8117.00  | 0.14  | 铜         | 77340.00  | -0.05 |
| 铝   | 20835.00 | 0.43  | 铅         | 17115.00  | 0.41  |
| 豆一  | 4010.00  | 1.13  | 锌         | 24070.00  | 0.43  |
| 豆粕  | 3604.00  | 2.50  | 镍         | 125040.00 | 0.33  |
| 玉米  | 2152.00  | -0.41 | 锡         | 264810.00 | 1.48  |
| 螺纹钢 | 3303.00  | 0.85  | SR503     | 6049.00   | 0.16  |

## 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   | 43428.02 | -1.694625 | 53.40    | 53.40     | 53.40     | 53.40      | 42.62     |
| 德国 DAX 指数   | 22287.56 | -0.121400 | 74.98    | 5.91      | 16.40     | 30.19      | 43.51     |
| 法 CAC40 指数  | 8154.51  | 0.393102  | -0.29    | 4.93      | 13.04     | 4.38       | 45.00     |
| 恒生指数        | 23477.92 | 3.990525  | 3.79     | 16.76     | 19.77     | 42.26      | 69.84     |
| 沪深 300 指数   | 3978.44  | 1.261100  | 1.00     | 3.80      | -0.27     | 15.08      | 66.57     |
| 美国 SP500 指数 | 6013.13  | -1.706410 | -1.65    | -0.59     | 1.08      | 20.70      | 46.90     |
| 纳斯达克综合指数    | 19524.01 | -2.195883 | -2.51    | -1.17     | 2.90      | 25.30      | 51.01     |
| 日经 225 指数   | 38776.94 | 0.255701  | -0.95    | -0.64     | 1.97      | 1.34       | 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  | 688008.SH | 澜起科技 | 77.0100  | 6.3087 | 无数据           | 601318.SH | 中国平安 | 51.2000  | 0.8271 | 无数据           |
| 2  | 601318.SH | 中国平安 | 51.2000  | 0.8271 | 无数据           | 300059.SZ | 东方财富 | 24.3500  | 3.3093 | 无数据           |
| 3  | 300059.SZ | 东方财富 | 24.3500  | 3.3093 | 无数据           | 300750.SZ | 宁德时代 | 275.5500 | 1.9800 | 无数据           |
| 4  | 300750.SZ | 宁德时代 | 275.5500 | 1.9800 | 无数据           | 603501.SH | 韦尔股份 | 157.9800 | 3.2617 | 无数据           |
| 5  | 603501.SH | 韦尔股份 | 157.9800 | 3.2617 | 无数据           | 002371.SZ | 北方华创 | 465.0200 | 1.9781 | 无数据           |
| 6  | 002371.SZ | 北方华创 | 465.0200 | 1.9781 | 无数据           | 000063.SZ | 中兴通讯 | 43.4100  | 9.0156 | 无数据           |
| 7  | 000063.SZ | 中兴通讯 | 43.4100  | 9.0156 | 无数据           | 603986.SH | 兆易创新 | 138.0500 | 7.5240 | 无数据           |

|    |           |      |          |        |     |           |      |         |         |     |
|----|-----------|------|----------|--------|-----|-----------|------|---------|---------|-----|
| 8  | 603986.SH | 兆易创新 | 138.0500 | 7.5240 | 无数据 | 000977.SZ | 浪潮信息 | 67.7500 | 6.9287  | 无数据 |
| 9  | 000977.SZ | 浪潮信息 | 67.7500  | 6.9287 | 无数据 | 000333.SZ | 美的集团 | 70.5900 | -0.8985 | 无数据 |
| 10 | 600030.SH | 中信证券 | 28.4600  | 2.0437 | 无数据 | 600030.SH | 中信证券 | 28.4600 | 2.0437  | 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<br>(HKD, 万元) | 代码      | 简称       | 价格(HKD)  | 涨跌幅(%)     | 流出资金<br>(HKD, 万元) |
|----|---------|----------|----------|------------|-------------------|---------|----------|----------|------------|-------------------|
| 1  | 3896.HK | 中企法巴八零六D | 11.2200  | 0.11976048 | 108525.48         | 0700.HK | 腾讯控股     | 517.0000 | 0.06203780 | 907739.56         |
| 2  | 3896.HK | 金山云      | 11.2200  | 0.11976048 | 108525.48         | 9988.HK | 阿里巴巴-W   | 138.5000 | 0.14557486 | 642776.16         |
| 3  | 0241.HK | 阿里健康     | 6.0400   | 0.04861111 | 120624.44         | 1810.HK | 小米集团-W   | 51.7000  | 0.05188199 | 579928.57         |
| 4  | 1347.HK | 华虹半导体    | 40.3000  | 0.09214092 | 177792.36         | 3690.HK | 美团-W     | 162.9000 | 0.03824092 | 315660.24         |
| 5  | 0941.HK | 中国移动     | 82.5000  | 0.02996255 | 254614.83         | 0981.HK | 中芯国际     | 54.2000  | 0.07860697 | 296248.94         |
| 6  | 1024.HK | 快手-W     | 58.4000  | 0.07352941 | 273416.30         | 1024.HK | 快手-W     | 58.4000  | 0.07352941 | 239122.25         |
| 7  | 3690.HK | 美团-W     | 162.9000 | 0.03824092 | 350723.16         | 0941.HK | 中国移动     | 82.5000  | 0.02996255 | 174930.64         |
| 8  | 0981.HK | 中芯国际     | 54.2000  | 0.07860697 | 404955.47         | 1347.HK | 华虹半导体    | 40.3000  | 0.09214092 | 170407.62         |
| 9  | 1810.HK | 小米集团-W   | 51.7000  | 0.05188199 | 530305.36         | 0241.HK | 阿里健康     | 6.0400   | 0.04861111 | 117683.80         |
| 10 | 0700.HK | 腾讯控股     | 517.0000 | 0.06203780 | 940165.04         | 3896.HK | 中企法巴八零六D | 11.2200  | 0.11976048 | 86390.22          |
| 11 | 9988.HK | 阿里巴巴-W   | 138.5000 | 0.14557486 | 1268223.24        | 3896.HK | 金山云      | 11.2200  | 0.11976048 | 86390.22          |

## 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<br>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<br>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