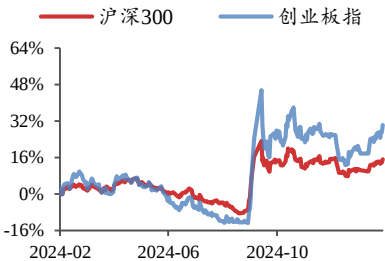


2025 年 02 月 24 日

开源晨会 0224

——晨会纪要

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(%)
通信	5.554
计算机	3.960
电子	3.454
传媒	2.477
电力设备	1.994

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
银行	-1.241
纺织服饰	-0.952
煤炭	-0.725
石油石化	-0.513
轻工制造	-0.429

数据来源：聚源

吴梦迪（分析师）

wumengdi@kysec.cn

证书编号：S0790521070001

观点精粹

总量视角

【宏观经济】复工节奏出现分化—高频数据下的线索——宏观周报-20250223

【宏观经济】复工偏弱的真相:400 城迁徙数据之启示——宏观经济点评-20250221

【策略】TMT 和机器人现在的相对估值位置——投资策略专题-20250222

【固定收益】债市资金面偏紧的原因——固收专题-20250221

行业公司

【中小盘】华为黑科技再升级，尊界 S800 开启自主智能时代，新增推荐上汽集团——中小盘周报-20250223

【非银金融】金融机构 DS 部署利于降本增效，交易量创年内新高——行业周报-20250223

【建材】稳楼市工作持续推进，重视建材布局机会——行业周报-20250223

【地产建筑】新房成交面积环比增长，加快推进配售型保障房轮候库建设工作——行业周报-20250223

【银行】短期规模、盈利增长放缓，关注长期资产质量改善——行业点评报告-20250223

【医药】中国化学原料药行业整体呈现量升价稳的趋势，兽药原料药价格企稳回升——行业周报-20250223

【煤炭开采】煤价寻底仍有支撑，否极泰来重视煤炭配置价值——行业周报-20250223

【农林牧渔】淡季猪价底部震荡，后市猪价不过于悲观——行业周报-20250223

【计算机】国资委部署央企 AI+行动，重视国资云投资机会——行业点评报告-20250223

【商贸零售】羟基磷灰石三类械获批，新增重点推荐毛戈平——行业周报-20250223

【计算机】AI 资产迎来黄金时间——行业周报-20250223

【食品饮料】白酒控货稳价，原奶价格寻底——行业周报-20250223

【化工】巨化股份发布重大战略布局，萤石、制冷剂产业链逐渐回暖，坚定信心、积极布局——氟化工行业周报-20250223

【化工】本周涤纶长丝市场稳中偏弱运行，纯碱现货市场价格略有上探——行业周报-20250223

【通信】阿里将大举投资 AI 基建，全面看好 AIDC&云计算产业链——行业周报-20250223

【电子】阿里季报 Capex 超预期，未来将继续加大在 AI 战略中的投入，关注阿里算力链——算力行业点评-20250221

【化工】SAF 行业蓬勃发展，中国企业或凭 UCO 优势受益——生物燃料行业深度报告 1-20250221

研报摘要

总量研究

【宏观经济】复工节奏出现分化——高频数据下的线索——宏观周报-20250223

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 郭晓彬（联系人）证书编号：S0790123070017

供需：工业生产强于基建开工

1.基建开工：开工率季节性回升，处于历史同期中低位。最近两周（2月8日至2月21日），石油沥青装置开工率季节性回升，绝对值处于历史同期中低位；磨机运转率、水泥发运率季节性回升，绝对值仍处于历史同期中低位。

2.工业生产端，化工链开工有所上升，汽车半钢胎开工延续高位。最近两周，化工链开工率季节性回升，汽车轮胎开工率延续高位，高炉、焦炉开工率震荡偏弱运行。

3.需求端，地产链需求偏弱，乘用车销量同比有所回落。工业需求端，2月前13天，电厂煤炭日耗均值整体较1月有所回落，煤炭重点电厂平均日耗环比下降15.3%。最近两周，地产链需求偏弱，螺纹钢、线材、建材表观需求低于历史同期。消费需求端，最近两周，乘用车四周滚动销量同比震荡下行。中国轻纺城成交量环比回升，处于同期历史高位。

商品价格：大宗商品震荡分化运行

1.国际大宗商品：分化运行。最近两周，原油价格震荡下行，铜、铝价格震荡上行，黄金价格震荡上行。

2.国内工业品：震荡偏强运行。首先以南华指数观察整体价格变化，最近两周，国内工业品价格震荡分化运行。最近两周，黑色系商品价格震荡分化运行，铁矿石价格回升、螺纹钢回落。化工链商品价格震荡分化运行，最近两周，顺丁橡胶、涤纶长丝平均价格较上两周有所上升，甲醇、聚氯乙烯下降。建材价格分化运行，最近两周，沥青、玻璃平均价格较上两周均有所下降，水泥有所上升。

3.食品：农产品价格有所回落，猪价有所回落。最近两周，农产品价格有所回落，农产品价格200指数平均值较上两周环比回落3.9%，猪肉价格有所回落，猪肉平均批发价较上两周环比回落5.3%。

地产与流动性：商品房成交同比保持正增

1.商品房：成交同比由负转正。新建住房市场看，最近两周（2月8日至2月21日），全国30大中城市商品房成交面积平均值较上两周环比回升203.1%，从季节性上看略高于2024年农历同期，较2022、2023、2024年农历同期分别同比-51.9%、-41.7%、+4.5%，成交同比由负转正。一线城市成交面积同比保持正增，较2022、2023、2024年农历同期分别同比-54.4%、-37.1%、+17.1%。二手房市场看，价格方面，截至2月10日，二手房出售挂牌价指数有所回落；成交量方面，最近两周（2月8日至2月21日），北京、上海、深圳二手房成交面积同比保持正增，较2024年同期分别同比+49%、+35%、+45%。

2.土地：成交面积环比上升，同比下降。截至2月16日，100大中城市成交土地占地面积最近双周环比上升33.9%，2月当月同比下降20.4%。

3.流动性：资金利率有所回升。最近两周，资金利率有所上行。截至2月21日，R007为2.31%，DR007为2.22%；央行实现货币净回笼931亿元；质押式回购成交量共为41.4万亿元。

交通运输：地铁出行同比回落，出口运价有所回落

1.居民出行：地铁出行同比回落。最近两周，北上广深地铁客运量平均值较上两周环比回升68.4%，农历同比

下降 0.1%。国内执行航班数平均值较上两周环比下降 3.4%，农历同比上升 1.0%。

2. 运价：出口运价有所回落。最近两周，出口运价有所回落，内贸运价延续回落，大宗商品运价中 BDI 指数、BDTI 指数、铁矿石运价指数平均值较上两周分别环比+11.7%、+3.1%、-6.1%。

风险提示：大宗商品价格波动超预期，政策力度超预期。

【宏观经济】复工偏弱的真相：400 城迁徙数据之启示——宏观经济点评-20250221

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 陈策（分析师）证书编号：S0790524020002

事件：2025 年节后第一、二、三周，百年建筑复工率分别为 7.4%、23.5%、47.7%，分别低于 2024 年同期 5.6、16.4、15.2 个百分点。

开复工率偏弱，或主因劳务上工率拖累

在《春节海内外要闻》专题中，我们基于测算提示 2025 年返乡进度偏快、复工进度偏缓，节后复工数据则进一步证明了该判断。具体来看，节后第三周，百年建筑资金到位率 43.6%、较 2024 年同期微降 1.1 个百分点；劳务上工率相对拖累较重，节后第三周为 49.7%、较 2024 年同期下降 7.8 个百分点。区域方面，华东地区开复工率表现较好，华南、华中、西北地区则明显承压。因此，我们基于 362 城市的百度迁徙指数，从人流维度进一步厘清开复工率为何偏弱。

劳务输出城市“返乡强复工弱”，预计建筑业景气度或有压力

1、节后复工人流的绝对水平不低，主因节前返乡强度偏高形成一定复工缺口。节后第一周百度迁徙指数表现稍弱，但第二周以来明显改善，节后三周均值达到了 637.5，分别高出 2023、2024 年同期 1.8%、1.1%。核心原因或在于，节前返乡强度偏高导致复工存在一定缺口。我们延续此前做法，将春运 40 天分为前 15 天的返乡和后 25 天的复工，进而刻画出一条返乡复工曲线，截至 2 月 20 日，复工进度较 2023 年同期下降了 12.8 个百分点，较 2024 年同期下降了 8.1 个百分点。我们使用交通部数据交叉验算，数值略有差异但结论一致，截至 2 月 20 日复工进度较 2023 年同期下降了 8.4 个百分点，较 2024 年同期下降了 4.3 个百分点。

2、劳务输出城市呈现“返乡强复工弱”特征，旅游场景修复可能小幅约束复工人流。首先我们将省市分为三类，传统劳务输出城市_x0002_、旅游城市_x0002_和其他城市，并对比其 2024、2025 年的返乡复工水平：(1)传统劳务输出城市处于散点图的左上区域，即“返乡明显强于复工”，20 城迁徙指数合计较 2024 年同期返乡增加 106.8、复工仅增加 22.8，尤其清远、周口、南阳、驻马店等较为明显；(2)旅游城市趋势线的斜率小幅走高，2025 年春节国内出游 5.01 亿人次，分别较 2019、2024 年同期增长了 26.0%、5.9%。旅游场景延续修复，可能小幅约束了复工人流，但并非开复工率走弱的主因。总体来看，预计建筑业景气度承压，基建好于房建，服务消费可能维持一定韧性。

