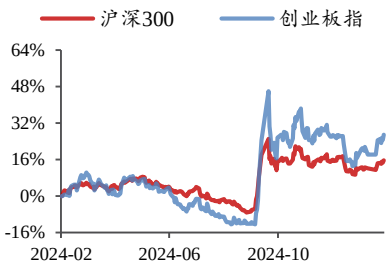


2025 年 02 月 17 日

开源晨会 0217

——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(%)
计算机	3.517
医药生物	2.412
传媒	1.600
通信	1.245
汽车	1.201

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
房地产	-1.417
建筑材料	-0.886
综合	-0.834
商贸零售	-0.687
钢铁	-0.543

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】特朗普关税政策再起新变化——宏观周报-20250216
- 【宏观经济】企业贷款有力支撑信贷“开门红”——宏观经济点评-20250215
- 【宏观经济】货币政策的内在逻辑和短期博弈——四季度货币政策报告学习-20250214
- 【固定收益】中美关税预期差，2025 年防范债市波动——事件点评-20250216
- 【固定收益】宽信用下信贷和社融超预期改善——事件点评-20250216

行业公司

- 【中小盘】比亚迪召开智驾发布会，汽车智能化下半场加速——中小盘周报-20250216
- 【社服】潮玩与国漫共生共荣，东方美学重塑品牌格局——2025 年春季投资策略-20250214
- 【机械】特斯拉量产和 DeepSeek：人形机器人的两件大事——行业周报-20250216
- 【地产建筑】REITs 发行市场长期活跃，消费 REITs 表现持续优异——行业周报-20250216
- 【建材】稳楼市工作持续推进，重视建材布局机会——行业周报-20250216
- 【社服】1 月潮玩线上高景气度延续，茶咖品牌布局餐食赛道——行业周报-20250216
- 【食品饮料】白酒筑底具备配置价值，大众品成长性思路选股——行业周报-20250216
- 【非银金融】交投活跃利好券商，汇金控股券商增至 6 家——行业周报-20250216
- 【商贸零售】永辉超市调改店春节销售亮眼，变革持续深化——行业周报-20250216
- 【建材】低空经济刺激需求，碳纤维有望迎来底部反转——行业点评报告-20250216
- 【农林牧渔】年后猪价持续下挫，期待仔猪补栏、二育入场逐步对猪价形成支撑——行业周报-20250216
- 【计算机】周观点：继续推荐 deepseek 投资机会——行业周报-20250216
- 【化工】本周多家铬盐企业发布涨价函，尿素市场需求好转——行业周报-20250216
- 【通信】重视 AI 云计算产业大机遇——行业周报-20250216
- 【煤炭开采】煤价下探寻底仍有支撑，煤炭攻守兼备——行业周报-20250216
- 【银行】信贷节奏前置，非银存款继续收缩——1 月金融数据点评-20250216
- 【食品饮料】1 月电商数据分析：大众品线上表现优于白酒，看好零食板块成长性——行业点评报告-20250214

研报摘要

总量研究

【宏观经济】特朗普关税政策再起新变化——宏观周报-20250216

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 沈美辰（分析师）证书编号：S0790524110002

国内宏观政策：短期内货币宽松节奏或有不确定性

过去两周（2月3日-2月16日）国内宏观主要聚焦以下几个方面：

经济增长方面，国务院总理李强主持召开国务院常务会议，研究提振消费有关工作，要大力支持居民增收，促进工资性收入合理增长，支持新型消费加快发展，促进“人工智能+消费”等。2月14日，国家发改委表示，2025年要加大宏观政策逆周期调节，全方位扩大国内需求。实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，打好政策“组合拳”。

基建与产业方面，近两周政策聚焦新能源上网电价市场化改革、优化调整国家物流枢纽规划布局、发改委将推动冰雪经济纳入国家“十五五”相关规划、进一步发展完善数字经济、农业农村部印发《全国农业科技创新重点领域（2024-2028年）》等。

货币方面，央行发布四季度货币政策执行报告。《报告》强调实施“适度宽松的货币政策”“强化逆周期调节”，及“推动企业融资和居民信贷成本下降”，基调比三季度更偏宽。但同时短期内宽松节奏或有不确定性，《报告》新增“根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机调整优化政策力度和节奏”，并加强对稳汇率的重视。我们认为后续仍可能降准降息，但宽松的节奏或需权衡后而定。降准降息的下一个窗口期，核心或是人民币汇率压力边际减弱。可关注国内1-2月经济数据，以及后续贸易局势是否出现超预期变化。

消费政策方面，近两周多省份继续发放大规模消费券，如山东省发放总额为3亿元消费券、上海市将发放5亿元服务消费券。主要涉及消费品以旧换新之外的餐饮住宿、旅游、电影等业态。商务部、文化和旅游部、国铁集团等9单位印发《关于增开银发旅游列车促进服务消费发展的行动计划》，将银发旅游列车适老化、绿色化、舒适化改造纳入大规模设备更新和消费品以旧换新支持范围。

金融监管方面，证监会发布《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》，提出八方面共18条政策措施，推动要素资源向科技创新、先进制造、绿色低碳、普惠民生等重大战略、重点领域、薄弱环节集聚。此外，《国务院关于规范中介机构为公司公开发行股票提供服务的规定》2月15日起施行，中介机构IPO项目开始执行分段收费；金融监管总局明确10家试点保险公司开展投资黄金业务试点。

贸易相关政策聚焦商务部对美国加征关税发表回应，中方敦促美方摒弃零和思维，纠正错误做法，回到多边贸易体制正确轨道上来，与各国一道通过平等磋商解决各自关切。此外，商务部对钨、锑、铋、钼、铟相关物项实施出口管制；工信部等五部门调整重大技术装备进口税收政策有关目录。

海外宏观政策：美国总统特朗普将引入对等关税

海外宏观方面，2月14日，美国总统特朗普签署备忘录，将引入对等关税。特朗普表示，将考虑把采用增值税制度的国家作为关税对象；不要期待会有任何豁免；很快将对汽车、钢铁、铝和药品加征关税。美国印度讨论贸易合作，2月15日美国总统特朗普与印度总理莫迪在白宫会面。特朗普表示，印度和美国已就能源问题达成协议，美国和印度的贸易逆差近1000亿美元，美国希望能够销售石油和天然气来弥补赤字，印度将会购买美国的石油和天然气。

美联储主席鲍威尔表示，基础经济非常强劲；政策存在不确定性；需要静观政策的效果，才能考虑未来的行动；在通胀问题上接近但尚未达到目标；目前希望保持政策的紧缩状态；美联储可能不得不针对关税政策调整利

率。

风险提示：国内外货币政策持续分化，国内政策执行力度不及预期。

【宏观经济】企业贷款有力支撑信贷“开门红”——宏观经济点评-20250215

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 沈美辰（分析师）证书编号：S0790524110002

事件：1月社会融资规模增长7.06万亿元，前值28507亿元；新增人民币贷款5.13万亿元，前值增加9.9万亿元。

信贷：总量改善，“开门红”表现不负所望

1月信贷增加5.13万亿元，同比多增2100亿元。

1、居民端信贷较为平淡。居民贷款新增4438亿元，同比少增5363亿元。1月春节假期如何影响居民贷款？一方面，春节假期加大居民消费需求释放，银行营销力度提升也会拉动消费贷增长。另一方面，春节前居民偿还贷款的倾向增加（年终奖发放），以及节前购房需求相对低迷，对零售贷款起到负向作用。1月数据结构看，居民各期限信贷增长偏慢，短贷减少497亿，同比少增4025亿；中长贷正增4935亿元，同比少增1337亿元。同春节在1月的2017、2020、2023年均值相比，居民贷款仍少增1040亿元，可比口径下弱于季节性。或指向2025年春节对零售信贷的负面拉动略强于消费的正向拉动，居民消费活跃度平稳，消费贷投放力度不高。

