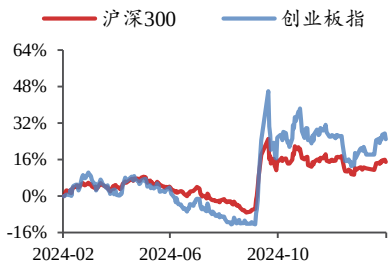


2025 年 02 月 19 日

开源晨会 0219

——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(%)
银行	1.053
公用事业	-0.200
石油石化	-0.350
电力设备	-0.554
食品饮料	-0.773

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
传媒	-4.287
商贸零售	-4.029
社会服务	-3.854
计算机	-3.646
轻工制造	-3.020

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】科技东风起，民企启新程——宏观经济点评-20250218

【固定收益】长债收益率的上行空间——固收专题-20250218

【金融工程】2 月转债配置：转债估值继续升高——转债配置月报-20250218

行业公司

【计算机】DeepSeek 火爆全球，AI 生态加速繁荣——行业深度报告-20250218

【银行】大行资产负债缺口回溯与测算——1 月央行信贷收支表点评-20250218

【电力设备与新能源】《新型储能制造业高质量发展行动方案》发布，国内储能中长期装机驱动因素有望重塑——行业点评报告-20250218

【农林牧渔】年前生猪超卖大猪供给偏紧，需求端有承接对猪价形成支撑——行业点评报告-20250218

【电子】创新，消费电子有望重塑估值——行业点评报告-20250217

【传媒：腾讯控股(00700.HK)】微信测试接入 DeepSeek，AI+游戏+电商驱动成长——港股公司信息更新报告-20250217

研报摘要

总量研究

【宏观经济】科技东风起，民企启新程——宏观经济点评-20250218

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002

事件：2月17日，习近平总书记在京出席民营企业座谈会并发表重要讲话。

会议目的：乘“科技开门红”之东风，因势利导，乘势而上，提振信心。

1. DeepSeek 等的成功彰显中国科技力量，本次会议乘“科技开门红”之东风，因势利导，提振信心。DeepSeek、宇树科技机器人、《哪吒2》的成功打破了“美国例外论”，凸显中国科技与民营经济的巨大潜力。总书记指出“民营经济发展前景广阔、大有可为，民营企业和民营企业家大显身手正当其时”，会议因势利导，乘势而上，为民企和全年经济发展注入信心与活力，起到良好的引领作用。

2. 鼓励民营企业面对困难要保持定力、增强信心。2018年11月民营经济座谈会正值改革开放40周年，但当时民营企业面临关税扰动、转型压力，同时舆论上出现“民营经济离场论”、“新公私合营论”的说法，座谈会充分肯定民营经济重要地位，纠正错误言论，给民营企业家吃下定心丸。与之相比，当前民营经济也面临一些困难，例如企业盈利可能受到新一轮关税的影响、2024年的违规异地执法打击了企业家信心等，需要提振信心。总书记指出“（困难和挑战）是局部的而不是整体的，是暂时的而不是长期的，要保持爱拼会赢的精气神”。

3. 强调党和国家对民营经济的基本方针一以贯之，关注后续政策落地情况。习总书记在会上强调“党和国家对民营经济发展的基本方针政策，已经纳入中国特色社会主义制度体系，将一以贯之坚持和落实，不能变，也不会变”。2024年7月三中全会指出“坚持和落实‘两个毫不动摇’，保证各种所有制经济依法平等使用生产要素、公平参与市场竞争、同等受到法律保护，促进各种所有制经济优势互补、共同发展”。2024年底中央经济工作会议指出“出台民营经济促进法。促进平台经济健康发展”。本次会议进一步明确党和国家对民营经济发展的方针政策一脉相承。具体落实方面，习总书记强调要“扎扎实实落实促进民营经济发展的政策措施”，重点关注立法、融资、拖欠账款、涉企执法、助企纾困等方面。

