

2025 年 2 月 17 日 星期一

分析师推荐

【东兴汽车】汽车行业：特斯拉发布全年业绩，智驾/机器人商业化进程提速（20250213）

事件：近日，特斯拉（TSLA.O）发布 24Q4 与全年财报。受行业竞争加剧及需求不足影响，公司全年汽车交付量低于预期，公司指引 25 年将推出多款新车型，同时公司表示正积极推进智驾与人形机器人商业化进程。特斯拉为全球领先的智能电动车企业，引领智驾与新能源车行业的发展，对此我们点评如下：

汽车业务：交付量与利润承压，25 年进入新品周期。24 年公司全球汽车交付 178.9 万辆，同比-1%，低于预期，其中美国与欧洲地区受市场整体需求疲软拖累下滑，美国交付 63.4 万辆，同比-6%，欧洲 32.7 万辆，同比-11%，中国地区全年交付 65.7 万辆，同比+9%，对整体销量形成支撑。公司全年汽车业务营收同比-6%，毛利率 18.4%，同比-1.0pct，24 年公司车型迭代处于相对平淡周期，在北美/中国市场竞争加剧、需求走弱背景下，单车收入持续下降，Q4 下降至低于 4 万美元，ASP 下降幅度高于成本端，成本控制未能完全抵消价格战影响，Q4 与全年单车毛利同比-21%/-10%，汽车业务利润端整体承压。2 月起公司 ModelY 改款开始产能爬坡，同时 25 年公司计划推出多款新品，其中采用新平台的低价车型预计 25H1 推出，位于 Reno 的电动卡车 Semi 工厂已封顶，预计批量生产的 Semi 车型将于 25 年底推出，26 年初实现量产，此外无人驾驶出租车 Cybercab 亦将于 26 年在德州工厂实现量产。低价车型与商用车型有望完善公司产品矩阵，公司长期交付量有望重归增长。

智能驾驶：FSD 持续迭代，高阶自动驾驶加速落地。公司持续推进智驾技术升级迭代，FSD 升级至 V13 版本，能够实现从停车状态启动，执行停车、倒车和重新停车等功能，目前 FSD 累计里程接近 30 亿英里，事故率降至 594 万英里/次，创历史表现最佳。Q4 拥有 5 万张 H100 同级别算力芯片的德州 Cortex 训练集群完成部署，将大幅提升公司智驾数据训练能力。在高阶智驾方面，公司计划于 25 年 6 月在德州奥斯汀对无人监督模式的 FSD 进行试点，并于年底在美国更多地区推广，若 25 年顺利落地则有望为智驾技术迭代与商业模式创新带来持续催化。此外公司正加速推进 FSD 进入中国与欧洲地区，公司已经预填申报国内增值电信业务对外开放试点工作，获准后公司可参与算力、云服务等市场，有望加速 FSD 入华进程。

能源业务：储能装机增长迅猛，上海工厂投产。公司 24 年能源业务营收同比+67%，主要受益于 Megapack 与 Powerwall 储能产品装机高增，全年储能装机实现翻倍以上增长，其中 Q4 单季度装机 11.0GWh，同环比+244%/+59%，能源业务毛利率 26.2%，同比+7.3pct，自 23Q3 开始连续多季度维持 20%+，为公司整体盈利贡献增量。近期公司上海储能超级工厂实现投产，规划产能 40GWh

A 股港股市场

指数名称	收盘价	涨跌%
上证指数	3,355.83	0.27
深证成指	10,791.06	0.39
创业板	2,226.62	0.51
中小板	6,690.81	0.07
沪深 300	3,947.4	0.21
香港恒生	22,616.23	-0.02
国企指数	8,323.67	-0.09

A 股新股日历（本周网上发行新股）

名称	价格	行业	发行日
常友科技	28.88	电力设备	20250218
毓恬冠佳	-	汽车	20250220
汇通控股	-	汽车	20250221

*价格单位为元/股

A 股新股日历（日内上市新股）

名称	价格	行业	上市日

*价格单位为元/股

数据来源：恒生聚源,东兴证券研究所

预计 25 年实现 20GWh，有望缓解公司产能不足问题，公司指引 25 年储能装机有望实现 50%以上增长，长期储能年出货有望达 100GWh。

人形机器人：规划趋于明朗，量产临近前夕。公司预计于 25 年生产数千至 1 万台 V1 版本 Optimus 在公司工厂内部部署，目前设计产能为 1,000 台/月，26H1 推出 V2 量产版本，预计产能提升至 1 万台/月，26H2 开始对外商业化交付，此外马斯克预计定价有望落在 2-3 万美元区间。我们认为，目前公司人形机器人规划与商业化节奏逐步趋于明朗，初代产品量产临近前夕，同时叠加公司对未来量产增速的指数级增长指引，我们看好公司人形机器人商业化落地，有望引领产业链迈向量产元年。