2、对公是“开门红”重要支柱，企业中长贷迎拐点。1月新增企业贷款4.78万亿元，同比多增9200亿元。结构有所改善，企业中长贷时隔18个月后同比多增，短贷季节性走强。企业中长贷新增34600亿元，同比多增1500亿元。企业中长贷结束了长达1年半的同比少增，且达到了历史同期次高值，反映银行对公“靠前发力”的意愿，以及前期项目储备较为丰富。同时，考虑化债置换贷款在进行，企业贷款读数是克服扰动后的高增，“开门红”成色尚佳。开年对公贷款投放除前期储备项目外，部分股份行、城商行还倾向于尽早投放城投类贷款。企业短贷同比多增2800亿元，比过去5年均值多增6749亿元，增长明显；表内票据负增5149亿元，同比少减4584亿元，1月票据利率大幅走高，结合票据融资负增，可能存在银行以短贷代替票据的情况。但短贷超季节性高增也一定程度上确认信贷结构的改善，实体融资需求边际回暖。

社融：社融总量走强，信贷和政府债券为支撑

1月社融增加70600亿元，同比多增5866亿元，增速维持8%。新增社融口径人民币贷款52200亿元，同比多增3799亿元。信贷“开门红”有效支撑社融增长。政府债券净融资新增6933亿元，是2020年以来的季节性新高，同比多增3986亿元。1月特殊再融资债净融资额约为1317亿元，同比增加1423亿元。其他分项方面，企业债券融资小幅改善，同比多增134亿元。非标融资总体少增，表外票据和信托贷款分别同比少增983、109亿元，委托贷款同比多增808亿元。剔除政府债的社融存量增速录得6.11%，环比小幅下跌。

广义货币：可比口径下M1增速较前值回落

1月M1增速回落0.8个百分点至0.4%（与可比口径回溯的12月增速1.2%相比），M2回落0.3个百分点至7%。M1口径修订后，将居民活期存款纳入统计，弱化了春节效应居民和企业存款“跷跷板”的扰动。2024年1月M1回溯后的可比增速为3.3%，高基数下1月M1增速较前值回落。存款结构看，节前居民存款多增符合季节性，受缴税等因素影响私人部门存款向政府部门转移。居民存款同比多增29900亿元，企业存款同比少增13460亿元。非银存款流出11100亿元，或受同业活期纳入自律管理影响。财政存款增加3324亿元，同比少增，可能因素或是私人部门存款转移不及往年，或财政支出高于季节性。在非银存款拖累和高基数影响下，M2增速小幅回落。

总体来看，1月信贷“开门红”成色合意，总量结构均有改善。企业贷款为主力，体现金融机构在政策引导下加大对公信贷投放，并优化信贷结构。但也要看到居民端信贷需求改善缓慢，春节消费场景对信贷的拉动效果有限；企业信贷走强更偏政策和机构投放节奏因素，向后看，实体经济需求的实质性改善仍需观察后续数据。

风险提示：政策执行力度不及预期，经济超预期下行。

【宏观经济】货币政策的内在逻辑和短期博弈——四季度货币政策报告学习-20250214

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 沈美辰（分析师）证书编号：S0790524110002

事件：2月13日央行发布《2024年四季度货币政策执行报告》（简称《报告》）。

经济及物价：关注外部环境外溢影响，对国内经济展望积极

1、国际形势方面，央行认为外部环境变化的复杂性加深，如全球增长动能不足、贸易增长前景面临挑战、通胀风险仍需警惕等，“对我国经济产生外溢影响”。国内方面，央行对2025年的经济展望较为积极，认为经济将保持稳定增长，支持经济回升向好的积极因素增多，但仍有需求不足、企业经营、就业等困难。

2、物价：央行指出2024年物价已温和回升，CPI上涨0.2%，PPI降幅收窄至2.2%。对2025年的物价展望更为乐观，认为在经济回升向好势头下物价有望延续温和回升态势，中长期物价保持基本稳定有坚实基础。

货币政策：央行稳汇率更加“坚决”，降准降息需等待合适窗口

（1）短期多重目标权衡不改货币宽松基调。《报告》强调实施“适度宽松的货币政策”“强化逆周期调节”，及“推动企业融资和居民信贷成本下降”，基调比三季度更偏宽。但同时短期内宽松节奏或有不确定性，《报告》新增“根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机调整优化政策力度和节奏”。一方面，我们认为后续仍可能降准降息，原因一是我国当前实际利率偏高，还有下行空间。二是促进物价合理回升仍是“把握货币政策的重要考量”，降息提振需求有利于物价回升。三是应对国内外风险隐患，货币政策的力度和空间都相对灵活，是“超常规逆周期调节”的重要手段。但另一方面，宽松的节奏或需权衡后而定。根据国内外金融形势而择机调整优化政策或暗含人民币汇率的考量，货币决策或取决于国内经济现状与稳汇率的平衡，降准降息可能会择机落地。

（2）当前货币政策重心或在稳汇率。《报告》相对于Q3报告新增“增强外汇市场韧性”，并提到“稳定市场预期，加强市场管理”，删除Q3报告的“保持汇率弹性”。在外汇市场管理方面增加“三个坚决”，“坚决对市场顺周期行为进行纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防范汇率超调风险”，体现出当前货币政策的重心向稳汇率偏移。“发挥好汇率对宏观经济、国际收支的调节功能”或指向若关税政策对国内经济影响外溢，汇率定力可能适时调整。这也意味着，降准降息将要等待下一个窗口期，核心或是人民币汇率压力边际减弱。可关注国内1-2月经济数据，以及后续贸易局势是否出现超预期变化。

（3）持续挖掘信贷需求和优化信贷结构。信贷方面，央行延续强调“深入挖掘有效信贷需求”。在专栏4《再贷款的机理、演进和发展》中，央行表明不断创新再贷款工具旨在促进信贷结构优化，但解决重点领域的融资需求，还需要提升信贷结构与经济结构的适配性，信贷仍是金融服务实体经济的第一线。

（4）理顺利率传导，强化自律机制新规执行。央行延续表示“引导货币市场利率围绕政策利率中枢平稳运行，逐步理顺由短及长的利率传导关系”，强调“强化利率政策执行”，“有效落实各项利率自律倡议，维护市场竞争秩序”，或与四季度两项市场利率定价自律机制新规有关，强调政策的落地执行。此外，央行还表示“持续增强债券市场功能和服务实体经济能力”，加大债市“对科技创新、促进消费等的支持力度”，将进一步加强债券市场的建设完善。

（5）公开市场操作逐渐完善。专栏1《进一步完善央行公开市场操作体系》描述了改革完善公开市场操作体系的三个方面：确立7天逆回购利率为核心政策利率；启动国债常态化买卖作为基础货币投放新渠道，创新买断式逆回购工具填补期限空白；拓展工具箱创设非银机构流动性支持工具等。

防风险及房地产：强化金融监管力度

防风险方面，金融稳定风险化解有新表述。央行指出“探索拓展中央银行宏观审慎与金融稳定功能，创新金融工具”，并强调“督促系统重要性银行落实附加资本和杠杆率要求”，对银行的监管要求更加具体。此外，“稳步

拓宽附加监管覆盖范围至非银领域”指向非银领域监管可能进一步强化。

房地产方面，央行指出“加大存量商品房和存量土地盘活力度”、“完善房地产金融基础性制度”，2025 年金融对地产的支持有望加力。

风险提示：经济超预期下行；政策力度不及预期。

【固定收益】中美关税预期差，2025 年防范债市波动——事件点评-20250216

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 刘伟（分析师）证书编号：S0790524070008

2025 年 2 月 13 日，美国总统特朗普签署备忘录，要求相关部门确定与每个外国贸易伙伴的“对等关税”。

2025 年中美关税，对中国资本市场或影响有限

2018 年中美关税问题首次出现，对中国资本市场影响明显。

2018 年 3 月 8 日，美国总统特朗普签署公告，决定对自中国进口的钢铁和铝产品分别加征 25% 和 10% 的关税。之后，中美关税问题逐步被资本市场关注。

汇率上，美元兑人民币从 2018 年 3 月低点 6.24 最高上升至 10 月 6.98，人民币汇率贬值幅度明显；股市上，上证指数持续下跌，直到 2019 年 1 月才见底回升，期间最低点跌至 2441 点，股市表现不佳。