3、此外，经济大省人员流动活跃、有望更加勇挑大梁。节后三周，人员加快流入广东、浙江、江苏等经济大省，结合劳务输出城市的复工不强（流向房建、基建），一个较为乐观的推测在于，经济大省加快推动新质生产力、吸引人才流入。

加强逆周期调节基调不会变

我们认为，逆周期调节基调不会改变。一是预计 2025 年经济目标或延续 5%左右，需要政策托底。二是 2024 年中央经济工作会议明确“实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”，两会预计将延续这一工作基调。三是特朗普关税政策仍面临不确定性，需要扩大内需予以对冲。四是年初开工复工进度仍较缓慢，预计建筑业景气度承压，基建好于房建，服务消费维持韧性。因此，逆周期调节基调不会变，预计宽货币、宽财政等有关政策将适时推出，密切关注 1-2 月经济数据以及 4 月 1 日之后关税可能的变化。

风险提示：地产下行超预期，政策执行力度不及预期。

【策略】TMT 和机器人现在的相对估值位置——投资策略专题-20250222

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002

科技品种当前的相对估值情况（数据截至 2025.2.21 收盘）

TMT——

PE：当前 TMT 与万得全 A 的相对 PE 估值在 2011 年以来的 63.3%分位数上。PB：当前 TMT 与万得全 A 的相对 PB 估值在 2011 年以来的 66.2%分位数上。

机器人——

PE：当前机器人与万得全 A 的相对 PE 估值在 2011 年以来的 64.5%分位数上。PB：当前机器人与万得全 A 的相对 PB 估值在 2011 年以来的 80.8%分位数上。

电子——

PE：当前电子与万得全 A 的相对 PE 估值在 2011 年以来的 77.3%分位数上。PB：当前电子与万得全 A 的相对 PB 估值在 2011 年以来的 98.8%分位数上。

计算机——

PE：当前计算机与万得全 A 的相对 PE 估值在 2011 年以来的 97.0%分位数上。PB：当前计算机与万得全 A 的相对 PB 估值在 2011 年以来的 81.9%分位数上。

传媒——

PE：当前传媒与万得全 A 的相对 PE 估值在 2011 年以来的 50.0%分位数上。PB：当前传媒与万得全 A 的相对 PB 估值在 2011 年以来的 63.9%分位数上。

通信——

PE：当前通信与万得全 A 的相对 PE 估值在 2011 年以来的 29.0%分位数上。PB：当前通信与万得全 A 的相对 PB 估值在 2011 年以来的 99.4%分位数上。

风险提示：政策超预期变动；全球流动性及地缘政治风险；历史数据不能代表未来。

【固定收益】债市资金面偏紧的原因——固收专题-20250221

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 梁吉华（分析师）证书编号：S0790523110002

2024 年 12 月以来，银行间市场的资金面持续偏紧；2025 年 1 月以来，隔夜、7 天回购利率经常在 2%左右，远高于 7 天 OMO 利率 1.5%。

市场对于“资金紧”的两个常见误区

误区一：归因于“汇率压力”。当前市场普遍将“资金紧”解释为“汇率压力”，2016 年 8 月之后的“资金紧”，市场同样解读为“汇率压力”。然而，2017 年人民币汇率压力大幅减轻，人民币汇率大幅升值，资金却越来越紧；直到 2018 年，人民币汇率压力重新大幅上升，人民币汇率大幅贬值，资金才开始越来越松。也就是说，2017-2018 年，汇率压力小，资金反而紧；汇率压力大，资金反而松。

我们认为资金紧与汇率压力，并没有直接关系。关注汇率压力，并不会也不需要通过收紧在岸市场的流动性来实现，而是采用收紧离岸市场流动性、加大外汇掉期、逆周期因子等方式。与 2017 年类似，如果未来汇率压力显著缓解，届时资金面或许不仅不会放松，反而由于基本面反转，资金进一步收紧。

误区二：不承认是央行态度。目前很多“流动性研究”从五因素、超储分析等，以及参与者的资金融入、融出，去试图解释资金面，进而预测资金面。但是这种方法只有事后解释的意义，而没有预测的作用。

资金利率，本质上是央行调控的结果。每一个国家的货币市场资金利率，都是央行调控的结果；以美国为例，美国的隔夜利率，是美联储根据其货币政策目标，进行实时的买卖国债调控出来的。央行对资金利率有较强的调控能力，因此资金利率持续维持在某一水平，大概率是央行的意图。

央行紧资金的两个目的

我们认为资金紧，是央行的意图，其目的或与汇率无关，而是：

一是为了防范金融风险。2016 年政策强调“防空转”、金融风险，2024Q4 货币政策执行报告中指出“防范资金沉淀空转”，我们认为，当前资金紧的目的与 2016 年 8 月-2017 年 12 月是一致的；当前债市与 2016 年 8-10 月类似，债券收益率下行至历史低位，因此同样“防空转”、“紧资金”，来防范金融市场风险。

二是央行或认为经济基本面大概率会回升。历史上看，资金面的松紧，往往隐含着央行对经济的预期。如果央行预期经济承压，例如 2014 年初、2018 年初、2023 年末等，资金利率会开始趋势性下行；如果央行预期经济会上行，例如 2013 年 6 月、2016 年 8 月、2020 年 5 月等，资金利率会开始趋势性上行。其内在逻辑，或与央行对信用政策、财政政策的判断有关，即“紧信用+紧财政”往往预期经济承压，因此可以提前“宽资金”；而“宽信用+宽财政”往往预期经济会上行，因此可以适度“紧资金”。

债市维持 2 月 7 日以来的观点不变，继续提示关注长债收益率上行

目前债券市场，仍然隐含着大幅的降息预期。在近期收益率上行之后，10 年国债收益率仅仅回到 1.69%；距离 OMO 利率对应的 1.9-2.2%、资金利率对应的 2.2-2.5%，仍有相当大的上行空间。

市场之所以有 2025 年大幅降息的预期，是因为“适度宽松”的货币政策。然而，“适度宽松”，并不等于大幅降息：2008 年底定调 2009 年“适度宽松”，2009 年没有降息；2009 年底定调 2010 年“适度宽松”，2010 加息。随着“宽信用”+“宽财政”+“紧货币”，以及市场叙事方式的变化（deepseek 引领的 AI 创新热潮、哪吒 2 票房大卖、民营企业座谈会召开等），“降息预期”或将继续减弱，收益率仍有望上行。

因此，我们认为，近期的长债收益率上行，仅仅处于上行初期。维持债市总观点，提示关注收益率上行。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

行业公司

【中小盘】华为黑科技再升级，尊界 S800 开启自主智能时代，新增推荐上汽集团——中小盘周报-20250223

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001 | 赵旭杨（分析师）证书编号：S0790523090002 | 徐剑峰（联系人）证书编号：S0790123070014

本周市场表现及要闻：上汽与华为智选车模式合作，打造全新智能新能源车

市场表现：本周（指 2 月 17 日至 2 月 21 日，下同）上证综指收于 3379 点，上涨 0.97%；深证成指收于 10991 点，上涨 2.25%；创业板指收于 2282 点，上涨 2.99%。大小盘风格方面，本周大盘指数上涨 1.04%，小盘指数上涨 3.47%。2024 年以来大盘指数累计上涨 16.79%，小盘指数累计上涨 11.45%，小盘/大盘比值为 1.34。凌云光、埃斯顿、溯联股份本周涨幅居前。

本周要闻：上汽与华为智选车模式合作，打造全新新能源智能汽车；余承东：华为已为 L3 级智驾的到来做好准备；鸿蒙智行尊界 S800 将于 5 月底正式上市：搭载六大智能化技术；享界 S9 后驱增程版完成申报：北汽自产增程器；岚图 CEO 卢放：预计 L3 级自动驾驶 2025-2026 年将大规模商用；商务部：截至 2 月 19 日，全国汽车报

报废更新 16.9 万辆；特斯拉中国 FSD 发布时间可能延后。

本周重大事项：2 月 18 日，众辰科技发布股权激励计划，其业绩指标：以 2024 年为基数，2025、2026、2027 年营收增长率分别不低于 15%、30%、45%或净利润增长率分别不低于 15%、30%、45%。

本周专题：华为黑科技再升级，尊界 S800 开启自主智能时代

尊界 S800 将于 5 月底正式上市，搭载多项华为黑科技。2 月 20 日，鸿蒙智行举办尊界 S800 技术发布会，发布会上首发途灵龙行平台、天使座主动安全防护和华为星河通信，同时鸿蒙 ALPS 座舱、华为车语系统、华为巨鲸电池都迎来 2.0 升级。此外尊界 S800 预计于 2025 年 5 月底的粤港澳大湾区车展期间上市。

华为首发途灵龙行平台，开启自主智能数字底盘时代。华为独创全域融合架构，使途灵龙行平台做到提前主动感知、中央控制、智能推理和自主学习，将车身、动力、悬架、转向、制动和热管理六合一。尊界 S800 按照 L3 智能驾驶架构设计，配置 32 个传感器，包括 4 个激光雷达、3 分布式毫米波雷达矩阵、11 个视觉、12 个超声波以及 2 个角毫米波，可以识别沟渠、台阶、充电桩、消防栓以及一些悬在空中的物体。

在超豪华车领域主要由传统油车以及和油车差别不大的新能源车构成，尊界 S800 为超豪华车领域提供智能化新选项。多年来奔驰、宝马、奥迪以及保时捷、路虎等品牌主导超豪华车市场，但超豪华车市场尚未出现智能化突出的超豪华新车。尊界 S800 以科技为矛，塑造电动智能化时代豪华新标杆。