投资策略：我们认为智能化是汽车电动化的下半场，智能驾驶能力将决定车企未来的市场竞争力。随着算力、大模型等 AI 技术的迭代升级，高阶自动驾驶有望加速落地。头部企业逐渐在训练数据、训练设施、智驾生态领域建立了领先优势。特斯拉是全球领先的智能驾驶企业，我国车企同样在该领域逐步建立领先优势。华为凭借在 ICT 领域技术积累，业务不断延伸至联结、计算等领域，致力于构建万物互联的智能世界。其在软件、硬件、芯片、终端、网络、云等领域均具备了较强的竞争力。汽车智能化的发展在多个场景下与 ICT 技术相匹配，经过前期大规模研发投入，华为在智能汽车领域逐步进入收获期。相关受益标的包括华为智选车模式下的赛力斯、江淮汽车、北汽蓝谷，及 HI 模式下的长安汽车。特斯拉储能业务进展顺利，年内上海超级工厂开始产能爬坡，叠加公司长期需求指引空间广阔，建议关注特斯拉储能产业链，相关受益标的为宁德时代。此外，我们认为 2025 年或为特斯拉人形机器人规模化量产的关键之年，建议关注特斯拉产品方案冻结过程中的供应链定点与技术看方案映射，以及华为等国内厂商的产业链合作机遇，关注高价值量核心环节。

风险提示：需求端增长不及预期、新能源车/储能竞争加剧、FSD 监管审批与落地进展不及预期、Optimus 量产与商业化进程不及预期等。

（分析师：李金锦 执业编码：S1480521030003 电话：010-66554142 研究助理：吴征洋 执业编码：S1480123010003 电话：010-66554045 研究助理：曹泽宇 执业编码：S1480124040003 电话：17512502830）

【东兴计算机】计算机行业：国家数据集团或将成立，数据要素产业再迎催化——数据要素行业动态追踪（20250214）

事件：

据经济观察报消息，国务院国资委正在筹备组建一家新央企，这家企业的名称为国家数据集团。这一举措或标志着中国在数据要素市场化改革中迈出关键一步，旨在进一步整合和优化全国数据资源，推动数据要素的高效配置与深度应用。

点评:

国家数据集团有望通过顶层设计推动全国数据资源的整合与流通。数据要素作为推动国民经济社会发展的第五大生产要素,已成为经济增长的重要引擎。产业发展需要市场主体,因此各地积极成立数据集团挖掘和利用数据价值,希望抢占先机实现弯道超车。此外 2024 年 10 月 20 日全国数据集团联盟在上海成立,联盟由全国各地数据集团、数产公司或其他数据要素相关企业共同发起,首批成员覆盖全国 21 个省市,旨在通过资源共享、技术共享和场景共享,推动数据要素市场化配置改革,该联盟一定程度上打破了地域限制,加强各省市数据企业合作。我们认为此次国家数据集团的筹备规划,有望在地方数据集团探索基础上进一步升级,通过顶层设计持续推动全国数据资源的整合与流通。

国家数据局和国家数据集团有望在政策统筹与市场运作方面进行互补。国家数据局于 2023 年 10 月 25 日成立,为国务院直属行政机构,由国家发改委管理。其职责以政策制定和统筹协调为主,包括统筹推进数字中国、数字经济、数字社会规划和建设、协调推进数据要素产权、流通、分配、治理等数据基础制度建设,指导数据要素市场建设等。国家数据集团是国务院国资委筹备的新央企,属于市场化主体,其有望整合和优化全国数据资源,推动数据要素的高效配置与深度应用,并以市场化、专业化为导向,探索数据资源的商业化运营模式。我们认为国家数据局侧重治理体系构建,为行业发展搭建政策框架;国家数据集团侧重资源价值释放,通过资源整合与技术创新实现政策目标,二者有望彼此互补,共同推动数据要素市场建设和数字经济发展。