参与企业：弘扬企业家精神，支持新质生产力发展，实现创新突围。

1. 以商界领袖为代表，凸显了弘扬企业家精神，实现创新突围。习总书记强调“民营企业家要满怀创业和报国激情，弘扬企业家精神，专心致志做强做优做大企业”，揭示了企业家精神是创新创业的源泉。座谈会邀请的商界领袖具有一定代表性，如华为任正非的创新和危机意识、比亚迪王传福推动新能源汽车革命、宇树科技王兴的技术突破、小米雷军的创新与生态链建设等。

2. 与会行业揭示新质生产力是未来趋势，本次座谈会的含“新”量更高。2018年座谈会发言企业分别来自软件研发、环保、医药、网络安全、机械、新能源、汽车零部件等领域。本次座谈会发言企业家分别来自华为、小米、比亚迪、新希望、韦尔股份、宇数科技，行业领域主要是互联网科技、新能源汽车、农业、半导体、机器人等，体现对新质生产力等相关行业的重视。本次座谈会发言企业的新质生产力和AI链含量显著提高，含“新”量为83%，高于2018年的60%和2020年的57%，含“AI”量为83%，高于2018年的20%和2020年的29%。

厘清误区：技术创新与逆周期调节不冲突，加强逆周期调节基调不会变。

年初“科技开门红”与1月“信贷开门红”能够一定程度上提振市场信心，但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，经济仍存一定压力。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。

资产复盘：权益 N 型走势，成长消费占优，利率先稳后降，人民币小幅走强。

民企重要政策节点之后，权益资产呈 N 字型走势，表现出一定的“抢跑”特征。召开会议至发布通稿期间先行走强，上证、沪深 300、创业板平均上涨 0.9%、1.0%、1.1%，发布通稿后+1D、+1M、+3M 震荡略有下行，但中长期（+6M）仍趋向好；成长和消费占优，电力设备、食品饮料、汽车、电子等明显跑赢平均水平；债券市场收益率先稳后降，10Y 国债在+1D、+1W、+1M、+3M、+6M 平均下行 1.0、2.0、8.3、14.4、11.2 个 BP，典型例子为 2018 年民企座谈会后民企信用利差显著收窄；人民币汇率小幅走强，+1W、+1M、+3M、+6M 平均升值了 0.03%、0.13%、1.33%、1.81%。

风险提示：地产下行超预期，政策执行力度不及预期。

【固定收益】长债收益率的上行空间——固收专题-20250218

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

2024 年 12 月下旬，我们开始提示关注短端收益率的上行；2025 年 2 月 9 日，我们开始提示关注长端收益率的上行，资金松只是季节性因素；之后强调，长债收益率上行，不需要“经济强复苏”，只需要“降息预期”下降，下面我们探究长债收益率上行的逻辑和空间。

“宽信用+宽财政+紧货币”驱动下的长债收益率上行

宽信用与紧货币并行。12 月社融拐点出现，1 月新增社融、信贷均同比正增，表明 2024 年的紧信用结束。货币政策执行报告提出，“在防范资金沉淀空转的同时，引导金融机构深入挖掘有效信贷需求”；我们认为，前半句指的是“紧货币”，而后半句指的是“宽信用”。紧货币是收紧资金面，防范金融风险。

政府债融资验证宽财政。1 月社融中，政府债券融资是主要增量，很多人认为，这反映了实体经济需求不足，但我们认为重点并非如此。现在实体经济的需求仍待恢复，而且已经在预期之内；政府债券融资提前发力，恰恰验证了政策的逆周期调节，表明的是“宽财政”，这是边际变化和重点。

在“宽信用”、“宽财政”的同时，“紧货币”，符合央行的历史操作逻辑。例如，2020 年 5 月之后，就是“宽信用”+“宽财政”+“紧货币”的组合；这种组合，对经济、股市有利，而对债市形成一定压力。反过来，类似 2018 年、2024 年，则是“紧信用”+“紧财政”+“宽货币”的组合；这种组合，对经济、股市形成一定压力，而对债市有利。