重点推荐主题和个股

智能汽车主题（华测导航、长光华芯、经纬恒润-W、炬光科技、美格智能、均胜电子、华阳集团、北京君正、晶晨股份、德赛西威、源杰科技、沪光股份、溯联股份、拓普集团、瑞鹄模具、浙江仙通、长安汽车、继峰股份、芯动联科、小鹏汽车-W、上汽集团）；高端制造主题（凌云光、奥普特、埃斯顿、矩子科技、青鸟消防、莱特光电、台华新材、奥来德、日联科技）；休闲零食及早餐主题（良品铺子、三只松鼠、巴比食品）；户外用品主题（三夫户外）。

风险提示：乘用车销量、新能源车渗透率、智能驾驶技术进展不及预期。

【非银金融】金融机构 DS 部署利于降本增效，交易量创年内新高——行业周报-20250223

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 卢崑（分析师）证书编号：S0790524040002 | 唐关勇（联系人）证书编号：S0790123070030

周观点：金融机构 DS 部署利于降本增效，交易量创年内新高

本周日均股基成交额达到 2.2 万亿创年内新高，2 月市场活跃度持续提升，叠加低基数下，券商 2025 年 1 季度业绩高增可期，继续看好券商和金融科技板块。金融机构积极部署 DeepSeek，投顾、客服、投研和合规风控等领域均有较大应用机会，客户和数据基础庞大、算力储备丰富且数字化转型领先的金融机构有望率先在降本增效方面获得明显增益；同时，AI 优势领先的金融科技公司在 2B 业务上有望获得更多增量机会。2 月 21 日香港交易所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%，同时取消最低 2 港元和最高 100 港元限制，我们预计平均交易费率保持基本不变，而小单交易成本下降，利于提升散户交易活跃度，科技股浪潮催化港股活跃度提升，香港交易所有望充分受益。

券商：交易活跃度持续走高，继续看好券商和金融科技板块机会

(1) 本周日均股基成交额 2.2 万亿，环比+10%，偏股/非货币基金新发份额 44/163 亿份，环比+750%/+282%。
(2) 证监会主席吴清主持召开党委会，传达学习民营企业座谈会重要讲话精神，会议强调要做好民营企业股债融资支持，以服务新质生产力发展为着力点，抓好“科创板八条”、“并购六条”、资本市场做好“金融五篇大文章”实施意见等政策落地。(3) 九方智投控股 2 月 17 日业绩预告：2024 年归母净利润 2.6-2.8 亿人民币(下同)，同比增长 36-47%，预计订单金额约 35.09 亿，同比增加约 11.61 亿。公司业务高 beta 弹性特征凸显。(4) 2 月市场交

易活跃度持续走高，万得全 A 日均换手率 2.3%，本周日均股基成交额再次站上 2 万亿，叠加低基数，券商 2025 年上半年业绩同比有望高增，板块估值和机构持仓仍在低位，看好金融信息服务龙头公司、零售优势突出的中大型券商以及并购主题类标的。

保险：1 月保费增长预计有所分化，2024 年 Q4 配置债券比例环比提升

(1) 近期部分险企披露 1 月保单数据，我们预计，1 月新单保费增长有所分化，整体略低于我们此前预期。停售透支、预定利率调降、股市等资产收益率预期向好等因素或对个险销售带来挑战，分红险销售整体较好，占比提升利于降低长期利差风险；银保销售预计在低基数下有较好增长。(2) 2 月 21 日金监总局披露，截至 2024 年年末，保险公司资金运用余额 33.26 万亿，2024 年财务投资收益率 3.43%，综合投资收益率 7.21%。其中人身险公司期末配置债券资产占比 50.26%，环比 3 季度末提升 1.08pct，体现提前配债策略，股+基配置占比 12.5%，环比下降 0.47pct。(3) 险企 2025 年 1 季度 NBV 有望稳健增长，分红险占比提升利于降低长期利差风险，弹性关注资产端催化，看好权益弹性突出标的投资机会。

推荐及受益标的组合

推荐标的组合：东方财富，香港交易所，财通证券，兴业证券，东方证券，国联民生，香港交易所；中国人寿，中国平安，中国太保；江苏金租。

受益标的组合：指南针，九方智投控股，招商证券，国信证券，同花顺，中国银河，新华保险。

风险提示：资本市场波动对投资收益带来波动风险；保险负债端不及预期。

【建材】稳楼市工作持续推进，重视建材布局机会——行业周报-20250223

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

稳楼市工作持续推进，重视建材布局机会

2 月 20 日，广州市第十六届人民代表大会第五次会议开幕，会议指出在 2025 年工作安排中，广州将构建房地产发展新模式，改革房地产开发融资方式，满足企业合理融资需求。做好“保交房”工作。构建“市场+保障”住房供应体系，多渠道筹集建设保障性住房，其中保障性租赁住房 10 万套。广州市住建局局长蔡胜表示，到 2030 年，我们计划实现工业化建筑占新建建筑的面积比例不低于 80%，产业规模达到 5000 亿元，2025 年城市更新完成固定资产投资 1800 亿元以上，其中城中村改造 1000 亿元以上。2 月 19 日，国家统计局发布 70 城房价数据，1 月份，一线城市新建商品住宅销售价格环比上涨 0.1%，涨幅比 12 月份回落 0.1 个百分点。其中，北京下降 0.4%，广州持平，上海和深圳分别上涨 0.6%和 0.2%。二线城市新建商品住宅销售价格环比由 12 月份持平转为上涨 0.1%，为 2023 年 6 月以来首次上涨。杭州市受“杭州六小龙”影响引发楼市热度，2025 年春节后，杭州新房市场找房热度相比 1 月份上涨 65%，二手房市场找房热度上涨 66%，租赁市场找房热度上涨 132%。2 月 18 日，北京市土储专项债发行重启，发行包括 101 亿元一般债券和 462.9 亿元专项债券。其中，462.9 亿元新增专项债券募集资金主要用于棚户区改造、城中村改造、土地储备等领域。消费建材板块推荐：东方雨虹（防水龙头，经营结构优化）、伟星新材（经营优质，零售业务占比高），三棵树，坚朗五金；受益标的：北新建材（石膏板龙头，收购嘉宝莉扩张涂料板块业务）等。国家发展改革委等部门印发《水泥行业节能降碳专项行动计划》要求到 2025 年底，水泥熟料产能控制在 18 亿吨左右，能效标杆水平以上产能占比达到 30%，能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰，水泥熟料单位产品综合能耗比 2020 年降低 3.7%，预计会加快节能降碳与能用设备的迭代更新。水泥板块受益标的：海螺水泥、华新水泥、上峰水泥等。无碱粗纱市场报盘主流暂稳，部分成交存灵活空间。受益标的：中国巨石、长海股份、国际复材等。“一致性评价+集采”政策促进中硼硅药用渗透率加速提升，推荐：力诺药包；受益标的：山东药玻。

本周（2025 年 2 月 17 日至 2 月 21 日）建筑材料指数下跌 0.96%，沪深 300 指数上涨 1.00%，建筑材料指数跑输沪深 300 指数 1.97pct。近三个月来，沪深 300 指数上涨 2.92%，建筑材料指数下跌 3.97%，建材板块跑输沪深 300 指数 6.88pct。近一年来，沪深 300 指数上涨 14.10%，建筑材料指数下跌 2.93%，建材板块跑输沪深 300 指

数 17.03pct。

板块数据跟踪

水泥：截至 2 月 22 日，全国 P.O42.5 散装水泥平均价为 339.68 元/吨，环比下跌 1.03%；水泥-煤炭价差为 241.53 元/吨，环比下跌 0.39%；全国熟料库容比 45.41%，环比下降 0.03pct。

玻璃：截至 2 月 22 日，全国浮法玻璃现货均价为 1394.00 元/吨，环比下跌 17.00 元/吨，跌幅为 1.20%；光伏玻璃均价为 121.09 元/重量箱，环比持平。浮法玻璃-纯碱-石油焦价差为 9.06 元/重量箱，环比下跌 50.16%；浮法玻璃-纯碱-重油价差为 12.75 元/重量箱，环比下跌 12.28%；浮法玻璃-纯碱-天然气价差为 16.73 元/重量箱，环比下跌 2.22%；光伏玻璃-纯碱-天然气价差为 65.54 元/重量箱，环比下跌 0.40%。

玻璃纤维：无碱 2400tex 直接纱报 3800-4000 元/吨，无碱 2400texSMC 纱报 4800-5400 元/吨，无碱 2400tex 喷射纱报 5600-6700 元/吨，无碱 2400tex 毡用合股纱报 4800-5400 元/吨，无碱 2400tex 板材纱报 4950-5400 元/吨，无碱 2000tex 热塑直接纱(普通级)报 4200-4500 元/吨。不同区域价格或有差异，实际成交存灵活空间。

消费建材：截至 2025 年 2 月 21 日，原油价格为 75.26 美元/桶，周环比下跌 0.29%，较 2025 年年初下跌 1.92%，同比下跌 12.11%；沥青价格为 4390 元/吨，周环比下跌 1.13%，较 2025 年年初持平，同比下跌 4.98%；丙烯酸价格为 8000 元/吨，周环比上涨 5.26%，较 2025 年年初上涨 1.27%，同比上涨 32.23%；钛白粉价格为 14300 元/吨，周环比持平，较 2025 年年初持平，同比下跌 11.18%。

风险提示：经济增速下行风险；原材料价格上涨风险；房地产销售回暖进展不及预期风险；国内保交楼进展不及预期；房企流动性风险蔓延压力；基建落地进展不及预期风险。

【地产建筑】新房成交面积环比增长，加快推进配售型保障房轮候库建设工作——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