投资建议:当前我国数据要素顶层设计不断完善,产业端成果持续落地,但总体而言仍处较为早期的阶段,短期发展机遇仍主要在产业基础设施建设方,中长期随着市场完善逐步利好数据资源方及有望运营授权公共数据的企业。我们在此继续推荐基础设施建设、数据资产变现、数据授权运营三条主线:

1) 基础设施建设:数据基础设施支撑数据汇聚、处理、流通、应用、运营、安全保障全流程,数据要素产业发展将逐步提升对产业各环节的需求,在此逻辑下我们认为易华录、太极股份、深桑达、星环科技、三维天地等公司将受益于行业发展;同时持有数据交易所股份的易华录、安恒信息、广电运通等公司也有望受益;

2) 数据资产变现:未来数据可作为一种资产创造收入后,数据资源丰富或具备特色独占性数据的企业将成为最直接的受益者,在该逻辑下我们认为数据规模及重要性占优的金融、电信、能源等领域的央企将明显受益,同时细分领域具备数据优势的公司如航天宏图、中科星图、超图软件、科大讯飞等也将有所受益;

3) 数据授权运营:公共数据授权运营是深挖数据价值和普惠数据红利的重要制度设计,随着相关政策及实践的逐步落地,我们认为深桑达、易华录、久远银海、山大地纬等公司有望深度受益。

风险提示：国家数据集团组建进度不及预期、数据要素市场建设不及预期、行业政策变化、数据安全风险影响行业发展、行业竞争加剧等。

(分析师：刘蒙 执业编码：S1480522090001 电话：010-66554034 分析师：张永嘉 执业编码：S1480523070001 电话：010-66554016)

重要公司资讯

1. 腾达建设：腾达建设公告，公司收到上海申通地铁建设集团有限公司发出的《中标通知书》，确定为“上海市轨道交通 19 号线工程临水接入及上水管临时搬迁、复位工程 6 标”项目的中标人。中标价为人民币 3521.43 万元，工期具体以招标人指令为准。(资料来源：同花顺 iFinD)

2. 吉祥航空：吉祥航空公告，2025 年 1 月，公司客运运力投入同比上升 18.71%，旅客周转量同比上升 17.16%，客座率为 82.42%，同比下降 1.09%。国内客运运力投入环比上升 10.70%，国内旅客周转量环比上升 12.20%，国内航线客座率环比上升 1.01%。国际客运运力投入环比上升 23.73%，国际旅客周转量环比上升 21.17%，国际航线客座率环比下降 1.60%。(资料来源：同花顺 iFinD)

3. 海南海药：海南海药公告，全资子公司海口市制药厂近日收到国家药品监督管理局核发的枫蓼肠胃康分散片《药品补充申请批准通知书》，成为该药品上市许可持有人。(资料来源：同花顺 iFinD)

4. 雷迪克：雷迪克公告，公司计划在新加坡设立全资子公司，以投资设立全资孙公司并在摩洛哥建设汽车轴承生产基地，投资总额不超过 3000 万美元。(资料来源：同花顺 iFinD)

5. 中际联合：中际联合公告，公司拟通过全资子公司中际香港以自有资金在阿拉伯联合酋长国迪拜投资设立全资二级子公司，投资总额为 100 万美元(约人民币 731 万元)。该子公司将开展设备安装及维修服务、设备销售、设备租赁、工程技术服务等业务。(资料来源：同花顺 iFinD)

经济要闻

1. 中汽协：2 月 17 日，中汽协发布数据显示，2025 年 1 月份，我国汽车行业迎来平稳开局。最新数据显示，1 月份，乘用车产销分别完成 215.1 万辆和 213.3 万辆，同比分别增长 3.3%和 0.8%。新能源汽车产销量分别完成 101.5 万辆和 94.4 万辆，同比分别增长 29%和 29.4%，新能源汽车新车销量达到汽车新车总销量的 38.9%。(资料来源：同花顺 iFinD)

2. 新华社：据新华社报道，中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平 17 日上午在京出席民营企业座谈会。在听取民营企业负责人代表发言后，习近平发表了重要讲话。李强、丁薛祥出席座谈会，王沪宁主持。据央视新闻视频报道画面，参加座谈会的民营企业家包括：宁德时代董事长曾毓群、阿里巴巴创始人马云、飞鹤乳业董事长冷友斌、正泰集团董事长南存辉、宇树科技创始人王兴兴、新希望董事长刘永好、华为创始人任正非、比亚迪董事长王传福、韦尔股份董事长虞仁荣、小米董事长雷军、奇安信董事长齐向东，等等。(资料来源：同花顺 iFinD)