但 2019 年中美关税再次升级之后，对中国资本市场影响不再明显。

2019 年 5 月，美国对 2000 亿美元中国商品的关税从 10% 提高到 25%，中国随即宣布对 600 亿美元的美国商品加征关税，中美关税问题升级。

但中国资本市场，2019 年全年上证指数上涨 22.3%，美元兑人民币 2019 年 1 月 2 日为 6.85、2019 年 12 月 31 日为 6.97，汇率基本稳定，不难看出，2019 年中美关税对中国资本市场影响不明显。同时，2019 年 PMI 从 1 月 49.5% 上升至 12 月 50.2%，经济并未明显受到关税影响，反而呈现趋势回升。

我们认为，2025 年中美关税问题，对中国经济和资本市场或影响有限。

经济上，当前中国经济更注重内需，出口问题对经济影响或有限；资本市场上，我们认为，影响资本市场的主要是“预期差”，或者说，超出市场预期的事件，比如，2018 年关税首次出现则影响显著、2019 年关税升级则影响并不明显，考虑到 2024 年 11 月特朗普胜选已经被定价，预计 2025 年中美关税影响或有限。

特朗普 2.0，重在美国自身利益、而不是围绕中国

特朗普第一任期时期（2017 年 1 月 20 日-2021 年 1 月 20 日），特朗普的关税政策主要是围绕中国实施，比如，2018 年对中国加征关税、2019 年继续提高关税，整体上“关税围绕中国”实施。

反观当前特朗普第二任时期（2025 年 1 月 20 日-至今），特朗普的关税政策主要是维护美国自身利益，而非继续围绕中国进行，比如，2025 年 2 月 13 日的对等关税，预计对欧洲、巴西、印度等国影响更为明显，对中国的影响反而不大，整体上，特朗普 2.0 并非围绕中国，而是重视美国自身利益、重振美国制造业，对中国实际影响或低于市场预期。

我们认为，特朗普 2.0 时期的政策核心已经由特朗普 1.0 的“围绕中国”转变为“美国为主”，对中国的关税影响要小于特朗普 1.0 时期。同时，如果特朗普 2.0 政策影响了美国与其他国家的贸易，中国反而有可能受益。

债市观点：防范债市的潜在波动

我们认为，当前市场对中美关税问题相对悲观，如果未来特朗普 2.0 实际上中美关税反而相对平稳，市场预期存在一定的修正。

另外，考虑到 2025 年国内政策确定性转向扩张性政策，以及 2025 年地产周期或企稳，2025 年经济有望回升。

债券市场上，当前 7 天 OMO 利率 1.5%，历史上 10 年国债收益率与政策利率的利差为 40BP 到 70BP，对应 10 年国债收益率合意区间 1.9%-2.2%，而 2025 年 2 月 14 日 10 年国债收益率 1.65%，意味着当前债市降息预期至少为 25BP。

另一方面，当前资金利率低点基本在 1.7% 左右，意味着央行合意的资金利率或为 1.7%，已经高出 7 天 OMO 利率 20BP，当前债市或面临一定的调整压力。

债市观点上，我们认为，当前需要重点防范债市的潜在波动。(1) 长端债券收益率明显上行不需要经济明显复苏，只要降息预期回落即可；(2) 股市持续上涨或降低降息预期；(3) 当前市场已经提前定价了至少 25BP 降息预期，且央行合意资金利率反而高出 7 天 OMO 利率 20BP，市场定价已经明显偏离央行合意水平。

转债观点：看好小盘转债

我们认为，由于国内政策确定性转向扩张性政策，以及 2025 年大概率是财政和信用政策宽松，转债市场存在良好的投资机会，重点关注小盘转债。

一方面，“核心资产”具备超额收益往往发生在经济确定性复苏阶段，另一方面，“红利资产”为类长久期债券资产，具备超额收益往往发生在长端国债收益率明显下行阶段。考虑到当前市场投资者对中长期预期仍然存在一定的不确定性，以及长端国债收益率或难进一步明显下行，核心资产和红利资产或难以具备超额收益，我们建议关注小盘转债的超额收益机会。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

【固定收益】宽信用下信贷和社融超预期改善——事件点评-20250216

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

央行公布 2025 年 1 月金融数据，信贷和社融数据均超预期。新增人民币贷款 5.13 万亿元，同比多增 2100 亿元；社融新增 7.06 万亿元，同比多增 5833 亿元；社融存量同比增长 8%，与前值持平。

宽信用下信贷和社融超预期改善，政策组合或是“宽信用+紧货币”

宽信用下信贷和社融或迎来趋势性上行。2024 年社融和信贷大部分时间是同比少增的，导致信贷和社融增速整体趋势性下行，主要是由于金融行业的规范、对地方政府隐性债务的治理等收缩性政策导致的，2024 年整体是紧信用；

2024 年“9.26”后，由收缩性政策转为扩张性政策，社融近两个月同比多增，人民币贷款 1 月开始同比多增，社融存量增速 10 月份开始企稳回升，社融和信贷拐点已现，是政策取向发生变化的验证，2025 年整体转为宽信用；

同时，2024 年央行货币政策执行报告强调“引导金融机构深入挖掘有效信贷需求”，2024 年四季度央行例会也提到“引导金融机构加大货币信贷投放力度”，表明 2025 年政策是宽信用的逻辑，预计 2025 年信贷、社融会有一个趋势性上行。

当前的政策组合或是“宽信用+紧货币”。2025 年 1 月份资金面一直偏紧，但是信贷和社融表现较好，资金偏紧和信贷、社融没有特别明显的关系。

央行货币政策执行报告中提到“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”，我们认为对应的政策组合是“宽信用+紧货币”，防范资金沉淀空转对应的是资金收紧，深入挖掘有效信贷需求对应的是宽信用，二者并不矛盾，是可以组合使用的。

国内的信贷政策和货币政策在一定程度上是独立的；历史上，国内曾在 2009 年 6 月后、2020 年 5 月后都实

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

行过“宽信用+紧货币”的政策组合。原因是信贷投放和资金利率没有直接关系，当前贷款利率处在历史最低水平，核心是贷款利率和信贷额度，而不是资金利率的高低。

企业融资需求改善，居民信贷需求仍待恢复，政府债券继续支撑社融

1月企业贷款总量和结构均有改善。1月新增企业贷款4.78万亿元，同比多增9200亿元，结束了此前连续8个月同比少增的情况；其中企业中长期贷款同比多增1500亿元，此前10个月同比少增，表明企业投资需求逐步改善；

1月新增居民贷款4438亿元，同比少增5363亿元，主要是受到居民短期贷款的拖累，1月居民短期贷款减少497亿元，同比多减4025亿元，或是受到春节和证券市场表现的影响；新增中长期贷款4935亿元，同比少增1337亿元，但仍在改善，同比少增是受到春节错位的影响；据新华社，从央行了解到1月个人住房贷款新增2447亿元，同比多增1519亿元，居民房贷需求在回升。

政府债券仍然是社融主要支撑。1月政府债券净融资6933亿元，同比多增3986亿元，市场认为政府债券多增，实体经济融资需求不足；我们认为实体经济是顺周期的，政府行为是逆周期及领先的，2025年政府债券相比2024年多发、早发体现了政府的宽财政和逆周期调节。未来在宽信用政策基调下，财政政策有望更加积极，后续政府债券融资或保持相对高位，政府债券或继续对社融形成支撑。