“宽信用+宽财政+紧货币”，是我们看多 2025 年经济、股市，并认为 2025 年债市收益率上行的基础。

债券收益率上行的空间

以 10 年国债为例，历史上在经济偏弱时期，10 年国债收益率为：7 天 OMO 利率+（40-70）BP。当前 7 天 OMO 利率为 1.5%，则 10 年国债收益率区间应该在 1.9-2.2%。如果资金利率高于 7 天 OMO 利率，则 10 年国债最终应参考的是“隐性的 OMO 利率”（即 7 天资金利率对应的 7 天 OMO 利率）+（40-70）BP。

以 2017 年为例，当时 OMO 利率在 2.45%，理论上 10 年国债应该在 2.85-3.15%；然而，当时 DR007 在 2.9%，R007 在 3.3%，分别对应 10 年国债应该在 3.3-3.6%、3.7-4.0%；实际情况是，2017 年 10 年国债在 3.2-4.0%，与资金利率对应的 10 年国债区间（而非 OMO 利率对应的 10 年国债区间）基本一致。

目前 DR007 中枢在 1.8%以上，对应 10 年国债应该在 2.2-2.5%。在近期收益率上行之后，10 年国债收益率仅仅回到 1.67%；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。目前债券市场，仍然隐含着大幅的降息预期。

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。

【金融工程】2 月转债配置：转债估值继续升高——转债配置月报-20250218

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 张翔（分析师）证书编号：S0790520110001 | 陈威（联系人）证书编号：S0790123070027

截至 2025 年 2 月 14 日，近 1 月可转债等权指数（889033.WI）上涨 3.56%，可转债高价指数（889041.WI）上涨 3.46%，中价指数（889042.WI）上涨 3.06%，低价指数（889043.WI）上涨 2.61%，可转债正股等权指数（889035.WI）上涨 6.92%。

转债和正股估值比较：转债估值继续升高

针对可转债与正股的估值比较，我们构建出时序上可比的估值指标“百元转股溢价率”，并计算滚动历史分位数衡量转债和正股当前的相对配置价值。

截至 2025 年 2 月 14 日，“百元转股溢价率”滚动三年分位数处于 37%，滚动五年分位数处于 49.8%。

偏债转债和信用债估值比较：偏债转债配置性价比不如信用债

针对偏债型转债和信用债的估值比较，我们重点考量转股条款对转债 YTM 产生的影响进行剥离，取“修正 YTM-信用债 YTM”中位数衡量偏债型转债和信用债之间的相对配置价值。

截至 2025 年 2 月 14 日，当前“修正 YTM-信用债 YTM”中位数为-0.62%，偏债型转债的整体配置性价比不如信用债。

近 1 月估值因子在偏股、平衡、偏债转债中超额为 0.28%、0.17%、0.06%

从长期来看，高估值的转债会系统性的带来负收益。我们构建出转股溢价率偏离度因子和理论价值偏离度因子（蒙特卡洛模型），并将两个因子融合构建出转债综合估值因子。我们选择转债综合估值因子排名前 1/3 的转债构建平衡转债低估指数、偏债转债低估指数；选择理论价值偏离度（蒙特卡洛模型）因子排名前 1/3 的转债构建偏股转债低估指数。

截至 2025 年 2 月 14 日，近 4 周低估因子在偏股、平衡、偏债三类转债中增强超额分别为 0.28%、0.17%、0.06%。

转债风格轮动：看好偏股低估风格

我们选择转债 20 日动量+转债波动率偏离度作为市场情绪捕捉指标构建转债风格轮动组合，双周频调仓。

根据 2025 年 2 月 14 日的最新信号，未来两周风格轮动将全仓配置偏股转债低估指数。截至 2025 年 2 月 14 日，近 4 周转债风格轮动收益为 7.12%；2025 年以来转债风格轮动收益为 11.31%。