核心观点：新房成交面积环比增长，加快推进配售型保障房轮候库建设工作

本周我们跟踪的 68 城新房成交同比不变，环比增加，20 城二手房成交面积同比增加，环比增长。土地成交面积同比增加，溢价率环比下降。本周住建部表示加快推进配售型保障性住房轮候库建设工作，规划建设保障性住房是加快构建房地产发展新模式、推动房地产高质量发展的重要举措，要加快推进轮候库建设，加大配售型保障性住房建设和供给，充分发挥配售型保障性住房建设对惠民生、促转型、稳经济的重要作用。杭州贯彻落实党中央、国务院关于“好房子”的决策部署，以“便捷宜居、健康舒适、安全耐久、绿色低碳、数字智慧、精细运维”为标准，加快形成“好房子”建设的政策支持清单。本周上海 4 宗地块均溢价成交，共收金 159.26 亿元。金茂&庆隆以总价 89.64 亿元竞得虹口区地块，成交楼面价 117474 元/㎡，溢价率 38.20%。华润置地&越秀以总价 50.90 亿元竞得浦东新区地块，成交楼面价 74695 元/㎡，溢价率 33.38%。2024 年 9 月以来，中央政策持续加码，一揽子宏观政策“大礼包”推出，将积极提振房地产市场。房地产政策调整积极且迅速，房价“止跌回稳”路径显现。预计一线城市的政策调整将对需求侧形成有力支撑，并逐步改善房价预期，进而辐射二三线城市从而逐步实现房价“止跌回稳”，带来房地产基本面改善，维持行业“看好”评级。

加快推进配售型保障房轮候库建设工作，杭州推进“好房子”建设工作

中央层面：住建部：加快推进配售型保障性住房轮候库建设工作，规划建设保障性住房以加快构建房地产发展新模式、推动房地产高质量发展。

地方层面：杭州：贯彻落实党中央、国务院关于“好房子”的决策部署，以“便捷宜居、健康舒适、安全耐

久、绿色低碳、数字智慧、精细运维”为标准，加快形成“好房子”建设的政策支持清单。

市场端：土地成交面积同环比增加，上海土拍市场火热

销售端：2025 年第 8 周，全国 68 城商品住宅成交面积 193 万平方米，同比增长 0%，环比增加 12%；从累计数值看，年初至今 68 城成交面积达 1606 万平方米，累计同比增加 1%。全国 20 城二手房成交面积为 176 万平方米，同比增速 30%，前值 25887%；年初至今累计成交面积 1248 万平方米，同比增速 16%，前值 14%。

投资端：2025 年第 8 周，全国 100 大中城市推出土地规划建筑面积 1527 万平方米，成交土地规划建筑面积 2305 万平方米，同比增加 355%，成交溢价率为 4.9%。上海：4 宗地块均溢价成交，共收金 159.26 亿元。金茂&庆隆以总价 89.64 亿元竞得虹口区地块，成交楼面价 117474 元/㎡，溢价率 38.20%。

融资端：国内信用债发行规模环比增加

2025 年第 8 周，信用债发行 65.9 亿元，同比增加 46%，环比增加 200%，平均加权利率 2.76%，环比增加 28BP。信用债累计发行规模 451.1 亿元，同比减少 32%。风险提示：市场信心恢复不及预期，政策影响不及预期。

风险提示：市场信心恢复不及预期，政策影响不及预期。

【银行】短期规模、盈利增长放缓，关注长期资产质量改善——行业点评报告-20250223

刘呈祥（分析师）证书编号：S0790523060002 | 丁黄石（分析师）证书编号：S0790524040004

金融监管总局发布 2024 年末商业银行监管数据，商业银行总资产、负债同比增速均为 7.2%、7.1%，贷款增速 7.6%略高于资产；年末商业银行净息差为 1.52%环比下降 1bp，息差下行压力减弱；不良率 1.50%环比降 6bp，风险持续改善。

国有行盈利增速改善，城、农商行全年利润负增

2024 年末商业银行净利润同比下降 2.3%，环比 Q3 末下降 2.8pct，利润增长由正转负。其中国有行净利润同比-0.5%，降幅较 Q3 末收窄 0.8pct；股份行同比增 2.4%，增幅较 Q3 末扩大 1.2pct，国股行盈利边际改善；城、农商行增速分别为-13.1%和-9.8%，利润增长显著放缓。

国股行 Q4 盈利改善，或源于：第一、息差下行压力趋缓，商业银行全年净息差为 1.52%，国股行分别为 1.44%和 1.61%，环比下降 1bp、2bp。尽管 10 月 LPR 调降及存量按揭利率下调削弱银行资产端收益率，但部分受重定价因素影响或于 2025 年集中体现，此外负债端高息定期存款的压降亦缓解成本端压力，对冲了资产端影响；第二、金市业务贡献收益，Q4 债券收益率降幅显著，国股行长久期利率债价格上升，投资相关非息收入同比或增长。

年末城商行盈利负增，或源于：第一、量价两端压制息差，年末城商行贷款增速为 8.1%，环比降 1.0pct，规模增长放缓同时，资产端新发放贷款收益率或持续下降，此外负债端重定价改善或集中于 2025，故息差环比大幅降 5bp 至 1.38%；第二、城商行部分投资相关受益，或因投资于 OCI 账户而未体现在利润表中，这部分盈利或于未来释放。此外，农商行盈利亦呈下降趋势，除上述因素以外，我们认为拨备因素或对利润增长形成负贡献。

国有行规模增长边际承压，城商行信贷增速放缓

2024 年末国有行资产、负债增速较 Q3 末均下降 1.6pct，各类行中降幅最大，主要源于同业存款自律机制下，负债端的短缺抑制了资产投放，其余类型银行增速变化平稳。结合贷款数据看，年末国有行贷款增速 9.0%，环比下降 0.4pct 小于资产端，一方面，负债短缺下国有行仍优先配置信贷，另一方面，年末金融投资交易、同业融出等时点行为或影响非贷资产增长；而城商行信贷增速环比下降 1.0pct，源于部分城商行前三季度已完成全年信贷任务，故 Q4 缺乏投资动力。

风险资产大幅压降，不良结构或反映不良生成率边际改善

2024 年末商业银行不良率、关注率环比均降 6bp，分别降至 1.50%、2.22%，不良额环比下降 2.9%。其中，农商行不良率环比降 24bp 至 2.80%，不良额环比降 7.0%，风险资产压降，资产质量大幅改善。观察不良贷款结构，2024 年呈现次级类规模下降、可疑类平稳、损失类上升的特征。由于新发生不良通常会归入次级及可疑类，损失类的增长主要源于前期次级及可疑类的风险下迁，故由此判年内不良生成率或持续改善。此外对于农商行，其拨备覆盖率环比升 7.63pct 至 156.40%，拨备增长与不良下降趋势分化，主要源于不良额虽减少，但下迁至损失类增多，损失类贷款计提预期信用损失超 90%，故增加了当期的贷款减值损失。

投资建议

低利率环境下，分红高的银行投资价值凸显，股息确定性强的标的或受益；此外伴随稳增长政策效果逐渐显现，部分银行规模盈利增长企稳或带来投资价值，上市银行表现或优于行业水平，受益标的：农业银行、中信银行、招商银行、江苏银行、北京银行等。

风险提示：宏观经济增速下行，政策落地不及预期等

【医药】中国化学原料药行业整体呈现量升价稳的趋势，兽药原料药价格企稳回升——行业周报-20250223

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 阮帅（分析师）证书编号：S0790524040007 | 汪晋（联系人）证书编号：S0790123050021

中国化学原料药行业整体呈现量升价稳的趋势，抗生素产业链表现较好

中国化学原料药行业 PPI 指数近两年持续下行，2024 年 3 季度呈现显著回升趋势，原料药行业产品销售价格处于底部回升阶段。受环保、成本、政策等因素影响，抗生素上游中间体价格近些年逐步上涨，此外，阿奇霉素、克拉霉素原料药价格持续上涨，且仍处于价格高位；受行业供给过剩及下游需求疲弱影响，近些年动保原料药价格持续下行，氟苯尼考均价从 400-700 元/kg 的区间下降到近期的 100-200 元/kg 区间，强力霉素价格也下降到历史底部区间，部分企业出现连续亏损，行业出清加速，动保原料药价格有望迎来周期性回升。

肝素及碘造影剂原料药处于周期底部

肝素原料药行业经历 2019-2021 年高潮阶段，整体处于供过于求的状态。2023 年肝素原料药价格呈现下降趋势，其中 2023Q4 价格呈现急速下降，主要受非规范市场价格下跌影响。2024 年肝素 API 价格基本处于企稳阶段。从 2021-2022 年，受智利和日本地震、疫情等因素影响，碘原料供给端出现明显收缩，碘原料价格经历快速上涨，2022-2023 年处于价格周期顶点。受其他行业需求旺盛拉动（电子行业），2024 年碘原料价格有所回升。

2 月第 3 周医药生物上涨 1.88%，医疗研发外包涨幅最大

从月度数据来看，2025 年初至今沪深整体呈现上涨趋势。2025 年 2 月第 3 周通信和机械设备等行业涨幅较大，煤炭、传媒等行业跌幅较大。本周医药生物上涨 1.88%，跑赢沪深 300 指数 0.87pct，在 31 个子行业中排名第 9 位。本周医疗研发外包板块涨幅最大，上涨 11.3%；医院板块上涨 5.59%，化学制剂板块上涨 2.71%，体外诊断板块上涨 2.7%，其他生物制品板块上涨 1.75%；线下药店板块跌幅最大，下跌 3.06%，血液制品板块下跌 3.04%，中药板块下跌 2.97%，医药流通板块下跌 1.96%，医疗耗材板块下跌 0.07%。