货币口径调整提升M1同比增速中枢，非银存款减少拖累M2。2025年1月起，央行调整M1口径，加入了个人活期存款和非银行支付机构客户备付金，由于个人活期存款的增长，口径调整之后使得M1同比增速中枢上升，2024年12月M1同比增速由-1.4%调整为1.2%；新口径下2025年1月M1同比+0.4%，较2024年12月+1.2%下降，主要是受到春节相对较早的影响。

1月M2同比从2024年12月的7.3%降至7.0%，主要是受到非银存款减少的影响；1月新增非银存款为-11100亿元，同比少增16626亿元，自2024年11月底非银同业存款利率自律管理的倡议发布以来，非银存款持续流失。

降息预期下降，债市或面临调整压力

当前宽信用下，信贷增速企稳，社融拐点已现，降息的必要性下降，至少降息的预期幅度减小；而当前债券收益率已经隐含了30-60bp的OMO利率降息预期，但当前资金利率持续高于OMO利率，一正一负已经有50-80bp的预期差。

当前债市调整，并不需要“经济强复苏”，只需要“降息预期下降”；信贷和社融企稳回升使得降息预期下降，或将导致债市的调整。

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】比亚迪召开智驾发布会，汽车智能化下半场加速——中小盘周报-20250216

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：国常会：支持新型消费加快发展，促进“AI+消费”

市场表现：本周（指2月10日至2月14日，下同）上证综指收于3347点，上涨1.30%；深证成指收于10749点，上涨1.64%；创业板指收于2215点，上涨1.88%。大小盘风格方面，本周大盘指数上涨1.18%，小盘指数上涨2.22%。2024年以来大盘指数累计上涨15.59%，小盘指数累计上涨7.71%，小盘/大盘比值为1.31。溯联股份、美格智能、长光华芯本周涨幅居前。

本周要闻：比亚迪全系车型将搭载高阶智驾技术；地平线征程6全球首发落地比亚迪天神之眼；智界R7累

计大定破 7 万台，余承东称后面还将发力；尊界技术发布会定档 2 月 20 日；华为靳玉志：深蓝 S09 全尺寸 SUV 标配乾崮智驾、鸿蒙座舱；广汽传祺 M8 乾崮系列 MPV 官宣；北汽蓝谷将升级开发三款享界车型；长安：控股股东可能变更、将推 35 款数智新车；小鹏 5 月推出 MONA M03 Max；国常会：支持新型消费加快发展，促进“人工智能+消费”。

本周重大事项：2 月 11 日，金桥信息发布员工持股计划，其业绩指标：以 2024 年营收为基数，2025 年营收增长率不低于 5%或以 2024 年净利润为基数，2025 年净利润减亏不低于 5%。

本周专题：比亚迪召开智驾发布会，汽车智能化下半场加速

比亚迪召开智驾发布会，以智驾提升产品竞争力。2 月 10 日，比亚迪举办智能化战略发布会，重磅发布全民智驾战略，宣布全系车型将搭载天神之眼高阶智驾技术，10 万元级别、10-20 万元级及 20 万元以上车型都将全系搭载。智驾“加量不加价”，天神之眼 C 首批上市 21 款车型，覆盖 7 万级到 20 万级。结合比亚迪产品矩阵价格带来看，天神之眼 C 全面覆盖了 20 万元以下的车型，高配售价超过 20 万元的汉、唐、宋 L 等车型，则开始搭载带激光雷达的天神之眼 B 方案。通过使用纯视觉方案，天神之眼 C 实现明显降本，10 万级主流价位段也将有大量车型密集上车。同时，汉、唐及腾势等高端系列有望通过全国开城的城市 NOA 功能补齐智驾短板。

天神之眼 C 推动定价下探，三目配置实现高快速领航。天神之眼 C 使用纯视觉方案，城市记忆领航功能即将上线。天神之眼 C 高阶智驾方案是本次发布会的重点，同时也是比亚迪智驾实现普及的重要抓手。天神之眼 C 在感知硬件方面配置了 12 颗摄像头、5 颗毫米波雷达和 12 颗超声波雷达，可实现高速领航功能，城市记忆领航功能将于 2025 年底前 OTA 升级。据汽车之家消息，比亚迪天神之眼 C 全硬件成本仅在 4000 元左右，能够更好地推动高阶智驾普及。

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）；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。

【社服】潮玩与国漫共生共荣，东方美学重塑品牌格局——2025 年春季投资策略-20250214

初敏（分析师）证书编号：S0790522080008 | 李睿娴（联系人）证书编号：S0790122120005 | 程婧雅（联系人）证书编号：S0790123070033

1. 潮玩：潮玩与国漫共生共荣，首饰+IP 跨越文化与时尚

（1）国内文化工业结构性突围，2024 年或为中国文化出海元年。2025 年春节档《哪吒 2》成为继《黑神话悟空》又一现象级文化产品，代表了国内 ACG 产业在政策扶持、技术迭代、资本关注与文化自信的多重拉力中，逐步完成从“艺术实验”到“工业体系”的蜕变，带动技术、人才、资本、商业运作模式等产业链条完善，为国内 IP 产业生态繁荣推波助澜。根植于中国特色文化，我们认为潮玩与国漫（游戏）核心群体重叠度极高，IP 生态上下游高度互补，特别对于国内文化产品和品牌出海，彼此形成潮玩以“轻符号”降低认知门槛，动漫以“重叙事”深化文化认同的双重突围，看好 IP 商业化能力强、品牌用户基础扎实、终端渠道布局广泛的头部品牌受益于国产 IP 产业发展红利。受益标的：泡泡玛特、布鲁可、名创优品。

（2）重视“IP+”跨品类潮流市场空间：i.IP 饰品：珠宝 IP 联名正呈现出蓬勃发展趋势，Tiffany 推出宝可梦联名款，泡泡玛特推出独立珠宝品牌，单价对标潘多拉，已有三家快闪店开业。ii.食玩：2024 年国内市场规模达万亿级，麦当劳、肯德基、瑞幸等 IP 联名火爆，传统食玩如小浣熊等成为记忆经典，验证“食+玩”赛道长青、

高景气，同时初创食玩品牌快速增长，卡游、泡泡玛特、华立科技等入局食玩，新品陆续推出中。iii.智能玩具：儿童、成人智能玩具市场快增，全球智能玩具市场规模有望于2030年达到1099.8亿美元，CAGR为26.08%，增速远高于传统玩具市场；随近期Deepseek触发大模型降本，填平了横亘在企业与AI技术之间的成本鸿沟，未来AI陪伴应用落地有望加速。

(3) 二手潮玩：对比奢侈品、迪士尼看二手潮玩发展之路，我们认为健康、可持续的消费者生态，对于品牌和IP价值增长的重要性突出，多措并举整治黄牛本质是对长期品牌形象的保护，以经典款持续供货满足大众消费，限量款溢价拉升稳固圈层的产品策略能够带来经济利益最大化。

2. 东方美学：传统文化与现代元素碰撞，奠定品牌顶流地位

东方美学正以全新姿态助力国内品牌高端化升级之路，2024年中式话题保持高热态势，千瓜数据显示，相关种草笔记数增长71%，商业笔记数增长168%。众多奢侈品品牌将中国非遗技艺运用到产品设计中，如香奈儿x漆艺，Burberry x 竹编等。中式祈福元素在奢侈品中应用广泛，如代表幸运的梵克雅宝四叶草系列，2024年12月梵克雅宝中国单店店效为1695万元，同比增长14%。