3. 商务部：2025 年 1 月 10 日，中华人民共和国商务部发布 2025 年第 6 号公告，决定对原产于美国的进口太阳能级多晶硅所适用的反补贴措施发起期末复审调查。2 月 17 日，商务部发布关于发放对原产于美国的进口太阳能级多晶硅反补贴措施期末复审调查问卷的通知，通知发出之日即为问卷发放之日，

利害关系方应按要求在各问卷规定时限内如实填写并提交完整准确的答卷。

(资料来源: 同花顺 iFinD)

4. 工业和信息化部: 工业和信息化部等八部门印发《新型储能制造业高质量发展行动方案》。到 2027 年, 我国新型储能制造业全链条国际竞争优势凸显, 优势企业梯队进一步壮大, 产业创新力和综合竞争力显著提升, 实现高端化、智能化、绿色化发展。(资料来源: 同花顺 iFinD)

5. 上海航运交易所: 据上海航运交易所数据, 截至 2025 年 2 月 17 日, 上海出口集装箱结算运价指数(欧洲航线)报 1897.84 点, 与上期相比跌 19.3%。(资料来源: 同花顺 iFinD)

6. 深交所: 深圳证券交易所国际合作部副主任裴慧琦在亚洲证券业与金融市场协会年度会议一个讨论环节表示, 预计今年 5 月或 6 月在深圳举行国际投资者会议, 为面向中国的国际投资者铺开更畅通渠道, 持续保持沟通。内地去年发布多项支持资本市场措施, 国际投资者交流对相关政策的正面反馈。(资料来源: 同花顺 iFinD)

7. 国务院国资委: 国务院国资委党委在学习时报撰文指出, 把扩大有效投资作为支撑扩大内需的有力抓手, 用好“两新”政策、加大“两重”投入, 加快规划项目落地, 聚焦科技属性、技术价值、新兴领域, 推动落实一批强链补链重点项目, 更好发挥投资带动作用。持续提升中央企业控股上市公司质量, 不断改进和加强市值管理, 支持价值投资、理性投资、长期投资, 更好维护资本市场稳定。(资料来源: 同花顺 iFinD)

8. 广州市住建局: 从广州市住建局获悉, 广州住宅老旧电梯申报国债补贴工作指引已正式公布, 重点支持更新更换使用 15 年以上(2010 年 1 月 1 日前办理使用登记)的住宅老旧电梯。对住宅老旧电梯整体更新更换按 15 万元/台标准给予定额补助。(资料来源: 同花顺 iFinD)

9. 上交所: 据上交所企业上市服务消息, 上周(2 月 10 日—2 月 16 日)无新增 IPO 申报企业。截至 2 月 16 日, 今年新增申报企业 1 家。各板块在审企业共 210 家。其中上交所 58 家(主板 38 家, 科创板 20 家), 深交所 56 家(主板 25 家, 创业板 31 家), 北交所 96 家。(资料来源: 同花顺 iFinD)

10. 中国电动汽车充电基础设施促进联盟: 中国电动汽车充电基础设施促进联盟 17 日发布的数据显示, 全国充电基础设施数量超 1300 万台。最新数据显示, 截止到 2025 年 1 月底, 全国充电基础设施累计数量为 1321.3 万台, 同比上升 49.1%。1 月份, 充电基础设施增量为 39.5 万台, 同比上升 49.5%。其中公共充电桩增量为 18.1 万台, 同比增长 222.5%, 随车配建私人充电桩增量为 21.4 万台, 同比上升 2.9%。(资料来源: 同花顺 iFinD)

每日研报

【东兴宏观】美国 1 月通胀数据仍属于正常范围——美国 1 月 CPI 数据点评（20250217）

美国 1 月 CPI 环比 0.5%，预期 0.3%，前值 0.4%；同比 3%，预期 2.9%，前值 2.9%。

核心 CPI 环比 0.4%，预期 0.3%，前值 0.2%；同比 3.3%，预期 3.1%，前值 3.2%。

主要观点：

服务类价格环比回升，商品价格继续引导通胀波动。

季节性通胀回升较为良性，或持续至 1~2 月。

维持美国十年期国债利率上限 4.75~5%，1、2 月容易出利率高点。

标普 500 处于泡沫（35%），维持中性略偏积极。

商品价格为通胀上行主力。通胀环比继续回升（0.47%，前值 0.39%），主要受到了 1 月原油价格以及鸡蛋供应链的扰动。环比来看，能源 1.1%，食品 0.4%，其中鸡蛋 15.2%，是 2015 年 6 月以来最大的增长，也贡献了食品的 60% 的增长。住宅环比 0.4%，对通胀贡献率（30%）下降。