推荐标的

推荐标的：制药及生物制品：人福医药、恩华药业、诺诚健华、京新药业、健康元、百洋医药、和黄医药、海思科、科伦博泰生物-B、艾力斯、泽璟制药-U；中药：东阿阿胶、佐力药业、羚锐制药、悦康药业、方盛制药；原料药：华海药业、普洛药业、奥锐特；医疗器械：圣湘生物、迈瑞医疗、奥泰生物、万孚生物、可孚医疗、开立医疗、澳华内镜、康拓医疗；CXO：药明康德、药明合联、泰格医药、博腾股份、泓博医药；科研服务：百普赛斯、毕得医药、皓元医药、奥浦迈、昊帆生物、阿拉丁；医疗服务：爱尔眼科、通策医疗；零售药店：益丰药房。

风险提示：政策波动风险、市场震荡风险、地缘政治风险等。

【煤炭开采】煤价寻底仍有支撑，否极泰来重视煤炭配置价值——行业周报-20250223

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

本周要闻回顾：煤价寻底仍有支撑，否极泰来重视煤炭配置价值

本周动力煤（Q5500）CCTD 报价 729 元/吨，周环比跌 21 元/吨；秦港平仓价报价 719 元/吨，周环比跌 22 元/吨。从供给端来看，截至 2 月 16 日，晋陕蒙三省 442 家煤矿开工率 81.9%，环比上涨 3.5 个百分点，节后煤矿逐步复产，煤炭供应逐步恢复正常。从需求端来看，沿海八省电厂日耗合计 194 万吨，环比上涨 3.63%，伴随春节假期后国内复工复产陆续推进，电厂日耗亦环比上行，有望缓解动力煤高库存压力；非电煤中本周国内尿素开工率为 86.8%，环比下降 0.42pct，甲醇开工率为 78.7%，环比-2.5pct，虽然本周尿素和甲醇开工率微降，但仍处于近年来相对高温，本周布伦特原油报价 75.3 元/吨，环比微涨 0.16%，在当前煤油价差下，煤化工成本依旧明显；此外，本周水泥开工率为 23.2%，环比大涨 9.65pct，节后水泥需求恢复缓慢，伴随下游复工复产以及春季建材需求旺季来临，非电煤需求有望进一步提升。短期煤价仍处于磨底期，后续政策面和基本面变化有望进一步支撑煤价企稳反弹：（1）长协价上限支撑及煤企自救行为：近期港口现货价格已跌至港口年度长协上限 770 元/吨的临界值，若现货煤价进一步下跌，电厂购买现货意愿将有望增强，并且若煤价大幅跌破 770 元/吨，煤企或采取限产保价等自救行为；（2）年度长协体制维护：自 2017 年开始构建的年度长协煤机制卓有成效，政策一直向“煤电双方盈利平衡”努力，而不是“煤和电顾此失彼”，煤电之间存在盈利均分的平衡点，价格也会出现止跌企稳；（3）煤电价格联动机制：电厂历年不是天然的空头，尤其是政策出台的 303 号文和 1439 号文，共同构筑了“保煤价即是保电价”导向，而触发点位恰为 770 元/吨；（4）疆煤外运成本支撑：运输成本的刚性使疆煤出疆存在盈亏线，快速下跌煤价会触发疆煤发运量的减少，从而减少内地煤炭供给；（5）煤油价格联动：我们梳理测算，68 美元/桶原油和 770 元/吨港口煤价做烯烃成本对等，在当前 80 美元/桶原油而 770 元/吨煤价下，煤化工成本优势明显。回溯 2023 年 6 月，秦港平仓价跌至 759 元/吨后迅速回升至 770 之上，彼时看到上述政策面和基本面的变化，当前煤价亦迎来企稳反弹。据 Kpler 船运估计，2025 年 1 月我国进口海运煤 2797 万吨，相较于 2024 年 12 月的 3759 万吨，环比下降了 26%。对比过去两年同期，2024 年 1 月和 2023 年 1 月的环比跌幅分别为 9%和 10.9%，2025 年 1 月的下滑幅度确实较为明显；此外，从蒙古煤主要进口陆路口岸甘其毛都反馈的数据来看，蒙煤进口量也出现了一定程度的减少。1 月进口煤炭或同环比下降，一方面受到春节放假的影响，另一方面受国内外价差收窄影响，预计 2025 年煤炭进口量或难有大幅增长。

投资逻辑：煤炭黄金时代 2.0，煤炭核心价值资产有望再起

煤炭股稳健红利投资逻辑：当前至 3 月两会召开前，国内经济运行偏弱，海外面临特朗普上台之后关税政策的打压，美国处于降息周期且国内利率也进入下行通道，煤炭稳健红利仍可配置，此外保险资金已在 11 月底完成考核，当前已开始新的布局期，煤炭等红利板块且国资背景风险小，有望成为险资布局的首选方向。煤炭股周期弹性投资逻辑：3 月两会召开之后，无论动力煤还是炼焦煤价格均处于低位，随着供需基本面的持续改善，两类煤种有望企稳反弹，其中动力煤存在区间内弹性而炼焦煤是完全弹性；当前宏观政策已表现力度很大，市场更期待政策落地后反映在需求上的真实效果，2025 年“两会”之后，政策方案落实以及开春施工季的来临，煤炭的需求和价格均有望体现出向上趋势，煤炭股周期属性将显现。煤炭板块有望迎来重新布局的起点：一是宏观政策利多和资本市场支持力度。9 月 24 日以来，高层持续出台稳增长政策，降准降息，且加大房地产的支持政策，力度和密集程度高于以往，且强化对资本市场的重视和政策支持；二是高分红且多分红已成趋势。2024 年以来多家上市煤企公告中期分红方案（兖矿能源/陕西煤业/电投能源/冀中能源/上海能源/中煤能源/辽宁能源），凸显 2024 年市值管理改革对央企国企分红政策的促进作用；煤炭板块作为国资重地，已经积极响应政策号召，且有从央企向地方国企推开之势，未来分红比例及频次均有望持续提升，煤炭板块高分红高股息投资价值更加凸显。三是产业资本入局预示行情底部来临。2024 年下半年以来，广汇能源、兖矿能源、平煤股份、淮北矿业等相继披露股东增持和上市公司回购方案，或预示产业资本认可当前为板块价值底部，且增持成本显著低于一级市场购买或二级资产注入，复盘历史股东增持后市场表现，后续股价上行概率或明显提高。四主线精选煤炭个股将受益：主线一，红

利逻辑：【中国神华、陕西煤业、中煤能源（分红潜力）】；主线二，周期逻辑：【平煤股份、淮北矿业】；主线三，破净修复：【上海能源、永泰能源】；主线四，成长逻辑：【广汇能源、新集能源】。

风险提示：经济增速下行风险，供需错配风险，可再生能源加速替代风险。

【农林牧渔】淡季猪价底部震荡，后市猪价不过于悲观——行业周报-20250223

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

周观察：淡季猪价底部震荡，后市猪价不过于悲观

年后屠宰量恢复正常，猪价底部震荡趋势向上。据涌益咨询，截至 2025 年 2 月 23 日，全国生猪均价 14.72 元/公斤，周环比-0.01 元/公斤，同比+1.15 元/公斤。节后生猪屠宰量已恢复至 2024 年同期水平，2-3 月仍为猪肉消费淡季，猪价或底部震荡但受年前生猪超卖及后市猪肉消费边际好转影响，后市猪价进一步下行空间或有限。2025 年生猪供给较 2024 年增多，但预计 2025 全年猪价中枢或仍在 15 元/公斤左右。

年后生猪出栏均重抬升，肥猪维持溢价。截至 2025 年 2 月 20 日，涌益样本生猪出栏均重 125.68 公斤/头，周环比+0.64 公斤/头，周同比+3.96 公斤/头，150kg 肥猪较 120kg 标猪溢价 1.30 元/公斤（周环比-0.12 元/公斤）。生猪出栏均重年后季节性抬升但高于 2021 年以来同期，饲料原料价格年后涨价或限制生猪出栏进一步增重。

低二育栏舍利用率及高仔猪价格对猪价形成支撑，后市猪价不过于悲观。2025 年 2 月 10-20 日行业二育栏舍利用率上行至 25%（同比+3pct，环比+7pct）。受年后饲料价格上行影响，二育增重成本提高，进场整体偏谨慎。截至 2025 年 2 月 20 日，规模场 15kg 仔猪价格降至 594 元/头，周环比-36 元/头，同比-8 元/头，仔猪价格同环比虽均下降，但 2-5 月仍是仔猪补栏旺季，仔猪价格下行空间有限。低二育栏舍利用率及高仔猪价格或对后市猪价形成支撑。

周观点：生猪板块低位配置价值显现，转基因产业化扩面提速

盈利修复向上叠加消费复苏提振，生猪板块低位配置价值显现。推荐：牧原股份、温氏股份、巨星农牧、华统股份、天康生物等。

转基因产业化扩面提速，龙头充分受益。推荐大北农、隆平高科、登海种业。

需求趋势向上禽流感扰动再起，白鸡低位配置价值显现。推荐圣农发展、禾丰股份。

消费升级叠加关税壁垒，宠物板块国货崛起逻辑持续强化。据欧睿数据，2025-2028 年中国宠物食品市场规模 CAGR 达 9.64%。国内宠物主消费态度趋于理性化，单宠消费投入持续升级，叠加宠物食品进出口关税壁垒加剧，国货崛起逻辑持续强化。推荐标的：乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份。

本周市场表现（2.17-2.21）：农业跑输大盘 1.38 个百分点

本周上证指数上涨 0.97%，农业指数下跌 0.41%，跑输大盘 1.38 个百分点。子板块来看，种子板块领涨。个股来看，新希望（+9.67%）、登海种业（+9.46%）、神农科技（+8.50%）领涨。