(1) 奢侈品：在全球15大顶级奢侈品品牌中，有12个来自欧洲，文化底蕴与皇室绑定起到关键作用。早在十八世纪“中国热”便席卷欧洲，中国传统东方美学在全球时尚界和艺术圈享有较高赞誉，随抖音、小红书等媒体开放国门，有望助力品牌加速扩圈。泡泡玛特高端收藏MEGA系列，引入粉彩瓷器、木质雕刻的千年传承古法工艺，将绚丽、繁复、细腻的设计巧思与奢华的古典审美相融合，推出“嫣胭入轧·瓷”、“藏金无痕·木”两大顶流单品，备受二手收藏圈层追捧。

(2) 美妆：东方美学通过文化溯源、产品设计融合、妆面风格演绎等赋能美妆行业。中国化妆品出口规模稳步增长，背后是中华文化底蕴支撑。以花西子为例，在文化出海方面通过产品设计、产品介绍、科研配方等多方面展现中国文化，东方美学支撑品牌出海大放异彩。营销方面，宣传东方美学之美获得关注度。毛戈平出海在产品选择上主打“故宫”合作款，着重体现宫廷御用的贵气和使用仪式感。宫廷御用品牌在出海传播、高端化方面具有优势。受益标的：毛戈平。

风险提示：国内及全球宏观经济波动；项目落地不及预期；零售不及预期；新进入者或已有竞争者带来的行业竞争加剧等。

【机械】特斯拉量产和 DeepSeek：人形机器人的两件大事——行业周报-20250216

孟鹏飞（分析师）证书编号：S0790522060001 | 熊亚威（分析师）证书编号：S0790522080004

特斯拉：上调机器人指引，“量产”成为2025年的关键词

马斯克在1月底业绩会表态，将机器人2025年量产预期上调至1万台，此后产量或将以每年10倍的速度增长；2月初特斯拉招聘工程师为加州弗里蒙特工厂大规模量产人形机器人做准备。我们认为意味着特斯拉在三方面取得重大突破：1、12月初发布的机器人“蒙眼”爬坡视频，说明历经一年多的数据训练取得显著进展，机器人获取真实世界物理数据的能力大幅提升，具备了落地的基础。2、马斯克1月初宣布将在未来几周后发布机器人重要更新，说明技术成熟度在快速提升，有望解锁更多应用场景。3、零部件定制逐步走向定型，供应链趋向清晰，特斯拉的技术路线有望成为业界标准模版。我们认为在核心零部件供应商由特斯拉指定的情况下，是否具备大规模量产能力成为核心竞争力。以量产为导向，我们建议重点关注：1、具备机电一体化能力的新的执行器供应商（TIER1）以及相关的供应链；2、2025年Q3可能是机器人放量及供应商确认的核心时间点，主要零部件供应商需提前做相应的资本开支准备。

DeepSeek：大幅降低机器人训练和推理成本，“小脑”将成为核心竞争力

“大脑”对应人形机器人认识和理解世界的通用大模型，负责感知环境、处理信息、决策和规划动作。DeepSeek的诞生对人形机器人有重要推动意义：1、大幅降低“大脑”的训练和推理成本（仅为GPT4o的1/10）；2、开源

平台赋予“大脑”开发更多便捷及可能性，加速迭代。“小脑”负责机器人精确的动作控制和平衡维持，连接“大脑”智能与“身体”硬件，决定人形机器人适应和改变物理世界的能力，即“端到端”。Figure 中止与 OpenAI 合作并发力端到端，我们认为这代表了在“大脑”门槛及成本降低趋势下，“小脑”将成为人形机器人的核心竞争力。宇树机器人在春晚的表现也证实了这一点。建议重点关注“小脑”的高技术壁垒重要硬件：运控（驱动器和控制器）。

投资建议：关注核心环节执行器、丝杠、灵巧手、运控

（1）执行器：马斯克提及现有执行器难以满足人形机器人落地要求，特斯拉需要定制开发。推荐标的：震裕科技。受益标的：三花智控、拓普集团。

（2）丝杠：丝杠是价值量最高的零部件，设计及工艺要求高，量产难度大。关注具备正向设计及规模化量产能力的公司。推荐标的：五洲新春、震裕科技、恒立液压。

（3）灵巧手：竞争格局最好的环节之一。马斯克表示灵巧手工程量可能占整机开发工程一半。特斯拉自研灵巧手，关注微型丝杠、微型齿轮箱、空心杯电机和微型电机、传感器等核心零部件。受益标的：兆威机电、丰立智能。

（4）运控：决定人形机器人适应和改变物理世界的能力，即“端到端”。DeepSeek 等大模型降低“大脑”成本及门槛，“小脑”将成为人形机器人核心竞争力。重点关注“小脑”的高技术壁垒重要硬件：运控。推荐标的：雷赛智能。受益标的：固高科技。

风险提示：人形机器人产业发展不及预期、国产厂商入供进度不及预期。

【地产建筑】REITs 发行市场长期活跃，消费 REITs 表现持续优异——行业周报-20250216

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

REITs 发行市场长期活跃，消费 REITs 表现持续优异

2025 年第 7 周，我们跟踪的中证 REITs（收盘）指数为 854.68，同比上涨 8.45%，环比上涨 1.77%；中证 REITs 全收益指数 1051.11，同比上涨 26.7%，环比上涨 1.77%。本周 REITs 市场交易规模成交量达 10.36 亿份，同比增长 25.93%；成交额达 41.55 亿元，同比增长 32.71%；区间换手率 6.00%，同比下降 19.02%。本周保障房、环保、高速公路、产业园区、仓储物流、能源、消费类 REITs 一周涨跌幅分别为-2.02%、+0.99%、+2.20%、+2.40%、+4.45%、+1.07%、+1.93%；一月涨跌幅分别为+1.87%、+1.53%、+4.08%、+6.77%、+10.63%、+2.53%、+14.01%。我们认为，债券市场利率中枢下行压力下，“资产荒”逻辑将继续演绎，REITs 作为高分红、中低风险的资产，在政策力度加强以及社保金和养老金入市预期下，将持续提升配置性价比，板块具备较好的投资机会，维持行业“看好”评级。

汇添富九州通医药 REIT 披露认购情况，济南能源供热 REIT 即将上市

国泰君安济南能源供热 REIT（508087）将于 2 月 17 日在上海证券交易所上市。项目为全国首单市政基础设施公募 REIT，也是首单供热基础设施公募 REIT，基金认购价格为 7.4800 元/份。按 2 亿份的发售份额数量计算，预计募集资金总额为 14.96 亿元；汇添富九州通医药 REIT（508084）披露基金认购申请确认比例结果的公告，根据公告内容，本基金战略投资者有效认购申请确认比例为 100%；网下投资者有效认购申请确认比例为 2.01531640%；公众投资者有效认购申请实际确认比例为 0.0838695%。

一周行情：消费 REITs 单周上涨 1.93%，单月累计上涨 14.01%

2025 年第 7 周，中证 REITs（收盘）指数为 854.68，同比上涨 8.45%，环比上涨 1.77%，2024 年年初至今累计上涨 12.99%，同期沪深 300 指数累计上涨 14.8%，累计超额收益-1.82%；中证 REITs 全收益指数 1051.11，同比

上涨 26.7%，环比上涨 1.77%，2024 年年初至今累计上涨 21.97%，同期沪深 300 指数累计上涨 14.8%，累计超额收益+7.17%。本周保障房、环保、高速公路、产业园区、仓储物流、能源、消费类 REITs 一周涨跌幅分别为-2.02%、+0.99%、+2.20%、+2.40%、+4.45%、+1.07%、+1.93%；一月涨跌幅分别为+1.87%、+1.53%、+4.08%、+6.77%、+10.63%、+2.53%、+14.01%。