偏股转债低估指数成分债：英搏转债、升 24 转债、斯莱转债等；

平衡转债低估指数成分债：万凯转债、和邦转债、长信转债等；

偏债转债低估指数成分债：晶能转债、恒逸转债、东南转债等。

风险提示：本报告模型及结果通过历史数据统计、建模和测算完成，在市场波动不确定性下可能存在失效风险；历史数据不代表未来业绩。

行业公司

【计算机】DeepSeek 火爆全球，AI 生态加速繁荣——行业深度报告-20250218

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

DeepSeek 模型技术惊艳，用户飙升

DeepSeek-R1 性能对齐 OpenAI-o1 正式版，且价格优势显著。1 月 20 日，DeepSeek-R1 正式发布，并同步开源模型权重。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。DeepSeek-R1 较 o1 系列模型性价比突出，API 服务定价为每百万输入 tokens1 元（缓存命中）/4 元（缓存未命中），每百万输出 tokens16 元，有望助力国产 AI 应用生态发展。

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。

DeepSeek 暂停 API 服务充值，算力资源紧张催生广阔云计算需求。2 月 6 日，DeepSeek 官网声明称，“当前服务器资源紧张，已暂停 API 服务充值”。我们认为 DeepSeek 模型凭借优异性能和低成本优势引燃应用端需求，云计算作为底层算力支撑有望显著受益，建议重视云厂商 AI “卖铲人”成长潜力。

海内外云厂商和应用公司争相上线，国产 AI 前景可期

多位海外知名 AI 公司 CEO 高度评价 DeepSeek 技术能力，多家海外科技巨头宣布接入 DeepSeek-R1，充分验证 DeepSeek 领先地位。苹果公司 CEO 库克称赞 DeepSeek 是一款能显著提升效率的创新产品。微软 CEO 纳德拉认为，DeepSeek 的高效性将推动 AI 技术的普及和应用，使更多行业能够受益于人工智能的进步。此外，微软、亚马逊、英伟达宣布 DeepSeek，充分彰显 DeepSeek 为代表的国产 AI 模型技术实力。

国内多家云厂商上线 DeepSeek，助力国产 AI 发展。根据智东西统计，华为云、天翼云、腾讯云、阿里云、火山引擎、联通云、移动云等 9 家国内云计算巨头，均宣布对 DeepSeek 的支持。此外，多家应用公司宣布接入 DeepSeek 模型，我们看好 DeepSeek 为代表的国产 AI 模型技术实力，有望助力国产 AI 应用繁荣。

投资建议

我们持续坚定看好 DeepSeek 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、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。

【银行】大行资产负债缺口回溯与测算——1月央行信贷收支表点评-20250218

刘呈祥（分析师）证书编号：S0790523060002 | 朱晓云（分析师）证书编号：S0790524070010

2025年初大行的存贷匹配性不佳

造成年初资金面偏紧，大行存在资产负债缺口的核心问题是：存贷匹配程度不佳，增量存贷比上行。

（1）资产端：2025年大行信贷“开门红”力度不错，投放节奏前置，与此同时伴随着政府债发行上量，大行的债券配置力度同样较强。

（2）负债端：1月大行的对公一般性存款和非银存款显著收缩。当月大行的单位存款减少3933亿元，非银存款减少1.04万亿元。自上年非银存款自律新规发布后，大行在2024年12月和2025年01月非银存款累计已减少4.48万亿元。此外，由于自律上限约束，大行存款报价没有相对优势，有大行存款向中小行转移的现象。

（3）为应对资产负债缺口，大型银行大幅压降资金融出规模。买入返售规模当月负增2.10万亿元，同比负增2.09万亿元。从CFETS公布的资金融出数据来看，大行1月日均融出资金规模在2万亿元左右，远低于2024年的4万亿元。