本周价格跟踪（2.17-2.21）：本周鲈鱼、对虾、豆粕、糖价格环比上涨

生猪养殖：2 月 21 日全国外三元生猪均价为 14.77 元/kg，较上周下跌 0.92 元/kg；仔猪均价为 35.17 元/kg，较上周上涨 2.84 元/kg；白条肉均价 19.66 元/kg，较上周上涨 0.19 元/kg。2 月 21 日猪料比价 4.38:1。自繁自养头均利润 46.84 元/头，环比+24.72 元/头；外购仔猪头均利润 27.69 元/头，环比+31.93 元/头。

风险提示：宏观经济下行，消费持续低迷，动物疫病不确定性等。

【计算机】国资委部署央企 AI+行动，重视国资云投资机会——行业点评报告-20250223

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 刘逍遙（分析师）证书编号：S0790520090001

国务院国资委部署深化中央企业“AI+”专项行动

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，总结国资央企发展人工智能进展成效，研究部署下一步重点工作。会议指出，国务院国资委坚决贯彻落实党中央、国务院决策部署，全力推动中央企业融入国家算力布局，与龙头民企、科研机构深化合作，一批高价值行业应用场景落地，智能算力供给能力显著提升，数据集建设稳步推进，大模型构建加速追赶，在人工智能关键领域取得系列积极进展。

会议强调：（1）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）要强化深度赋能，瞄准战略意义强、经济收益高、民生关联紧的高价值场景，强化行业协同、扩大开放合作，加大布局突破力度。要夯实算力基座，为技术突破、应用落地提供有力支撑。

（3）要突破数据难题，分批构建重点行业数据集，建设好通用基础数据集，做强做优数据产业。

国央企、党政单位对大模型私有化部署需求旺盛

DeepSeek 凭借其开源、低成本、高性能三大特性掀起 AI 落地革命，国央企、党政单位对大模型私有化部署需求旺盛。

（1）国家电网、南方电网、国家能源集团、国家电投、中国华电、中广核、中核集团等7家电力央企或子公司已陆续完成旗下 AI 平台与 DeepSeek 大模型的接入。

（2）银行、头部券商及基金公司也接连官宣接入 DeepSeek 大模型，并表示该系列模型可有效提升业务效率与准确性。

（3）2月16日，深圳市基于政务云环境面向全市各区各部门正式提供 DeepSeek 模型应用服务，实现了基于 DeepSeek 的人工智能政务应用一体化赋能升级。我们认为央国企、金融及政务领域掀起大模型部署的热潮，AI 基础设施建设为重中之重，重视国资云板块机会。

投资建议：

国资云领域，重点推荐深桑达 A、深信服、太极股份、中科曙光、海光信息等；受益标的云赛智联、铜牛信息、美利云、广电运通、易华录、智微智能、中国联通、中国电信、中国移动等。

风险提示：AI 落地不及预期；市场竞争加剧风险；公司研发不及预期风险。

【商贸零售】羟基磷灰石三类械获批，新增重点推荐毛戈平——行业周报-20250223

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 陈思（联系人）证书编号：S0790124070031

丸美生物投资标的获羟基磷灰石三类械资质，“双美”战略持续推进

本周（2月17日），摩漾生物科技有限公司旗下产品 Aphranel? 优法兰（注射用羟基磷酸钙微球面部填充剂）正式获得国家药品监督管理局批准的三类医疗器械注册认证，成为中国首个获批用于面部软组织填充的羟基磷酸钙（CaHA）注射针剂。该材料具备优异的生物相容性、可代谢性和骨诱导性，主要应用于医疗美容领域的骨性填充剂、轮廓塑形等场景。摩漾生物为丸美生物参股企业，丸美通过关联基金对其参股 9.6%。此次获批标志着国产医美材料在高端生物活性材料领域实现突破，同时也标志着丸美生物“美妆+医美”的“双美”全产业链布局的持续推进。体系内，丸美生物聚焦抗衰与底妆赛道，体系内面霜等新品类迭代成长、IP 联名新营销模式助力持续出圈；产业投资方面，公司近年加速扩张医美等全产业链版图，除摩漾生物外，公司投资了圣至润合、芭薇股份、谷雨等多家美妆企业，涵盖母婴、口腔护理、男士护理等领域。此次投资标的羟基磷灰石原料获批彰显了丸美生

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

物外部投资的战略眼光，有望与公司现有产品线形成协同。

行业关键词：羟基磷灰石、永辉培训、芙媵靓、京东外卖、抖音电商等

【羟基磷灰石】摩漾生物注射用羟基磷酸钙微球面部填充剂获批。

【永辉培训】永辉超市 2025 年首期全国调改店长专项培训圆满落幕。

【芙媵靓】媵颜针高端系列“芙媵靓”正式上市。

【京东外卖】京东和美团相继宣布将为全职骑手缴纳社保。

【抖音电商】抖音电商 2024 年 GMV 达到约 3.43 万亿元，同比增长 35%。

板块行情回顾

本周（2 月 17 日-2 月 21 日），商贸零售指数报收 2144.21 点，下跌 1.09%，跑输上证综指（本周上涨 0.97%）2.06 个百分点，板块表现在 31 个一级行业中位居第 26 位。零售各细分板块中，本周专业连锁板块涨幅最大，2025 年年初至今互联网电商板块领跑。个股方面，本周文峰股份（+22.9%）、博士眼镜（+20.0%）、狮头股份（+15.0%）涨幅靠前。

投资建议：本周新增重点推荐毛戈平

投资主线一（传统零售）：关注顺应消费趋势积极变革探索，把握流量回归机会的线下零售龙头，重点推荐爱婴室、永辉超市等，受益标的百联股份等；

投资主线二（黄金珠宝）：关注积极修炼内功、具备基本面和估值修复弹性的黄金珠宝龙头品牌，重点推荐老铺黄金、潮宏基、周大生等；

投资主线三（化妆品）：关注深耕高景气细分赛道、综合能力不断迭代的国货美妆品牌，新增重点推荐毛戈平，此外重点推荐润本股份、巨子生物、丸美股份等；

投资主线四（医美）：关注受益医美消费恢复、盈利能力具备更强确定性的上游差异化医美产品厂商，重点推荐爱美客等，受益标的锦波生物等。

风险提示：消费恢复不及预期、行业竞争加剧、政策风险等。

【计算机】AI 资产迎来黄金时间——行业周报-20250223

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 李海强（分析师）证书编号：S0790524070003

市场回顾：

本周（2025.2.17-2025.2.21），沪深 300 指数上涨 1.00%，计算机指数上涨 3.76%。

周观点：AI 资产迎来黄金时间

AI 驱动云业务增长加速，阿里资本开支持续景气，股价已率先大幅修复

阿里云 2025 财年第三季度营收 317.42 亿元，同比增长 13%，环比持续加速，增长主要由公共云业务收入的双位数增长带动，其中 AI 相关产品收入连续六个季度实现三位数同比增长。阿里 CEO 吴泳铭表示，未来三年将加大投入三大 AI 领域，包括 AI 基础设施、基础模型平台及 AI 原生应用、现有业务的 AI 转型等，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。此前阿里巴巴董事会主席蔡崇信确认苹果公司与阿里巴巴将合作为中国市场的 iPhone 用户开发 AI 功能。我们看好阿里凭借领先的模型能力、持续加码的 CAPEX 投入、与苹果合作后的海量 C 端用户规模，有望加速 AI 商业化进程，引领国内 AI 资产价值重估。

DeepSeek 模型表现惊艳，用户飙升，助力国内 AI 生态加速繁荣

DeepSeek-R1 性能对齐 OpenAI-o1 正式版，且价格优势显著，有望助力国产 AI 应用生态发展。1 月 20 日，DeepSeek-R1 正式发布，DeepSeek-R1 在后训练阶段大规模使用了强化学习技术，仅用较少标注数据较大提升了模型推理能力，在数学、代码、自然语言推理等任务上，性能比肩 OpenAI-o1 正式版。2 月 21 日，DeepSeek 宣布将开源 5 个代码库，与全球开发者社区分享研究进展。

DeepSeek 成为全球增速最快的 AI 应用之一。根据 AI 产品榜公众号，截至 1 月 31 日，DeepSeek 霸榜苹果应用商店美国等 157 个国家/地区的第一名。根据 QuestMobile，截至 2 月 1 日，DeepSeek 成史上最快突破 3000 万日活 APP；从上线以来至 2 月 9 日，DeepSeekApp 的累计下载量超 1.1 亿次，周活跃用户规模最高近 9700 万。

投资建议

我们持续坚定看好阿里、DeepSeek 等为代表的国产 AI 产业崛起趋势，应用推荐金山办公、科大讯飞、同花顺、合合信息、鼎捷数智、拓尔思、金蝶国际、焦点科技、税友股份、上海钢联、致远互联、普元信息等，受益标的包括每日互动、高伟达、汉王科技、金桥信息、汉仪股份、三六零、万兴科技、泛微网络、用友网络、润达医疗、彩讯股份、福昕软件、新致软件、汉得信息、兴图新科等。

算力领域，云厂商受益标的包括深桑达 A、深信服、青云科技-U、优刻得-W、首都在线、金山云等，推荐淳中科技、海光信息、中科曙光、浪潮信息等，受益标的包括寒武纪、紫光股份、工业富联、景嘉微、远东股份等；华为昇腾生态，推荐软通动力、神州数码、卓易信息等，受益标的包括高新发展、广电运通、烽火通信、拓维信息等。

风险提示：产业落地不及预期；市场竞争加剧风险；公司研发不及预期风险等。

【食品饮料】白酒控货稳价，原奶价格寻底——行业周报-20250223

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 张思敏（联系人）证书编号：S0790123070080