一级跟踪：22 只 REITs 基金等待上市，发行市场持续活跃

2025 年第 7 周，共有 22 只 REITs 基金等待上市，REIT 发行市场长期处于活跃状态。

风险提示：（1）公募 REITs 价格变动及运营风险；（2）调控政策超预期变化，行业波动加剧；（3）各类别资金入市进度不及预期；（4）项目长期分派率不及预期。

【建材】稳楼市工作持续推进，重视建材布局机会——行业周报-20250216

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 14 日，辽宁省政府新闻办召开的发布会，明确了《辽宁省加大存量商品房收购力度进一步提升住房保障能力的若干措施》将在 2025 年至 2027 年，辽宁省计划通过收购存量商品房方式新增 2 万套公租房，10 万套保障性租赁住房。收购一定数量的存量商品房用作配售型保障性住房和养老服务用房。2025 年，辽宁省新增 4.5 万套配租型保障性住房。实施城中村改造 2.6 万户。全省通过收购存量商品房方式新增 4.5 万套配租型保障性住房。2 月 13 日，据上海市发改委发布消息，为全力推动一季度上海市经济实现良好开局，上海降制定一批增量政策，其中在切实保障和改善民生方面中提出，优化完善房地产政策，全面提速“两旧一村”改造和城市更新。全面完成中心城区零星二级旧里以下房屋改造，完成不成套旧住房改造 31 万平方米，启动“城中村”改造项目 25 个。在土储专项债回收闲置土地方面，截至 2 月 11 日，佛山、惠州、珠海、中山、江门等城市公告中涉及的回购土地总数量超过 160 宗，土地使用面积超 680 万平方米，拟收购价格合计超 350 亿元，从广东 2025 年首批次收储案例看，回收折扣基本在 80%以上，被收储土地原始用途多样，其中住宅用地占比超过 50%，商办用地占比超 30%。收储闲置土地既可以调节土地市场供需关系，又有利于缓解房地产企业流动性和债务压力。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 10 日至 2 月 14 日）建筑材料指数上涨 0.22%，沪深 300 指数上涨 1.19%，建筑材料指数跑输沪深 300 指数 0.97pct。近三个月来，沪深 300 指数下跌 0.75%，建筑材料指数下跌 5.29%，建材板块跑输沪深 300 指数 4.54pct。近一年来，沪深 300 指数上涨 17.81%，建筑材料指数上涨 3.79%，建材板块跑输沪深 300 指数 14.02pct。

板块数据跟踪

水泥：截至 2 月 15 日，全国 P.O42.5 散装水泥平均价为 343.21 元/吨，环比下跌 0.80%；水泥-煤炭价差为 242.46 元/吨，环比上涨 0.19%；全国熟料库容比 45.44%，环比上升 1.02pct。

玻璃：截至 2 月 15 日，全国浮法玻璃现货均价为 1411.00 元/吨，环比上涨 4.00 元/吨，涨幅为 0.28%；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 18.53 元/重量箱，较 1 月 23 日下跌 26.81%；浮法玻璃-纯碱-重油价差为 14.54 元/重量箱，较 1 月 23 日上涨 5.11%；浮法玻璃-纯碱-天然气价差为 17.11 元/重

量箱，较 1 月 23 日上涨 3.19%；光伏玻璃-纯碱-天然气价差为 65.80 元/重量箱，较 1 月 23 日持平。

玻璃纤维：无碱 2400tex 直接纱报 3700-4000 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 4700-5400 元/吨，无碱 2400tex 板材纱报 4950-5400 元/吨，无碱 2000tex 热塑直接纱报 4100-4500 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 14 日，原油价格为 75.14 美元/桶，周环比下跌 1.39%，较 2025 年年初下跌 2.07%，同比下跌 12.45%；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。

【社服】1 月潮玩线上高景气度延续，茶咖品牌布局餐食赛道——行业周报-20250216

初敏（分析师）证书编号：S0790522080008 | 李睿娴（联系人）证书编号：S0790122120005 | 程婧雅（联系人）证书编号：S0790123070033

出行旅游：银发旅游列车启程，2024Q4 爱彼迎业绩超预期

银发旅游：2024 年底 60 岁以上人口达 3.1 亿，目前银发经济规模达 7 万亿左右，占 GDP 比重约 6%，预计至 2035 年市场规模有望达 30 万亿元。近期多部门联合印发《关于增开银发旅游列车促进服务消费发展的行动计划》，从资金支持、社会共建、折扣政策等多维度推动铁路银发旅游行业生态发展。提出至 2027 年，完成设计 100 条以上铁路银发旅游精品路线，打造 160 组银发旅游列车适老型专用车组，银发旅游列车开行规模达到 2500 列以上。OTA：爱彼迎公布 2024Q4 业绩，受益于 APP 用户使用增长及中国出境游市场拉动，2024Q4 营收同比增长 12% 至 25 亿美元，净利润达 4.61 亿美元，同比扭亏为盈。

IP/餐饮/教育：1 月潮玩线上高景气度延续，茶咖品牌布局餐食赛道

IP：2025 年 1 月潮玩动漫品类销售额达 13.2 亿元，同比增长 68%，同比增速环比走阔，其中受益于国漫电影上映拉动，国内头部品牌盲盒、周边类延续亮眼表现。餐饮：茶咖品牌积极布局快餐业务、上线轻食套餐、引入零售专区，品类多元化以副业拉动销售增长。蜜雪冰城上线小零食，定价 1-2.5 元，沥金数据库显示，从 2023 年 7 月到 2024 年 6 月，蜜雪冰城在电商渠道的零食销量接近 5000 万元；茶颜悦色现制茶饮与零售产品的营收占比为 7:3；奈雪的茶上线轻食门店，库迪咖啡上线便利店店型。喜茶宣布暂停加盟，维护现有加盟商利益反内卷。教育：好未来、有道、视源股份、盛通股份、佳发教育等多家教育公司宣布接入 DeepSeek，具体应用涉及 C 端功能优化、后台教师提效等多个方面。

宠物：宠物赛道持续稳健扩容，国货品牌占据主导地位

据久谦数据，2024 年整体宠物市场线上三平台销售额 502.3 亿元 yoy+10.4%。宠食/宠物美容清洁/宠物医疗保健/宠物日用工具占比分别为 55%/14%/10%/6%。宠物主粮为宠物食品赛道最大构成，猫食体量大于狗食。我们认为主要是中国宠物猫数量高于宠物狗，且猫更需要精细化喂养。据艾瑞咨询数据，2021 年开始宠物猫数量持续高于宠物狗数量。线上竞争格局：麦富迪为线上三平台销售额第 1 名。线上集中度缓慢提升，前 10 名中除皇家、渴望、爱肯拿外，其余均为国产品牌。

本周 A 股社服板块跑赢大盘，港股消费者服务板块跑赢大盘

本周（2.10-2.14）社会服务指数+2.55%，跑赢沪深 300 指数 1.36pct，在 31 个一级行业中排名第 6，教育类领涨；本周（2.10-2.14）港股消费者服务指数+7.23%，跑赢恒生指数 0.20pct，在 30 个一级行业中排名第 4，人力类领涨。

推荐标的：(1) 旅游：长白山；(2) 教育：好未来、科德教育；(3) 餐饮/会展：特海国际、米奥会展；(4) 美护：科思股份、水羊股份、康冠科技、倍加洁。

受益标的：(1) 旅游：西域旅游、九华旅游、三特索道、丽江股份、同程旅行、携程集团-S；(2) 教育：凯文教育、有道；(3) 美护：若羽臣、巨子生物、爱美客、青木科技、毛戈平；(4) 运动：力盛体育；(5) IP：泡泡玛特、布鲁可、华立科技、青木科技；(6) 新兴消费：赤子城科技；(7) 即时零售：美团-W、顺丰同城；(8) 眼镜：博士眼镜、佳禾智能、亿道信息；(9) 餐饮：百胜中国。

风险提示：项目落地不及预期，出行不及预期，行业竞争加剧等。

【食品饮料】白酒筑底具备配置价值，大众品成长性思路选股——行业周报-20250216

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：白酒压力逐步释放，大众品三条思路：渠道红利、餐饮复苏、成本红利