银行体系的潜在资产负债缺口测算：2月四大行资产负债头寸缺口在1万亿元左右

我们通过两个视角来评估2月银行体系（主要是四大行）潜在的资产负债头寸缺口。

1、信贷收支表口径：用存款-（贷款+配债）衡量剩余的市场流动性缺口，该部分缺口可用收缩融出、变现债券或发行同业存单、向央行融资等负债形式补足。

（1）贷款：我们判断2月新增信贷同比略少增，或为6000亿元左右。

（2）存放央行：大型银行的平均法定存款准备金率为8.5%，按此比例新增缴准。

（3）配债：假设大行承接新发行政府债的60%，即配债资金需求9000亿元。

（4）存款：综合评估2月各项存款增量1.4万亿元，对应存款增速恢复至4.5%。

（5）市场化资金来源：假设OMO到期等量续作，MLF有5000亿元到期，另外四大行在2月有约5000亿元同业存单到期。

据此测算，当大行2月存款增速修复至4.5%时，对应的市场化资金缺口约为1.1万亿元。

2、银行间资金供需缺口：假设超储率维持1%以上，理论需要的流动性补充。

根据我们测算，2025年1月超储率约为0.93%，较上月下降0.17pct。根据五因素模型，若不考虑财政支出和央行其他投放，在2.1-2.14OMO净回笼1.5万亿、政府债缴款5000亿、国库定存投放900亿同时考虑现金回流存款8000亿的情况下超储约减少1.1万亿元，对应超储率静态测算将降至0.52%。若2月超储率恢复至1%底线，静态来看需补充流动性约1.3万亿元。

投资建议

经济筑底稳步复苏的过程中，坚守高股息银行的策略上佳。推荐中信银行，受益标的农业银行、北京银行、沪农商行等。布局区域信用弹性更好的银行：推荐苏州银行，受益标的有江苏银行、成都银行、宁波银行等。

风险提示：宏观经济增速下行；政策落地不及预期等。

【电力设备与新能源】《新型储能制造业高质量发展行动方案》发布，国内储能中长期装机驱动因素有望重塑——行业点评报告-20250218

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001 | 鞠爽（分析师）证书编号：S0790524070002

《新型储能制造业高质量发展行动方案》有望重塑国内储能装机驱动因素

《新型储能制造业高质量发展行动方案》针对不同场景建议开发多类储能需求 and 对应产品、着重攻关新技术。在国内新能源发电占比提升、电价政策改革以及强制配储取消的背景下，政策有望指引国内储能装机的中长期驱动因素，储能行业有望进入崭新的发展阶段，头部具备技术、市场优势的企业有望脱颖而出。推荐各环节头部企业阳光电源、宁德时代、比亚迪、禾望电气、同飞股份、英维克等，受益标的海博思创、上能电气、盛弘股份、南网科技等。同时建议关注文件要求重点攻关的高压级联技术方向，推荐新风光，受益标的金盘科技、智光电气。

新能源发电占比持续提升推动储能应用场景多元化

文件指出要推动电源、电网和用户侧储能发展。（1）电源和电网侧储能应用方面，指出积极鼓励探索火电合理配置新型储能，支持开展新型储能配合调峰、调频等多场景应用。针对沙漠、戈壁、荒漠等新能源富集且本地消纳能力较低的地区，支持新型储能支撑可再生能源大规模消纳。鼓励新型储能以独立储能主体参与电力市场，加快推动构网型储能应用，提升新型储能对电力系统稳定运行支持能力，加快在土地资源紧张或偏远地区推广替代型储能，减轻输变电投资压力，提升电网末端供电能力。（2）用户侧储能方面，面向数据中心、智算中心、通信基站、工业园区、工商业企业、公路服务区等对供电可靠性、电能质量要求高和用电量大的用户，推动配置新型储能。支持具备条件的工业企业、园区建设工业绿色微电网，积极推进新型储能技术产品。推动“光伏+储能”系统在城市照明、交通信号、农业农村、公共广播、“智慧车棚”等公共基础设施融合应用，鼓励构建微型离网储能系统。发展个性化、定制化家用储能产品。