核心观点：五粮液平台公司助力稳价，原奶价格平衡点或晚于预期

2 月 17 日-2 月 21 日，食品饮料指数涨幅为 0.1%，一级子行业排名第 15，跑输沪深 300 约 0.9pct，子行业中其他酒类（+3.1%）、白酒（+0.5%）、乳品（+0.3%）表现相对领先。五粮液经销商春节前后减量较多，同时部分经销商入股成立平台公司，承担市场减量的部分。我们认为该平台公司作用在于：（1）作为渠道蓄水池，对市场供给量起到调节作用；（2）维护产品价格和渠道利润，提升经销商和终端的销售积极性。目前八代五粮液批发价格拉升至 930 元左右，已产生积极效果。近期公司采取包括终端直配等多种动作进行市场操作，经销商成立平台公司，本质上是给五粮液争取时间来解决市场问题。平台公司的成立，既是公司应对价格波动、优化渠道结构的主动尝试，也反映出白酒行业在存量竞争下向精细化运营转型的趋势。短期可能给公司带来价格的稳定和业绩的红利，长期看还仍需依赖白酒市场供需平衡，以及公司多种战略执行的协同性。

春节前作为传统备货期，奶价和收购量表现不佳，春节后各主产区奶价持续下跌，部分龙头减少收购量，整体看行业共识是上半年奶价趋势仍然向下。我们观测到当前上游出清速度加快，奶牛存栏持续下行，市场一致预期未来原奶价格将止跌回升，但对于原奶价格平衡的时间点尚有分歧。考虑到饲料价格仍在低位，规模化牧场仍未有出清迹象，以及奶牛单产提升等因素，我们判断原奶价格平衡点可能在 2025 年末或 2026 年，晚于市场预期。如果原奶价格回升，一方面会改善原奶过剩的情况，降低喷粉带来的减值损失；另一方面会改善奶牛生物资产价值，大型乳企伊利股份、蒙牛乳业等将会受益。

推荐组合：山西汾酒、贵州茅台、甘源食品、西麦食品

（1）山西汾酒：汾酒短期面临需求压力，但中期成长确定性较高。汾牌产品结构升级同时杏花村、竹叶青同时发力，全国化进程加快。（2）贵州茅台：公司将深化改革进程，以更加务实的姿态，强调未来可持续发展。请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

司分红率提升，此轮周期后茅台可看得更为长远。(3) 甘源食品：公司持续保持营收稳定增长，出海战略初见成效，看好公司出海战略下的中长期发展。(4) 西麦食品：燕麦主业稳健增长，线下基本盘稳固，新渠道开拓快速推进。原材料成本迎来改善，预计盈利能力有望提升。

风险提示：经济下行、食品安全、原料价格波动、消费需求复苏低于预期等。

【化工】巨化股份发布重大战略布局，萤石、制冷剂产业链逐渐回暖，坚定信心、积极布局——氟化工行业周报-20250223

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 毕挥（分析师）证书编号：S0790523080001 | 李思佳（联系人）证书编号：S0790123070026

本周（2月17日-2月21日）行情回顾

本周氟化工指数下跌0.25%，跑输上证综指1.22%。本周（2月17日-2月21日）氟化工指数收于3347.75点，下跌0.25%，跑输上证综指1.22%，跑输沪深300指数1.25%，跑输基础化工指数2.00%，跑输新材料指数4.58%。

要闻点评：巨化股份逆势规划先进产能，底部布局支撑长期成长意义重大

巨化股份拟与巨化集团共同增资甘肃巨化，其中公司认缴出资42亿元，占比70%，在5年内同比例实缴完毕。甘肃巨化拟投资196.25亿元建设高性能氟氟新材料一体化项目，计划通过银团贷款139.40亿元，剩余56.85亿元由认缴注册资本满足。甘肃巨化项目拟建3.5万吨R1234yf、3万吨PTFE、1万吨FEP以及全产业链配套产品和设施，建设期预计为36个月。我们认为，公司此次项目布局具有重大战略意义：(1) 短期：以低融资成本选择底部布局，不会对公司财务造成显著影响。(2) 中期：底部布局高端氟聚合物迎接未来复苏；扩张R1234yf以应对车用和R454b的潜在需求增长。(3) 长期：西部工业优势将不断凸显，公司当下布局为未来优化东西产业布局、“腾笼换鸟”打下基础。公司有望借HFCs制冷剂红利快速释放期再造一个高质量的巨化。

氟化工周行情：向上趋势不变，坚定信心，积极布局

萤石：截至2月21日，萤石97湿粉市场均价3,691元/吨，较上周同期上涨0.79%；2月均价（截至2月21日）3,671元/吨，同比上涨12.03%；2025年（截至2月21日）均价3,666元/吨，较2024年均价上涨3.42%。

又据氟务在线跟踪，萤石现货市场询盘成交气氛略显清淡，市场观望整理，对3月萤石市场挺市心态较强。

制冷剂：截至2月21日，(1) R32价格、价差分别为43,500、30,040元/吨，较上周分别持平、+0.52%；(2) R125价格、价差分别为43,000、25,057元/吨，较上周分别持平、-0.50%；(3) R134a价格、价差分别为44,500、26,416元/吨，较上周分别持平、-0.22%；(4) R410a价格为43,500元/吨，较上周持平；(5) R22价格、价差分别为33,500、23,490元/吨，较上周分别持平、持平。其中外贸市场，(1) R32外贸参考价格为43,000元/吨，较上周持平；(2) R125外贸参考价格为43,500元/吨，较上周持平；(3) R134a外贸参考价格为44,000元/吨，较上周持平；(4) R410a外贸参考价格为43,500元/吨，较上周持平；(5) R22外贸参考价格为33,000元/吨，较上周持平。

又据氟务在线跟踪，制冷剂现阶段市场成交量及新一轮上涨报价有望在月底后陆续出现，年内趋势依旧以配额论价，企业持续重视利润为主。

受益标的

推荐标的：金石资源、巨化股份、三美股份、昊华科技等。其他受益标的：东阳光、永和股份、东岳集团、新宙邦等。

风险提示：下游需求不及预期，价格波动，行业政策变化超预期等。

【化工】本周涤纶长丝市场稳中偏弱运行，纯碱现货市场价格略有上探——行业周报-20250223

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 蒋跨跃（分析师）证书编号：S0790523120001

本周行业观点 1：涤纶长丝市场稳中偏弱运行，库存天数继续增加

据 Wind 数据，截至 2 月 20 日，涤纶长丝 POY、FDY、DTY 库存天数分别为 17.60、23.00、27.70 天，较 2 月 13 日分别+2.30、+2.10、+2.00 天，本周下游仍未全面完成复工，长丝市场平均产销数据偏低，库存继续增加。涤纶长丝 POY 市场均价为 7335.71 元/吨，较上周均价上涨 7.14 元/吨；FDY 市场均价为 7650 元/吨，较上周均价持平；DTY 市场均价为 8475 元/吨，较上周均价上涨 10.71 元/吨。本周，国际油价跌后反弹，聚酯原料市场随之震荡运行，成本面支撑有限，节后复工至今，下游市场开机率虽提升，但相较往年水平偏低，市场新增订单却十分有限，企业对于原料的补货需求较低，且部分工厂对于现阶段长丝价格存有抵触心理，进一步抑制用户的采购欲望，涤纶长丝市场出货情况不佳，场内缺乏强势利好提振，长丝企业大多报价持稳，实单优惠商谈，市场整体走势较为僵持，部分品种成交重心小幅松动，下游用户采购意愿不强，长丝市场缺乏实单成交，产销数据清淡。

本周行业观点 2：本周国内纯碱现货市场价格略有上探

据百川盈孚数据，截至 2 月 20 日，轻质纯碱市场均价为 1388 元/吨，较上周四价格上涨 0.07%；重质纯碱市场均价为 1478 元/吨，较上周四价格上涨 0.14%。周内纯碱期货盘面继续拉涨，加之纯碱大厂存检修预期下，带动场内整体情绪好转，华东、华中、西北部分企业报盘价格略有上涨，碱厂目前多有一定待发订单。

本周行业新闻：巴斯夫出售巴西装饰涂料业务

【涂料】据中国化工报消息，2 月 17 日，巴斯夫宣布，与宣伟签署了一项协议，以 11.5 亿美元的价格出售巴西装饰涂料业务。

推荐及受益标的

推荐标的：【化工龙头白马】万华化学、华鲁恒升、恒力石化、荣盛石化、赛轮轮胎、扬农化工、新和成、龙佰集团等；【化纤行业】新凤鸣、桐昆股份、华峰化学等；【氟化工】金石资源、巨化股份、三美股份、昊华科技等；【农化&磷化工】兴发集团、利民股份、云天化、云图控股、亚钾国际、和邦生物等；【硅】合盛硅业、硅宝科技；【纯碱&氯碱】远兴能源、三友化工等；【其他】黑猫股份、振华股份、苏博特、江苏索普等。【新材料】OLED：瑞联新材、莱特光电、奥来德、万润股份、濮阳惠成；胶膜：洁美科技、东材科技、长阳科技；其他：彤程新材、阿科力、松井股份、利安隆、安利股份等。受益标的：【化工龙头白马】卫星化学等；【氟化工】东岳集团等；【农化&磷化工】云天化、川恒股份、苏利股份、川发龙蟒、湖北宜化、盐湖股份等；【硅】新安股份；【纯碱&氯碱】中盐化工、新疆天业等。【新材料】国瓷材料、圣泉集团、蓝晓科技等。【其他】华锦股份等。