核心通胀反弹（0.45%，前值 0.21%）。其中核心商品环比 0.3%，前值 0。住宅以外的服务类环比 0.5%，连续 2 个月加速。核心商品的波动与最近几个月的通胀表现相关性略有升高。分项中上涨的有酒店 1.4%、车险 2%，娱乐 1%、二手车 2.2%、机票 1.2%、医疗等，下降的有服装-1.4%、个人护理、家装。同比来看，住宅 4%，车险 11.8%，医疗 2.6%，教育 3.8%，娱乐 1.6% 是主要影响体感的通胀分项。（图 6、7）

我们在上月点评中提到“季节性通胀回升较为良性，或持续至 1 月”，可容忍至 2 月。原油价格往往在年末处于低位，来年 1 月原油价格反弹，受此影响，年初通胀较容易超预期。从同比来看，超预期的通胀上涨较为集中（如能源、二手车、蛋类等），并没有扩散（服务类中其他项的同比加速下降，住宅、医疗同比回落，可选消费中的服装同比为负）。一般而言，通胀回升甚至超预期延续到 2 月仍在容忍范围内。若 3 月后仍然上行，则会引起美联储货币政策的改变。

通胀回升风险回升取决于政策节奏。对外关税，对内减税客观上有利于通胀上行。但特朗普的回归，表明基层对通胀和非法移民的容忍度降低。当前商品价格波动对通胀的影响有所上升，这意味着政策落地的节奏上必须考虑到通胀压力。全面关税迟迟未落地也体现了这一点。

政策传导需要时间。特朗普第一任期于执政第一年 2017 年 12 月正式通过减税法案，照此推测，第二任期的

减税法案落地最快在 2025 年下半年，减税对通胀的影响最快也要到 2025 年四季度才会体现。其关税政策的落地时间也会随着与各国重新谈判而有所变化。即使政策落地速度加快，从政策面传导到宏观总量也需要一段时间。因此，即使通胀的不确定性客观上行，在不考虑美联储政策的背景下，节奏上可能没有那么快体现在宏观数据中。

通胀是多重因素共振的结果，美联储政策利率的节奏也可控制通胀趋势。以 1984~1986 年降息周期为例，当时降息的出发点为强美元以及里根减税政策带来的财政赤字压力，需要降低利率水平。整个降息周期不是一蹴而就，期间嵌套了两次加息小周期，最终，降息和财政赤字并没有使得通胀反弹。从 80 年代的减税、强美元、货币政策来看，通胀最终取决于政策利率的相对位置和节奏。只要油价稳定，降息节奏不过快，存在再现 80 年代降息与通胀同时下行的可能。我们维持上半年不降息，全年降息 1~2 次的观点。

美国十年期国债利率上限维持 4.85~5%，期限利差逐渐修复。我们的模型并不支持美十债有效突破 5%。极端情况下，若美十债接近 5%，则美股可能再次迎来震荡。我们在上月 CPI 点评中提到美债在 1、2 月容易出利率高点。鉴于通胀的季节性特点（年尾到来年初通胀容易上行），叠加特朗普执政初期的政策节奏尚未完全落地，以及美联储鹰派态度模糊，1~2 月的市场情绪容易激化，较易带动利率出现阶段性高点。

美国财政部长虽然表示相对于政策利率，他更看重长期利率的下降。但根据历史经验，长期国债利率的波动是对经济的客观表现。若强行降低十年期国债利率，则有再通胀风险。

美股处于泡沫，维持中性略偏积极。银行信贷有所放松，实体经济投资止跌反弹，叠加 AI 技术突破，股市短期风险不大。类似 1997-2000 年的长期泡沫再次出现，但本次泡沫尚未达到 2000 年水平。历次长期趋势的泡沫湮灭均与货币政策收紧有关。鉴于美联储尚未进入加息通道，我们在 2023 年年底对长期趋势的看法从中性谨慎转为中性，中性是对泡沫的警惕，去掉谨慎是目前尚没有货币政策导致的流动性问题。目前，美国国债抵押市场利率波动正常，联邦隔夜拆借利率非常平稳，表明市场短期资金流动性充裕。叠加特朗普减税预期，我们对美股的态度维持中性略偏积极。当前标普 500 超出长期趋势 35%。建议维持长期仓位，密切关注资金流动性，或美十债逼近 5%。（图 13、14）

