

万联晨会

2025 年 02 月 21 日 星期五

概览

核心观点

【市场回顾】

周四 A 股三大指数涨跌不一，截止收盘，沪指收跌 0.02%，深成指收涨 0.2%，创业板指收跌 0.06%。沪深两市成交额 17563.41 亿元；申万行业方面，国防军工、美容护理、医药生物领涨，建筑装饰、传媒、非银金融领跌；概念板块方面，AI 眼镜、PEEK 材料、脑机接口概念涨幅居前，猪肉、科创次新股、同花顺中特估 100 概念跌幅居前；港股方面，恒生指数收跌 1.6%，恒生科技指数收跌 3.04%；海外方面，美国三大指数集体收跌，道指收跌 1.01%，标普 500 收跌 0.43%，纳指收跌 0.47%。

【重要新闻】

【国新办举行国务院政策例行吹风会】会议介绍了扩大高水平对外开放、做好 2025 年稳外资工作有关情况。会上，商务部表示，各部门将推动出台若干配套文件，形成“1+N”稳外资政策组合拳，推动外企平等参与政府采购配套细则尽早落地见效；国家发改委表示，拟修订扩大《鼓励外商投资产业目录》，启动鼓励外资企业境内再投资政策制定；工信部表示，将持续提升电信领域对外开放水平；市场监管总局表示，持续推进外商投资便利化。

【中国 2 月 LPR 出炉】1 年期为 3.1%，5 年期以上为 3.6%，已连续 4 个月维持不变。

【阿里巴巴发布财报】2025 财年第三季度营收 2801.5 亿元，同比增长 8%；归属于普通股股东净利润 489.45 亿元，同比增长 239%；摊薄每股收益为 2.55 元。云智能集团收入为 317.42 亿元，同比增长 13%。AI 相关产品收入连续六个季度实现三位数的同比增长。截至 2025 年 1 月 31 日，基于 Qwen 模型家族在 Hugging Face 上开发的衍生模型数量已超过 90000 个，使其成为全球最大的 AI 模型家族之一。阿里巴巴在财报中表示，展望未来，由 AI 推动的云智能集团收入增速还会持续提升；致力于推进多模态 AI 技术的发展，并扩大其开源计划。

研报精选

下游行业盈利改善预期提高

消费终端市场持续复苏，DeepSeek 有望推动 AI 端侧部署加速

宇树科技发布人形机器人跳舞视频，算法再度升级

2024 年广告市场稳步前行，梯媒渠道景气度保持

国内市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,350.78	-0.02%
深证成指	10,794.55	0.20%
沪深 300	3,928.90	-0.29%
科创 50	1,033.09	-0.14%
创业板指	2,225.58	-0.06%
上证 50	2,648.17	-0.58%
上证 180	8,566.57	-0.42%
上证基金	7,011.54	-0.29%
国债指数	223.73	-0.06%

国际市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	44,176.65	-1.01%
S&P500	6,117.52	-0.43%
纳斯达克	19,962.36	-0.47%
日经 225	38,678.04	-1.24%
恒生指数	22,576.98	-1.60%
美元指数	106.37	-0.75%

主持人：冯永棋

Email: fengyq1@wlzq.com.cn

核心观点

【市场回顾】

周四 A 股三大指数涨跌不一，截止收盘，沪指收跌 0.02%，深成指收涨 0.2%，创业板指收跌 0.06%。沪深两市成交额 17563.41 亿元；申万行业方面，国防军工、美容护理、医药生物领涨，建筑装饰、传媒、非银金融领跌；概念板块方面，AI 眼镜、PEEK 材料、脑机接口概念涨幅居前，猪肉、科创次新股、同花顺中特估 100 概念跌幅居前；港股方面，恒生指数收跌 1.6%，恒生科技指数收跌 3.04%；海外方面，美国三大指数集体收跌，道指收跌 1.01%，标普 500 收跌 0.43%，纳指收跌 0.47%。

【重要新闻】

【国新办举行国务院政策例行吹风会】会议介绍了扩大高水平对外开放、做好 2025 年稳外资工作有关情况。会上，商务部表示，各部门将推动出台若干配套文件，形成“1+N”稳外资政策组合拳，推动外企平等参与政府采购配套细则尽早落地见效；国家发改委表示，拟修订扩大《鼓励外商投资产业目录》，启动鼓励外资企业境内再投资政策制定；工信部表示，将持续提升电信领域对外开放水平；市场监管总局表示，持续推进外商投资便利化。