应对多场景需求，发展多元化储能技术与强化高效集成和智慧调控技术

面向中短时、长时电能存储等多时间尺度、多应用场景需求，加快新型储能本体技术多元化发展，提升新型储能产品及技术安全可靠、经济可行性和能量转化效率。加快锂电池等成熟技术迭代升级，支持颠覆性技术创新，提升高端产品供给能力。推动超级电容器、铅碳电池、钠电池、液流电池等工程化和应用技术攻关。发展压缩空气等长时储能技术，加快提升技术经济性和系统能量转换效率。

聚焦系统结构设计、精细化电池管理、高效热管理和能量管理、辅助设备集成、高性能预制舱等技术开展集中攻关。在高性能变流器方面，面向 1500V 以上高电压应用需求，开展高能效、高能量利用率高压级联技术攻关。突破变流器极端工况过载能力支撑技术、构网和跟网控制高效切换技术。高效热管理技术方面，围绕提升电池热性能感知和预测精度，研发液体冷却、相变材料冷却、热管冷却等多种高效先进热管理技术。

风险提示：国内储能系统价格持续下行风险；国内储能商业模式成型不及预期。

【农林牧渔】年前生猪超卖大猪供给偏紧，需求端有承接对猪价形成支撑——行业点评报告-20250218

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

行业：年前生猪超卖大猪供给偏紧，需求端有承接对猪价形成支撑

年前生猪加速出栏，供给压力前置分散释放。据涌益咨询，2025 年 1 月全国生猪销售均价 15.78 元/公斤，环比+0.45%，同比+10.58%。涌益监控样本 2025 年 1 月日均屠宰量 20.56 万头，环比+11.23%，同比+8.33%。行业对年后猪价预期悲观，2024 年 12 月及 2025 年 1 月均加速出栏。受年前生猪出栏加速超卖影响，年后猪价下行压力或部分前置释放缓解。

大猪供给偏紧存出栏均下降。截至 2025 年 2 月 13 日，涌益样本生猪出栏结构中 150kg 以上占比 4.04%，周环比-0.22pct，大猪供给偏紧出栏占比下降。从 Mysteel 样本生猪月度存栏结构看，2025 年 1 月行业 7-49kg、50-89kg、90-140kg、140kg 以上生猪存栏占比分别为 34.2%、29.9%、35.0%、0.9%，140kg 以上大体重肥猪存栏占比月环比

-0.12%，同比-0.35%。

需求复苏支撑毛白价差相对高位运行，冻品持续消化降至低位。截至 2025 年 2 月 13 日，涌益监控样本毛白价差 4.82 元/公斤，高于 2022 年以来同期，消费复苏背景下猪价需求端有支撑。截至 2025 年 2 月 13 日，全国冻品库容率为 14.57%，周环比+0.1%，同比-2.80%，冻品库存降至相对低位，伴随猪价下移至 14 元/公斤以下，冻品入库或逐步启动进而对猪价形成支撑。

1 月生猪养殖利润环比提升，行业能繁存栏环比基本持平。行业 1 月自繁自养头均盈利降至 165.76 元/头（月环比+16.18%），钢联样本 2025 年 1 月能繁存栏环比-0.04%。当前逐步进入仔猪补栏旺季，截至 2025 年 2 月 13 日，规模场 15kg 仔猪价格达 630 元/头，高于 2024 年同期，后备母猪价格相对维稳。

企业：1 月上市猪企生猪出栏量同比分化，出栏均价环比下降

截至 2025 年 2 月 17 日，主要 11 家生猪养殖上市企业均已发布 1 月生猪销售数据。上市猪企 1 月合计出栏生猪 779.46 万头，同比+5.8%。温氏股份、新希望、正邦科技、ST 天邦、大北农、中粮家佳康、天康生物、唐人神、金新农、京基智农、神农集团 1 月出栏量分别为 289.97、149.87、57.14、43.72、69.49、45.00、29.80、45.91、11.89、13.91、22.76 万头，分别同比 0%、+9.9%、-13.1%、+32.9%、-37.7%、+9.4%、+28.6%、+28.4%、+39.9%、-10.7%、-19.1%、+16.7%。