2月10日-2月14日，食品饮料指数涨幅为2.3%，一级子行业排名第8，跑赢沪深300约1.1pct，子行业中预加工食品(+3.4%)、白酒(+3.1%)、啤酒(+1.6%)表现相对领先。白酒仍在筑底阶段，低预期与低估值背景下配置价值凸显。产业层面白酒企业已进入深度调整期，行业需求下行的结果已由终端经渠道传导至厂家，体现为酒企公司报表业绩增速放缓。多数企业尊重市场客观规律，调节供应量以适应当前行业状态，2024H2行业典型特征是酒企以业绩来换取渠道秩序的良性发展。2025年春节白酒动销分化更加明显，一方面以茅台为代表的高端白酒与以迎驾贡酒为代表的大众白酒表现较好；另一方面渠道已经深度调整的酒企动销层面已有边际向好趋势。考虑到2025Q1后酒企将面临低基数环境，业绩下行趋势可能放缓。婚宴市场的修复以及叠加可能出现的刺激消费政策的加持，预计年内白酒市场环境可能稳中有升。当前白酒市场预期普遍偏低，机构持仓处于低位，估值也在底部区间。同时考虑到国企分红率有提升趋势，当前白酒板块具有较好的底部配置价值，可增加关注。

大众品遵循成长性原则，年内三条主线思路：一是把握渠道改革红利。商超渠道调改是重要契机，改革其中一项是更加注意商超选品。零售业态自身以渠道力去主动匹配品牌供应商，要求供应商具备较强的品牌力、产品力以及创新能力。而产品差异化、品类丰富度可能成为更重要的考量条件，子行业龙头、品牌企业可能受益，如甘源食品、盐津铺子等。二是我们预判年内餐饮可能会有小幅度复苏，婚宴的修复以及类似消费券等外部刺激可能会为餐饮带来增量，餐饮相关产业链如啤酒、调味品、速冻食品等行业可适当予以关注。三是仍然延续成本红利逻辑，可以寻找年内成本仍处下行区间，利润预期显著改善的品种，如糖蜜价格持续下行推动安琪酵母利润持续释放、燕麦价格走低带来西麦食品利润率提升等。

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。公司分红率提升，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。

【非银金融】交投活跃利好券商，汇金控股券商增至6家——行业周报-20250216

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：交投活跃继续看好券商，汇金控股券商增至6家

节后两周A股日均股基成交额均在1.5万亿以上，deepseek带动科技股行情，市场活跃度提升下券商和金融

信息服务业务持续受益，继续看好金融科技和券商板块 beta 机会。三大 AMC 公司股权由财政部划转至中央汇金正式落地，汇金旗下券商增至 6 家，其中 5 家为上市券商，关注券商并购主线机会。1 月社融数据略超市场预期，利好权益市场和长端利率。

券商：AMC 股权划转至中央汇金，汇金旗下控股券商增至 6 家

(1) 本周日均股基成交额 1.75 万亿，环比+8.2%，偏股/非货基金新发份额 5/43 亿份，环比-76%/+75%。(2) 2 月 14 日信达、长城和东方三家 AMC 公告股权划转事项，划转完成后，财政部将从直接持股变为通过旗下全资子公司中投公司及其全资子公司中央汇金间接持有三大 AMC。本次转让预计是 2023 年国有金融资本管理体制完善的接续。本次转让后，中央汇金旗下直接控股证券公司将增至 6 家（新增：信达证券、东兴证券、长城国瑞证券；原有：申万宏源，中国银河，中金公司），其中 5 家券商上市。东兴证券和信达证券 2 月 14 日晚公告，中央汇金无在未来 12 个月内直接增持或处置上市公司股份计划。(3) 2 月 14 日证金公司公告称，根据党和国家机构改革有关部署，证金公司股东拟将所持公司 66.7% 股权划转至汇金公司。证金公司主要为券商两融提供转融通业务，同时是股市“国家队”资金代表。(4) 节后市场交易活跃度回升明显，券商板块估值和机构持仓仍在低位，2025 年上半年业绩低基数下同比增速较强，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：新华保险 1 月总保费增长 32%，1 月社融数据较好支撑长端利率

(1) 新华保险 2 月 14 日公告，1 月原保险保费收入 394 亿，同比增长 32%。总保费同比增长较快，预计受益于 2024 年 1 月新单期缴同比增长带动 2025 年续期保费增长以及 2025 年 1 月银保新单增长拉动。(2) 1 月社融新增 7.06 万亿，略超市场预期，对长端利率有所支撑。养老需求旺盛、转型持续见效有望支撑 2025 年负债端稳健增长，投资端在考核长期化、偿付能力指标松绑等预期下，权益占比有望稳步提升，关注资产端 beta 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，财通证券，兴业证券，东方证券，国联证券，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。

【商贸零售】永辉超市调改店春节销售亮眼，变革持续深化——行业周报-20250216

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

永辉超市调改店春节销售亮眼，变革持续深化

本周（2 月 11 日），永辉超市公布 2025 年春节后全国首批调改门店清单，共计 20 家门店，涉及 15 个城市，包括武汉、太原、南宁、开封、温州、东莞、绵阳、福清 8 个新晋调改城市，届时调改店将覆盖 26 个城市。自 2 月 6 日起，永辉超市采取新的组织架构：实现“总部-大区-门店”三层管理，全国划分为 28 个大区，减少管理层级，给予一线更多授权；实现平台中心化，整合出运营中心（前筹建支持部与运营支持部）、商品中心（新设 3R 部门，也就是即食、即热、即烹商品）、品牌营销部、到家事业部等新的服务支持和赋能单元。组织架构调优和平台资源集中化共同为调改护航，争取 2025 年中实现调改门店达到 100 家。据永辉同道公布数据，41 家调改门店同比 2024 年春节消费季增长翻倍，进店消费客流近 400 万人次，烘焙销售额同比增长超 520%，熟食销售额同比增长超 387%。永辉超市调改以来，从调改进展、效果呈现、数据反馈均持续增强市场对传统零售业态龙头变革的信心，我们认为随着后续永辉调改进度提速，将为零售行业变革提供进一步催化与变革思路。

行业关键词：京东外卖、永辉调改、微信送礼、抖音送礼、淘宝礼品卡等

【京东外卖】京东外卖在京东 APP 的秒杀板块上线。

【永辉调改】永辉超市 2025 年春节后首批计划对 20 家门店进行调改。

【微信送礼】部分品牌春节期间“送礼物”占微信小店 GMV 超 60%。

【抖音送礼】抖音电商新增送礼物功能，部分商品开启内测。

【淘宝礼品卡】淘宝推出礼品卡，同品类可跨店使用。

板块行情回顾

本周（2 月 10 日-2 月 14 日），商贸零售指数报收 2167.82 点，上涨 3.52%，跑赢上证综指（本周上涨 1.30%）2.22 个百分点，板块表现在 31 个一级行业中位居第 3 位。零售各细分板块中，本周百货板块涨幅最大，2025 年年初至今互联网电商板块领跑。个股方面，本周居然智家（+61.4%）、三江购物（+41.5%）、狮头股份（+15.5%）涨幅靠前。

投资建议：关注消费复苏主线下的高景气赛道优质公司

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，重点推荐润本股份、巨子生物、上美股份等，受益标的毛戈平；

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。

【建材】低空经济刺激需求，碳纤维有望迎来底部反转——行业点评报告-20250216

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

2024 年国内碳纤维新增投产进度放缓，碳纤维消费&出口表现相对亮眼

国内生产方面，2019-2023 年国内碳纤维产能由 2.67 万吨增长至 12.02 万吨（CAGR 达 46%），与此同时，2019-2022 年国内碳纤维产量增速连续三年高达 50%以上。但受疫情及国内需求放缓影响，2024 年国内碳纤维产能及产量增速放缓，截至 2024 年末国内碳纤维产能 13.55 万吨，YoY+12.7%，2024 年国内碳纤维产量 5.9 亿吨，YoY+8.2%。国内消费方面，2024 年国内风电新增装机规模提升带动碳纤维消费量由负转正，2024 年国内碳纤维实际消费量 5.6 亿吨，YoY+5.3%。进出口方面，2024 年中国进口碳纤维产品 1.64 万吨，同比+2.35%，出口碳纤维产品 1.52 万吨，同比+120%，随着国内碳纤维产量增加及技术不断成熟，中国出口碳纤维产品数量有望延续增长。