【中国 2 月 LPR 出炉】1 年期为 3.1%，5 年期以上为 3.6%，已连续 4 个月维持不变。

【阿里巴巴发布财报】2025 财年第三季度营收 2801.5 亿元，同比增长 8%；归属于普通股股东净利润 489.45 亿元，同比增长 239%；摊薄每股收益为 2.55 元。云智能集团收入为 317.42 亿元，同比增长 13%。AI 相关产品收入连续六个季度实现三位数的同比增长。截至 2025 年 1 月 31 日，基于 Qwen 模型家族在 Hugging Face 上开发的衍生模型数量已超过 90000 个，使其成为全球最大的 AI 模型家族之一。阿里巴巴在财报中表示，展望未来，由 AI 推动的云智能集团收入增速还会持续提升；致力于推进多模态 AI 技术的发展，并扩大其开源计划。

分析师 蔡梓林 执业证书编号 S0270524040001

研报精选

下游行业盈利改善预期提高

——策略跟踪报告

投资要点：

过半数上市公司披露中报业绩预告：截至 2025 年 2 月 15 日，披露 2024 年年报业绩预告的 A 股企业为 2811 家，披露率为 52.10%。全部 A 股发布预喜业绩预告的企业数量为 948 家，占披露年报业绩预告 A 股数量的 33.72%。其中，按业绩预告类型划分，预告类型为预增的企业数量最多，为 519 家，占披露年报业绩预告 A 股的比例为 18.46%。

周期板块预喜比例高，金融板块预喜比例较低：截至 2025 年 2 月 14 日，按风格分类，在业绩报告预喜数量方面，成长板块中预喜企业数量最多，为 394 家。从预喜比例看，周期板块的年报预告预喜比例最高，达 39.16%，稳定板块（37.78%）预喜比例次之。在五大风格板块中，金融板块（22.11%）企业报告预喜比例最低。

下游行业多数预告实现盈利改善：截至 2 月 15 日，申万一级行业中，4 个行业预喜率高于 50%。从净利润预告情况看，通信、农林牧渔、电子行业实现扭亏为盈。上游行业中基础化工、有色金属行业业绩表现稳健，大宗商品相关行业如石油石化、钢铁、煤炭等表现较弱。下游非银金融、交通运输等行业净利润同比增长均超过 150%，食品饮

料、社会服务、公用事业行业中多家公司受益于成本下降与需求回升，盈利能力得到明显改善。

投资建议：从 2024 年年报业绩预告披露情况看，截至 2 月 15 日，发布预喜业绩预告的企业占比 33.72%。整体预喜率处于较低水平，显示业绩修复仍需加力。从业绩预告看，2024 年全 A 上市公司扣非净利润或仍处于磨底阶段，不同行业盈利表现分化。其中，上游行业中有色金属、基础化工行业预喜率较高，且扣非净利润同比回升。下游大消费产业链及交运、非银等板块业绩预告表现较优。TMT 领域中电子及通信行业业绩回升幅度较大，行业维持较高景气度。建议关注：（1）上游成本优势突出，产量回升，产业链话语权加强的龙头企业；（2）大消费产业链中食品饮料、社会服务、农林牧渔行业成本压力缓释，盈利韧性较强。（3）TMT 领域中电子、通信板块中自主创新能力较强、需求改善的公司。

风险因素：数据统计偏差；样本不具备代表性导致统计偏差；所选指标不能完全反映行业财务情况；指标与现实情况存在差异。

分析师 宫慧菁 执业证书编号 S0270524010001

消费终端市场持续复苏，DeepSeek 有望推动 AI 端侧部署加速 ——电子行业快评报告

行业事件：

2024 年手机及 PC 市场呈现持续复苏态势。同时，DeepSeek 在端侧可以实现低成本部署，各终端厂商品牌积极接入 DeepSeek，融合智能助手、增强 AI 功能。

投资要点：

消费终端市场持续复苏，高端机型份额攀升：据 IDC 数据统计，2024Q4 全球智能手机出货量同比增长 2.4%，达到 3.317 亿部，连续第六个季度保持增长，2024 全年智能手机出货量同比增长 6.4%；2024Q4 全球 PC 出货量同比增长 1.8%，达到 6890 万台，2024 全年 PC 出货量同比增长 1.0%，表明全球主要消费终端市场呈现持续复苏态势。此外，据 Counterpoint Research 数据统计，全球高端智能手机（价格大于 600 美元）的份额从 2020 年的 15% 上升至 2024 年的 25%，我们认为主要系消费者更倾向于选择硬件配置更强大、AI 功能更先进的机型，以获得更出色的使用体验。随着 AI 端侧部署加速，AI 手机及 AIPC 等终端市场需求有望进一步增长。