配置方面，建议适度增配 1 年期以内的利率短债，同时在美十债接近 5%时适度增配长债；美股建议维持长期仓位，密切关注资金流动性，或美十债逼近 5%。

风险提示：海外地缘政治风险上升。

（分析师：康明怡 执业编码：S1480519090001 电话：021-25102911）

【东兴】首席周观点：2025 年第 7 周（20250214）

为深入贯彻党的二十届三中全会、中央金融工作会议、中央经济工作会议精神和《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》部署要求，积极发挥资本市场功能，着力做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融“五篇大文章”，更好服务经济社会高质量发展，证监会制定了资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见。

投资建议：《实施意见》是中央经济工作会议和证监会工作会议相关政策的细化和补充，通过进一步突出国家对科技型企业等新质生产力主要载体的支持，加快资本市场要素改革，提升资本市场运行效率，最终实现资本市场生态优化和场内资金预期回报的提升。对于证券行业而言，资本市场持续性的环境优化对行业各项业务开展均大有裨益，有助于行业业绩改善和估值提升，未来更多改革和业务创新落地也有望拓宽券商业务结构，更大的发挥资本中介优势，亦可借财富管理业务大发展的有利契机，做大客户基本盘。对于保险行业而言，随着资本市场环境的持续改善和保险资金更大规模参与权益市场投资，投资收益率有望显著提升，自身长期面临的“资产荒”和利差损压力均有望得到显著缓解，自身资质的提升和流动性的改善有望实现“戴维斯双击”，助力板块估值修复。

整体上看，证券和保险行业马太效应不断增强，未来行业头部机构估值上升的空间有望打开，建议持续重点关注。此外，在 ETF 蓬勃发展的大环境下，出于投资需求的差异化，证券保险 ETF 的投资价值也应继续重点关注。

风险提示：宏观经济下行风险、政策风险、市场风险、流动性风险。

（分析师：莫文娟 执业编码：S1480524070001 电话：010-66555574 分析师：任天辉 执业编码：S1480523020001 电话：010-66554037 分析师：刘航 执业编码：S1480522060001 电话：021-25102913 分析师：林瑾璐 执业编码：S1480519070002 电话：021-25102905 分析师：张天丰 执业编码：S1480520100001 电话：021-25102914 分析师：刘嘉玮 执业编码：S1480519050001 电话：010-66554043）

【东兴银行】银行业：单月信贷增量创新高，开门红超预期——1月社融金融数据点评（20250217）

事件：2月14日，中国人民银行发布2025年1月社融金融数据。1月社融新增7.06万亿，同比多增0.58万亿；存量社融同比+8%。新增人民币贷款5.13万亿，同比多增0.21万亿；人民币贷款同比增速7.5%，环比下降0.1pct。新口径M1同比+0.4%，环比下降0.8pct；M2同比+7%，环比下降0.3pct。

观点总结：1月新增社融、信贷规模创单月新高，“开门红”超预期；反映银行年初集中投放储备项目、早投放早收益的诉求较强，信贷需求回暖仍待观察。其中，随着地产销售回暖及提前还款减少，个人住房贷款延续改善趋势，实现同比多增；非房个人贷款需求仍待修复。企业贷款投放创历史新高，或主要是各地重点项目早开工抢开工，带动基建相关配套贷款快速投放。M1口径切换，春节错位影响下增速环比下降。展望25年，在更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策下，政府债有望维持高速扩张支撑社融增长，企业、居民融资需求尚待进一步观察，在外部环境不确定性、隐债置换扰动下，预计信贷增速低于社融。

点评：

1、社融：1月新增社融、信贷规模创单月新高，“开门红”超预期。1月社融新增7.06万亿，同比多增0.58万亿；贷款、政府债券构成主要增量，单月社融及信贷增量均创历史新高。