出栏均重方面，2 家企业公布出栏均重，正邦科技、大北农 1 月商品猪出栏均重分别为 129.5/120.6 公斤/头，分别环比变动-3.2/-10.2 公斤/头。

销售均价方面，主要 8 家上市猪企销售均价环比下降，温氏股份、新希望、正邦科技、ST 天邦、大北农、中粮家佳康、天康生物、神农集团 1 月商品猪销售均价分别为 15.77、15.41、15.34、15.36、15.34、15.41、14.79、15.22 元/公斤，分别环比变动-0.8%、-0.6%、-3.9%、-2.3%、-0.8%、-0.3%、-0.3%、-2.7%。

风险提示：猪价异常波动、疫病不确定性、上市公司养殖成本下降不及预期。

【电子】创新，消费电子有望重塑估值——行业点评报告-20250217

陈蓉芳（分析师）证书编号：S0790524120002 | 张威震（分析师）证书编号：S0790525020002 | 仇方君（联系人）证书编号：S0790125020002

Deepseek 加速端侧 AI 创新和落地，消费电子行业有望重塑估值

自 2024 年 12 月 26 日发布 DeepSeek-V3 大语言模型，到 2025 年 1 月 20 日发布 DeepSeek-R1 推理模型，Deepseek 以其独特的技术创新和开源免费等特点持续出圈，冲击全球 AI 竞争格局。我们认为，以 Deepseek 为代表大模型有望凭借其低成本、高性能推理等特点，推动生成式 AI 在手机、PC、可穿戴设备、人形机器人等端侧设备加速落地，叠加折叠屏等硬件创新与升级，消费电子行业有望迎来估值重塑。

AI 手机：端侧 AI 核心设备，国补拉动换机需求，折叠屏带动形态创新

（1）AI 手机主导端侧 AI 生态，我们认为手机仍将占据 AI 终端生态的主导地位，AI 生态的持续完善将持续提升消费者体验，推动 AI 手机换机需求增长。同时，叠加国家以旧换新补贴，2025 年国内手机市场销量有望显著增长。受益标的：小米集团-W、领益智造、蓝思科技、立讯精密、鹏鼎控股、格科微、思特威、汇顶科技、顺络电子等。（2）折叠屏带动手机形态创新，此前华为余承东宣布将在 3 月发布一款打破常规的重磅新品，我们认为或为折叠屏设备。苹果方面，陆续有媒体报道折叠屏设备专利进展，我们认为有望于 2026 年正式推出。Counterpoint 预计 2024 年中国折叠屏手机出货量将同比增长 2%至 910 万部，我们认为 2025 年折叠屏设备有望进入快速增长阶段，苹果入局之后或将加速行业成长。受益标的：统联精密、东睦股份、凯盛科技、精研科技、斯迪克等。（3）具身智能加速进化，消费电子龙头或重塑估值。2 月 4 日，FigureAI 称“在完全自主研发端到端机器人 AI 方面取得重大突破，将在 30 天内展示一些以往从未在人形机器人上见到的东西”。同时，蓝思科技、领益智造、长盈精密等消费电子龙头也陆续发布公司在机器人领域布局与进展情况。我们认为，人形机器人市场空间

广阔，有望带动有相关布局的消费电子企业未来高速增长。受益标的：领益智造、蓝思科技、长盈精密等。

AIPC：PC 凭借高性能硬件和生产属性有望成为端侧模型落地首站

(1) 为何需要 AIPC：用户需要更定制化、更高效、更安全地解决个性化的问题，这是云端模型不能解决的。

(2) 为何本地化部署第一站是 AIPC：PC 具备硬件冗余&生产属性两大特征。模型的蒸馏使得大模型在端侧运行具备了更高的可行性，PC 能够配置高性能 GPU、NPU，以及更大的内存以高效处理复杂运算，可保证模型顺利运行。此外，PC 支持复杂的产生力工作如视频剪辑、数据分析等，亦是其他设备短期无法取代的。受益标的：联想集团、华勤技术、龙旗科技、飞荣达、中石科技、春秋电子、光大同创、芯海科技、海光信息等。