DeepSeek 凭架构创新、低成本及开源等特点快速崛起，有望推动 AI 端侧部署加速：2025 年 1 月 20 日深度求索发布了 DeepSeek-R1，其凭借架构创新，实现更优化的性能和更高效的算力使用，进而实现成本控制上的颠覆创新，引发全球人工智能行业的广泛关注。DeepSeek 以开源形式发布，接入 DeepSeek API 的细分领域推理服务商有望快速涌现，进而加速推动 AI 应用繁荣发展。本地部署方面，DeepSeek 通过模型知识蒸馏技术，将大型模型的知识迁移到小型模型中，实现模型轻量化，降低计算和存储成本，同时保持高模型性能，提高了推理速度；本地部署则进一步增强了数据隐私保护，满足定制化应用场景需求。我们认为以 DeepSeek 为代表的开源大模型有望凭借其低成本部署、高性能推理等特点，推动生成式 AI 在手机、PC 等端侧设备加速落地。

各品牌厂商积极接入 DeepSeek，完善 AI 产品应用生态：1）华为基于原生鸿蒙操作系统的小艺助手 App 已经接入 DeepSeek-R1，支持“联网搜索”功能。2）OPPO 宣布 ColorOS 将于二月底全面接入 DeepSeek，小布助手将成为和 DeepSeek 深度融合的系统智能助手，可通过语音唤醒 DeepSeek。3）vivo 宣布将深度融合满血版 DeepSeek，实现蓝心大模型与 DeepSeek 双擎驱动。4）荣耀 Yoyo 智能体商店已上线 DeepSeek-R1 尝鲜版。5）魅族已完成 DeepSeek-R1 大模型接入，星纪魅族 AI 眼镜等 AI 生态产品也将陆续接入。6）努比亚将 DeepSeek 内嵌至系统中，努比亚 Z70Ultra 正在内测。7）联想集团旗下的联想小天个人智能体已全面接入 DeepSeek-R1 联网满血版大模型，并实现 AIPC、AI 手机、AI

平板等核心终端的全覆盖。随着各品牌厂商积极接入 DeepSeek，AI 产品应用生态有望进一步完善。我们认为未来或形成开源模型提供底座，品牌厂商设计需求场景、拓展模型垂直能力的合作模式。

投资建议：AI 浪潮持续推进，随着硬件底座夯实、模型部署成本下降，以及应用生态日渐繁荣，AI 端侧部署有望加速，推动 AI 手机、AIPC 等消费终端市场进一步增长。建议关注 AI 消费终端行业品牌厂商新品发布，加速换机周期带来的投资机遇，以及产业链上游算力芯片、存储及零部件等领域的龙头厂商。

风险因素：中美科技摩擦加剧；AI 应用发展不及预期；AI 终端需求不及预期；市场竞争加剧。

分析师 夏清莹 执业证书编号 S0270520050001

分析师 陈达 执业证书编号 S0270524080001

宇树科技发布人形机器人跳舞视频，算法再度升级 ——人形机器人行业快评报告

行业事件：

近日，宇树科技官方宣布其机器人算法完成升级，可实现流畅的舞蹈表演，并附上视频，展现出其强大的研发实力。

投资要点：

近期，宇树科技动作频频，在机器人算法研发上展现出强大实力，同时也为未来人形机器人在更广泛领域的应用拓展了想象空间。在蛇年春晚快速出圈后，宇树科技成了今年人形机器人行业的话题焦点，在产品、技术、品牌等多个层面持续领跑。其机器人算法升级后，能够轻松应对任意舞蹈挑战，实现流畅自如的舞蹈表演，这一突破不仅展示了其在机器人算法研发上的深厚积累，也让人形机器人在娱乐、教育、家用及商业等领域的应用前景更加广阔。随着 2025 年人形机器人产业化的推进，宇树科技有望凭借其技术优势，进一步推动人形机器人在更多行业的应用和普及。

2 月 12 日，宇树科技的 UnitreeH1 及另一款 UnitreeG1 人形机器人在京东平台上架。UnitreeG1 人形机器人在京东的售价为 9.9 万元，预计 45 天可交货；UnitreeH1 人形机器人售价为 65 万元，预计 60 天可交货。目前，两款机器人均已在京东平台下架。

2 月 14 日，宇树科技官方发布视频，并在视频下方配文称，“你想和 UnitreeG1 一起跳什么舞蹈？算法升级，任意舞蹈任意学。”从视频中可以看出，UnitreeG1 的舞蹈动作流畅，扭腰、步伐切换毫不费力，姿态稳健。从跳舞表现来看，宇树科技在机器人领域又取得了新的突破，其机器人算法已完成升级，能够轻松应对任意舞蹈挑战，实现流畅自如的舞蹈表演。