具体来看：（1）社融口径人民币贷款新增5.22万亿，同比多增0.38万亿，创单月新高、超市场预期；新增贷

款占社融的 74%。尽管受春节影响工作日少于去年同期，以及隐债置换一定程度拖累对公贷款增长，但贷款仍在去年高基数下实现了同比多增，反映银行年初集中投放储备项目、早投放早收益的诉求较强。(2) 政府债券新增 0.69 万亿，同比多增 0.4 万亿。全年来看，在更加积极的财政政策定调下，提高赤字率，安排更大规模政府债券具有较强确定性，叠加 2.8 万亿地方化债资源，预计今年政府债将维持高速扩张态势，支撑社融增长。(3) 表外融资：三项合计新增 0.57 万亿，同比少增 284 亿；其中主要是未贴现银票新增 0.46 万亿，同比少增 983 亿。(4) 直接融资：企业债券新增 0.45 万亿，同比多增 134 亿；股票净融资 473 亿，同比多增 51 亿。

2、信贷：企业信贷投放开门红，个人住房贷款延续改善趋势。1 月金融数据口径人民币贷款新增 5.13 万亿，同比多增 0.21 万亿；贷款余额同比+7.5%，增速环比下降 0.1pct。分部门来看：

(1) 个人住房贷款同比多增，非房个人贷款需求偏弱。1 月住户贷款新增 4438 亿，同比少增 5363 亿。其中，居民短贷减少 497 亿，同比少增 4025 亿；居民中长贷新增 4935 亿，同比少增 1337 亿。个人住房贷款新增 2447 亿，同比多增 1519 亿；价格方面，1 月新发放个人住房贷款利率约 3.1%，环比基本持平。去年四季度以来地产销售持续回暖，带动按揭贷款需求修复；存量房贷利率调整后提前还款减少，共同推动个人住房贷款景气度回升。个人非房贷款需求修复较慢，尽管春节期间各种场景消费需求旺盛，消费贷亦降价促销，但在居民就业收入、资产负债表仍未出现实质改善的情况下，加杠杆消费需求较弱。

(2) 企业贷款新增占比 93%，同比大幅多增。1 月企业贷款新增 4.78 万亿，同比多增 9200 亿，创历史新高。其中，企业中长贷、短贷分别新增 3.46、1.74 万亿，同比多增 1500、2800 亿；票据融资减少 5149 亿，1 月票据转贴现利率走高亦印证企业信贷增长较好，银行缩减票据融资、加强实体投放的诉求较强。或主要是各地重点项目早开工抢开工，带动基建相关配套贷款快速投放。一季度仍需关注化债对信贷增长的拖累，以及节后复工阶段信贷需求和投放情况。

3、存款：M1 口径切换，春节错位影响下增速环比下降。1 月 M1 口径修订落地，在原先 M1 基础上纳入个人活期、非银支付机构备付金。1 月新口径 M1 增速 0.4%，环比回落 0.8pct，主要是春节错位影响。即春节企业发放奖金使得单位活期存款下降、个人活期存款增加，个人存款部分用于还贷或投资，使得 M1 增速存在季节性回落。M2 增速相对稳定，同比增 7%，环比小幅下降 0.3pct。或与年初财政支出阶段性减少，以及同业存款自律下部分非银存款流向表外资管产品有关。

银行板块投资建议：展望 2025 年，预计在逆周期调节下规模增长有望保持平稳，净息差压力可控、预计降幅收窄，房地产、经营贷等重点领域风险预期改善，预计银行盈利有望保持平稳，看好经济预期边际改善带来的估值修复。中期来看，在利率中枢下行趋势下，低利率、资产荒矛盾依然存在，仍然看好银行高股息的配置价值。资金层面，政策持续鼓励中长线资金入市，预计未来保险资金、ETF 被动资金将延续稳定增长，稳定的资金供给有望拉长银行平均持股期，有助于银行股价保持稳定绝对收益。

我们建议关注两条投资主线：(1) 中长期资金入市、指数化投资推动银行配置价值增强。在利率中枢下行趋势下，高股息标的配置价值增强。(2) 逆周期调节政策成效逐步显现之下，银行个股基本面预期改善带来估值进一步修复，建议关注有业绩释放空间的优质区域行。

风险提示：经济复苏、实体需求恢复不及预期，导致信贷增速大幅下滑；政策力度和实施效果不及预期，导致

风险抬升资产质量大幅恶化等。

（分析师：林瑾璐 执业编码：S1480519070002 电话：021-25102905 分析师：田馨宇 执业编码：
S1480521070003 电话：010-66554013）

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

以上内容来源于东兴证券研究报告的观点。

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。