风险提示：油价大幅波动；下游需求疲软；宏观经济下行；其他风险详见倒数第二页标注 1。

【通信】阿里将大举投资 AI 基建，全面看好 AIDC&云计算产业链——行业周报-20250223

蒋颖（分析师）证书编号：S0790523120003 | 雷星宇（联系人）证书编号：S0790124040002 | 李琦（联系人）证书编号：S0790123070063

阿里未来三年云和 AI 基础设投入预计超过过去十年总和，国产算力全面受益

阿里云 2025 财年 Q3 收入增速回升至 13%并实现公有云双位数增长，AI 相关收入连续六季度翻倍增长。阿里表示未来三年将围绕 AI 战略核心，加大投入三大领域：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，并宣布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。受益于字节跳动、阿里、腾讯等巨头在 AI 的大力投入，国产 AIDC 产业链（芯片、服务器、AIDC 机房、服务器电源、柴油发电机、精密空调&液冷、交换机及芯片、光模块、AEC、MPO 等）或全面受益。

三大运营商拿下 DeepSeek 首单，运营商或迎戴维斯双击

中国移动携手中国石油完成 DeepSeekV3/R1 全栈国产化训推适配与私有化部署，中国电信助力中国石化成功

部署全尺寸 DeepSeek-R1（671B 版）大模型，中国联通旗下广东联通赋能佛山市人工智能应用中心，实现 DeepSeek-R1/V3 在国产及主流算力架构无缝适配。我们认为，继运营商完成 DeepSeek 大模型全栈部署后，三大运营商快速实现头部客户的订单转化，充分展现其技术落地敏捷性与行业需求的高景气度，务必重视 AI 云计算时代运营商投资机会。

GTC2025 开幕在即，重视 CPO 等新技术投资机会

GTC2025 将于 3 月 17 至开幕，黄仁勋将在主题演讲中分享 NVIDIA 加速计算平台如何推动 AI、数字孪生、云技术和可持续计算领域的下一波浪潮，及代理式 AI、机器人等领域的发展趋势。我们认为此次主题演讲或将揭示全球 AI 算力技术最新趋势、下一代芯片性能升级路径、CUDA 生态扩展方向以及 AI+机器人等垂直场景的算力需求提升逻辑，建议重视 CPO 等新技术方向投资机会。

我们推荐重视以下细分方向：一、云计算公司：受益标的：中国移动、中国电信、中国联通、阿里巴巴-W、腾讯控股等。二、云计算 IaaS 之 AIDC：(1)【阿里相关 AIDC 机房】推荐标的：宝信软件、润泽科技等；(2)【腾讯相关 AIDC 机房】推荐标的：宝信软件、润泽科技等；(3)【字节相关 AIDC 机房】推荐标的：润泽科技、宝信软件等；(4)【AIDC 机房重点标的】受益标的：新意网集团、云赛智联等；(5)【AIDC 上游之液冷】推荐标的：英维克等；(6)【AIDC 上游之柴油发电机】受益标的：科泰电源、潍柴重机等；(7)【AIDC 上游之变压器】受益标的：金盘科技等。三、云计算 IaaS 之 IT&网络设备：(1)【AI 芯片】受益标的：中兴通讯等；(2)【服务器】推荐标的：紫光股份等；(3)【服务器电源】受益标的：欧陆通、麦格米特等；(4)【铜连接】受益标的：博创科技等；(5)【交换机及芯片】推荐标的：紫光股份等；(6)【光通信&CPO】推荐标的：中际旭创等；(7)【CDN】推荐标的：网宿科技等。

风险提示：5G 建设不及预期、AI 发展不及预期、中美贸易摩擦

【电子】阿里季报 Capex 超预期，未来将继续加大在 AI 战略中的投入，关注阿里算力链——算力行业点评-20250221

陈蓉芳（分析师）证书编号：S0790524120002 | 刘琦（分析师）证书编号：S0790525020001

事件：2025 年 2 月 20 日晚，阿里巴巴发布最新季度业绩，季度资本开支超预期

(1) 业绩方面，季度收入 2801.54 亿元，同比增长 8%；净利润 464.34 亿元，同比增长 333%。云业务收入重回 13% 的双位数增长，其中 AI 相关产品收入连续六个季度实现三位数增长。

(2) 资本开支方面，阿里季度资本开支高达 317 亿元，环比上个季度的 175 亿元增长 81.66%。依据电话会内容，未来三年在云和 AI 上的资本开支将超过过去十年，主要用于 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，整体 AI 投资节奏加快。

评价：国内互联网厂商资本开支屡超预期，算力需求进一步提升，有望带动国产算力产业链加速发展

(1) 互联网厂商资本开支频超预期：短期内字节、阿里等大厂纷纷加大在 AI 领域的资本开支投入，拉开行业“算力军备竞赛的序幕，基础设施建设目标明确，催生更多的算力需求。

(2) AI 战略核心布局：从基础设施建设到模型平台再到原生应用，互联网厂商的 AI 布局逐渐形成闭环，从字节的豆包再到阿里的 Qwen2.5-VL，互联网厂商 AI 投入初见成效，但这只是国产算力发展的开端。

投资建议：我们认为，目前整个算力产业链逐渐行程闭环，从云到端，海外谷歌、亚马逊以及国内的字节、腾讯纷纷接力布局，预计将持续引领算力产业链的发展。具体来看，国内算力芯片、存储、代工、铜缆连接器、PCB、电源灯环节均将受益。建议关注阿里算力产业链

芯片方面受益标的：海光信息、寒武纪等；

存储受益标的：德明利等；

ASIC 定制受益标的：翱捷科技等；

服务器代工受益标的：华勤技术等；

铜缆连接器受益标的：兆龙互联、博创科技、华丰科技等；

PCB 受益标的：深南电路、生益电子、南亚新材等；

电源受益标的：欧陆通、威尔高、中富电路等；

变压器受益标的：伊戈尔等

风险提示：云厂商 Capex 不及预期；AI 硬件落地节奏不及预期。

【化工】SAF 行业蓬勃发展，中国企业或凭 UCO 优势受益——生物燃料行业深度报告 1-20250221

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 宋梓荣（联系人）证书编号：S0790123070025 | 李思佳（联系人）证书编号：S0790123070026

生物柴油产业链：生物柴油、SAF 在交通领域减排特性突出

随着全球气候变化问题日益严峻，各国纷纷制定严格的环保法规以减少温室气体排放，其中交通运输为重点减排领域。生物燃料，尤其是生物柴油、可持续航空燃料（SAF），因其环境友好性被各国视为实现其降碳目标的关键手段之一。生物柴油下游涉及的长距离航运、SAF 涉及的航空运输为难以电气化的领域。UCO 属于废弃油脂的一种，为生物柴油、SAF 主要生产原料，因其突出减排属性而备受关注。据 S&PGlobal 数据，UCO 制生物柴油具有最低的单位碳排放值，为 19.87gCO₂e/MJ。

未来 SAF 行业蓬勃发展，具备 UCO 资源的中国有望成为主要的 SAF 供应国

2024 年全球 SAF 产能较少，但进入 2025 年，随着欧盟、英国正式执行 2% 的 SAF 掺混比例政策，全球 SAF 行业需求将大幅增加。进入 2027 年，CORSIA 要求成员国强制参与航空减排，届时全球多数国家或将出台明确的 SAF 掺混比例政策。2050 年，国际航空运输协会（IATA）和航空运输行动小组（ATAG）承诺航空业实现净零排放，SAF 未来有替代多数航空煤油份额的可能。从供需情况上来看，欧盟、英国、日本等原料供应不足的地区或将进口 SAF，而中国、美国、印度尼西亚、马来西亚等原料供应充足，且具有大量 SAF 产能规划的地区或将为主要的 SAF 供应国。其中中国具有低成本、高减碳属性的 UCO 资源优势，使得中国生产的 SAF 产品在国际市场上具有较强市场竞争力。

理论上 SAF 盈利能力较强，国内具有 SAF 及 UCO 生产能力的企业或受益

预计到 2030 年之前，脂类和脂肪酸类加氢工艺（HEFA）为 SAF 主流生产工艺，醇喷合成工艺（ATJ）、费托合成工艺（FT）、电转液工艺（PtL）等工艺具有更强降碳属性，但是其生产成本较 HEFA 工艺更高，且产业化尚不成熟。由于 UCO 产量有限，从而限制 HEFA 工艺的 SAF 产能扩产。PtL 采用直接空气碳捕获技术，减排潜力最大，理论上无生产原料瓶颈，未来若技术成熟、规模化生产后成本下降，有望成为主要的 SAF 生产工艺。据 EASA 测算数据，2023 年欧洲采用 HEFA 工艺生产 SAF 的成本估计为 1,770 欧元/吨，而 SAF 的平均价格 2,768 欧元/吨，单吨净利润接近 1,000 欧元/吨。据《山东海科化工有限公司 50 万吨年生物基航空燃料技术改造及配套项目环境影响报告书》、隆众资讯及我们测算，在连续化生产的情况下，截至 2025 年 2 月 7 日，国内 SAF 单吨净利润约 714 元/吨，其中 UCO 成本占 SAF 完全成本的 78%；2024 年 5 月以来，我国连续化 SAF 生产装置具有盈利空间。但 2024 年国内 SAF 装置订单不足，实现连续化生产的装置较少，整体盈利能力较低。待欧洲、英国等地对 SAF 需求稳定增加，或将带动国内 SAF 装置稳定生产，从而提高我国 SAF 生产企业盈利能力，国内具有 SAF 及 UCO 生产能力的企业或受益。受益标的：【SAF】嘉澳环保、海新能科、鹏鹞环保、卓越新能等；【UCO】山高环能、朗

坤环境等。

风险提示：政策推进不及预期、原材料价格大幅上涨、技术进步不及预期等。

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