2 月 18 日，宇树科技官方发布最新机器人跳舞视频，展示了 UnitreeG1 在干扰环境下的舞蹈表演。从视频中可以看出，UnitreeG1 跳舞丝滑流畅，在球击、棍打的外界干扰下，依旧能够轻松、顺利完成舞蹈表演，展现了其在外界干扰下依旧能稳定表现的能力。

投资建议：2025 年有望迎来人形机器人商业化量产元年，特斯拉、OpenAI、华为、宇树等企业在人形机器人行业的持续投入有望驱动行业迭代加速并不断突破，人形机器人量产并实现大规模应用迎来曙光，商业化落地可期。随着社会老龄化趋势加剧、人力成本提升，市场对人形机器人的需求与日俱增，人形机器人有望形成一个新兴产业，逐渐从 B 端走向 C 端，带来巨大的市场空间。目前，成本仍是制约人形机器人大规模普及应用的重要因素之一，建议关注受益于行业未来大规模应用及具备竞争优势的优质企业。

风险因素：人形机器人进展不及预期风险、下游需求不及预期风险、市场竞争加剧风险。

分析师 蔡梓林 执业证书编号 S0270524040001

2024 年广告市场稳步前行，梯媒渠道景气度保持 ——传媒行业快评报告

投资要点：

2024 年广告市场呈稳定增长态势，整体规模持续扩大。2024 年中国媒体广告市场在宏观经济稳步增长及技术创新的双重促进下，呈现稳定增长态势，根据 CTR 数据显示，2024 年广告市场同比上涨 1.6%。从行业方面来看，娱乐及休闲、化妆品/浴室用品、邮电通讯和衣着四个行业同比 2023 年增投显著，刊例花费增幅均超过 20%，分别上涨 22.0%、34.7%、35.9%和 51.8%。从整体投放量来看，食品行业仍居投放量总榜首位，同比微幅增长 1.1%，行业刚需属性凸显，基础地位较为稳固，药品和饮料行业投放量位居二、三位，但花费分别同比缩减 3.4%和 12.1%。

广告市场渠道投放差异化显著，电梯 LCD 及电梯海报带动市场增长。从细分渠道来看，广告市场渠道投放差异化显著，户外广告方面表现较为突出，其中电梯 LCD 及电梯海报凭借其精准触达目标消费群体、高频曝光与品牌强化等优势受到市场青睐，带动整体广告市场增长，广告刊例花费分别同比上涨 21.0%和 13.6%，火车/高铁站和影院视频广告的刊例花费亦保持了同比增长，分别增长 1.6%和 7.4%，其余广告渠道则呈现不同程度的缩减。

头部行业增加户外广告投放，品牌竞争格局有所改变。重点行业方面，衣着、化妆品/浴室用品、邮电通讯等头部行业加大了户外广告布局，刊例花费同比增长显著，分别增长 87.9%、68.3%、66.1%，其中化妆品/浴室用品持续受到广告主青睐，连续两年维持大幅增长的态势；从整体投放量排名来看，饮料、食品、化妆品/浴室用品位居前三位，但饮料行业呈现 2.6%的刊例花费缩减。品牌方面，户外广告花费前二十大品牌中，饮料品牌占比达四分之一。值得注意的是，有三家新增的投放户外广告品牌，分别为南极人、蓝月亮、韩束。此外，珍酒、松达、鸿星尔克、学而思四个品牌在户外渠道的广告投放力度大增，同比增长幅度超过十倍。

投资建议：2024 年广告市场随着经济复苏、政策放开、居民消费意愿增强，整体花费同比持续上涨趋势，娱乐及休闲、化妆品/浴室用品、邮电通讯和衣着行业广告投放显著增加。梯媒持续表现强劲，具备持续布局价值，预计 2025 年仍为核心价值赛道。

风险因素：宏观经济下行风险；政策环境变化；细分渠道广告投放增速不及预期；广告行业竞争加剧。

分析师 夏清莹 执业证书编号 S0270520050001

分析师 李中港 执业证书编号 S0270524020001

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告由万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本晨会纪要仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本晨会纪要是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本晨会纪要所载资料、意见及推测不一致的研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本晨会纪要中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本晨会纪要所载的资料、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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本晨会纪要中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本晨会纪要中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本晨会纪要主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为万联证券股份有限公司研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经我方许可而引用、刊发或转载本报告的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心

广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场