AI 眼镜：视觉大模型见你所见，随身随行的视觉感知触角

(1) 产业趋势把握视觉模型+大厂产品两条主线：2 月小米眼镜或将与小米 15Ultra 同台亮相，小度眼镜或将于 25H1 上市，大厂完备的生态建设和硬件布局有望给眼镜单品带来新的叙事。(2) 眼镜作为 AI 视觉感知的触角和解放双手的利器有望成为新型 AI 终端：眼镜更具备从用户的角度观察周边环境的天然优势，并可与手机 AI Agent 功能形成良好的联动。此外，在道路导航、面对面会议等场景，如配合上主动显示的功能，AI 眼镜可以解放双手。受益标的：歌尔股份、舜宇光学科技、华勤技术、龙旗科技、恒玄科技、翱捷科技、日久光电、天键股份、福立旺、精研科技、水晶光电、蓝特光学等。

风险提示：政策不及预期风险；需求不及预期风险；行业竞争加剧风险等。

【传媒：腾讯控股(00700.HK)】微信测试接入 DeepSeek，AI+游戏+电商驱动成长——港股公司信息更新报告-20250217

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004 | 田鹏（分析师）证书编号：S0790523090001

微信灰度测试接入 DeepSeek，或进一步打开商业化空间，维持“买入”评级

据中国证券报 2 月 16 日报道，微信搜一搜在调用混元大模型丰富 AI 搜索的同时，近日正式灰度测试接入 DeepSeek，部分测试用户，可在微信对话框顶部搜索入口免费使用 DeepSeek-R1 满血版模型，以获得多元化搜索体验。此前，2 月 13 日，腾讯 AI 助手“腾讯元宝”迎来重大更新，同时支持混元和 DeepSeek 两大模型，用户可在腾讯元宝对话界面免费使用 DeepSeek-R1 满血版。此外，ima、腾讯文档、QQ 浏览器、QQ 音乐等多款产品接入了 DeepSeek-R1 模型。我们认为，基于微信海量用户、社交生态及 DeepSeek 可本地化部署的开源属性，微信及腾讯生态产品陆续接入 DeepSeek 或推动以 Agent 为代表的 AI 应用在搜索、办公、教育、社交等垂直场景加快落地，进一步丰富腾讯生态体系流量，推动其 B 端（广告、支付）及 C 端（付费内容体验）商业化空间进一步打开。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1930/2169/2363 亿元，对应 EPS 分别为 21.0/23.6/25.7 元，当前股价对应 PE 分别为 21.9/19.5/17.9 倍，我们看好新游戏及微信生态商业化驱动公司业绩增长，维持“买入”评级。

春节期间游戏表现亮眼，新游戏继续驱动增长

2025 年春节期间，公司旗下游戏表现亮眼，在 SensorTower 公布的 1 月中国 AppStore 手游收入排行榜中，公司独揽 TOP5，《王者荣耀》月收入达到近 42 个月以来的最高值，推动公司 1 月游戏收入环比大幅提升 62%。此外，后续《王者荣耀世界》《无畏契约：源能行动》《洛克王国：世界》《彩虹六号》《怪物猎人》《王者万象棋》等储备游戏的陆续上线有望继续驱动增长。

微信体系商业化变现效率持续提升，电商、广告业务空间广阔

根据 2025 年微信公开课，2024 年，微信小店 GMV 规模是 2023 年的 1.92 倍，2024 年末微信推出送礼物功能，且打通了小程序和小店。根据公司财报，2024Q3 小程序 GMV 超 2 万亿元，同比增长十几个百分点。基于微信平台超 13 亿月活跃用户的庞大用户基数，视频号广告、电商等业务变现空间广阔。

风险提示：新游戏上线时间或表现不及预期，视频号商业化进程不及预期等。

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