2024 年国内碳纤维价格整体低位运行，碳纤维盈利转亏进入寻底过程

从价格端来看，2024 年国内碳纤维价格整体维持低位运行，2024 年中国碳纤维参考价/江苏碳纤维（T700/12K）市场价/吉林碳纤维（T300/12K）市场价平均为 90.1/123.6/92.7 元/千克，YoY-23.9%/-30.4%/-13.9%。从成本端来看，2024 年碳纤维成本中原丝占比高达 58.7%，而原丝的主要原材料丙烯腈在 2024 年均价为 9374 元/吨，YoY-0.5%，但由于其他成本小幅抬升，2024 年国内碳纤维总体成本平均为 118.4 元/千克，YoY+1.8%。从利润端来看，受碳纤维价格下滑及成本抬升影响，国内碳纤维盈利转亏，2024 年碳纤维毛利平均为-10.1 元/千克。

对标全球碳纤维需求结构，中国航空航天&军工需求占比仍具提升空间

从全球碳纤维需求结构来看，2023 年全球碳纤维主要应用于航空航天&军工（占比 19.1%）、风电叶片（占比 17.4%）、休闲体育（占比 16.3%）、压力容器（占比 12.2%）、混配模成型（占比 9.6%）等领域。对比国内碳纤维需求结构，主要应用于休闲体育（占比 26.1%）、风电叶片（占比 24.6%）、航空航天&军工（占比 11.6%）、碳碳复材（占比 10.9%）、压力容器（占比 6.2%）等领域。相比全球水平，国内碳纤维在休闲体育、风电叶片领域的应用占比较高，而在航空航天&军工领域的应用占比明显偏低。若对标全球碳纤维需求结构，中国航空航天&军工碳纤维需求占比仍存在提升空间，随着国内低空经济、国产大飞机、航天的发展，国内航空航天碳纤维需求有望加速增长。

低空经济支持政策持续加码，商业化落地有望刺激碳纤维消费

2024 年 3 月“低空经济”作为国民经济新增长引擎首次被写入《政府工作报告》，2024 年 12 月底国家发改委低空经济发展司成立，国内低空经济发展进入加速阶段。低空经济的飞行器主要包括小型无人机、直升机、eVTOL（电动垂直升降飞行器）等，由于 eVTOL 飞行器为电机驱动，其对于轻量化的要求更高。而碳纤维具有密度低、比强度大、比模量大、耐腐蚀、耐低高温（负 180° C—2000° C 均可使用）等诸多优点，在同等重量下拉伸强度在 3500MPa 以上，可达到钢、铝合金、钛合金的 9 倍以上，弹性模量在 230GPa 以上，可达到钢、铝合金、钛合金的 4 倍以上，其已经成为低空经济飞行器的核心轻量化材料。目前国内已经陆续涌现出 eVTOL 整机企业及产品，包括亿航智能 EH216-S 型号驾驶载人航空器、峰飞航空 V2000EM（盛世龙）及货运版 V2000CG（凯瑞鸥）、小鹏汇天“陆地航母”X3-F 等。近年来，世界各国在无人机制造中大量使用碳纤维复合材料，使用量占其结构总量的 60%-80%；一般来说，碳纤维复合材料中碳纤维的含量范围在 10%至 60%之间；而据中国低空经济联盟发布的《低空经济发展趋势报告》预计，到 2030 年我国 eVTOL 市场保有量有望突破 10 万架。我们按照小鹏汇天旅航者 X2 的空机含电池重量 560 公斤、碳纤维复合材料重量占比 70%、碳纤维复合材料中碳纤维含量 35%计算，10 万架 eVTOL 有望累计带动 1.4 万吨的碳纤维消费量。随着低空经济政策持续加码，商业化有望加速落地，并拉动碳纤维消费增长，【中复神鹰、光威复材、中简科技、吉林碳谷、吉林化纤】等碳纤维原丝及碳纤维生产企业有望同步受益。

风险提示：低空经济政策落地不及预期、碳纤维国产替代不及预期等。

【农林牧渔】年后猪价持续下挫，期待仔猪补栏、二育入场逐步对猪价形成支撑——行业周报-20250216

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：年后猪价持续下挫，期待仔猪补栏、二育入场逐步对猪价形成支撑

东北猪价大幅下挫，二育逐步入场或支撑短期猪价。截至 2 月 14 日，全国生猪销售均价 14.71 元/公斤，环比上周-0.35 元/公斤，环比-2.32%，其中东北地区猪价大幅下挫，主要系节后消费端恢复程度较弱，市场供过于求。考虑东北地区中大猪相对高价催化二育逐步入场，预计短期猪价存在支撑。2 月 14 日样本企业日均生猪屠宰量 12.65 万头，环比上周+0.91 万头，上海、江苏等地周内短暂降温拉动消费回暖，叠加元宵节、情人节及开学备货需求，屠宰量小幅回升。

标肥价差走扩催化二育入场情绪，各地二育栏位利用率仍存在较大提升空间。2 月 13 日标肥价差扩大至 1.42 元/公斤，环比上周+0.44 元/公斤，标肥价差走扩驱动二育出栏量小幅增加。2 月 1 日至 2 月 10 日，集团场二育销量占比 3.27%，较 1 月 1 日至 1 月 10 日增加 2.48pct。2 月 10 日山东/吉林/广西/江苏二育栏位利用率较 1 个月前增加 4pct/4pct/2pct/2pct，各地二育逐步谨慎入场，但仍未开启新一轮大规模补栏动作。截至 2 月 10 日，各地二育栏位利用率不足 30%，补栏入场空间仍较大，持续关注二育入场节奏对猪价的支撑。

猪价下跌致生猪养殖利润环比收窄，仔猪涨价或说明后市猪价乐观预期。2 月 14 日行业自繁自养头均盈利降至 22.12 元/头，自 8 月利润高点以来逐月下降。涌益监控样本 1 月能繁存栏环比+0.63%，行业能繁存栏小幅增加。

截至 2025 年 2 月 13 日，后备母猪价格为 1641 元/头，接近 2024 年 8 月高位，规模场 15kg 仔猪价格为 630 元/头，价格处于 2025 年初以来高位，仔猪补栏对应 5 个月后生猪出栏，仔猪及后备母猪价格较高说明市场对猪价仍保持乐观，期待仔猪补栏、二育入场逐步对猪价形成支撑，并进一步支撑养殖利润。

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。

非瘟疫苗应急评价目前仍在有序推进，非瘟疫苗落地后头部研发企业有望充分受益。推荐：生物股份、普莱柯、科前生物。

本周市场表现 (2.10-2.14)：农业跑输大盘 0.24 个百分点

本周上证指数上涨 1.30%，农业指数上涨 1.06%，跑输大盘 0.24 个百分点。子板块来看，动物保健板块领涨。个股来看，正虹科技 (+18.55%)、蔚蓝生物 (+12.89%)、粤桂股份 (+12.73%) 领涨。

本周价格跟踪 (2.10-2.14)：本周对虾、玉米、郑商所糖价格环比上涨

生猪养殖：2 月 14 日全国外三元生猪均价 14.62 元/kg，较上周下跌 1.36 元/kg；仔猪均价 36.95 元/kg，较上周上涨 2.11 元/kg；白条肉均价 19.47 元/kg，较上周上涨 1.42 元/kg。2 月 15 日猪料比价为 4.38:1。自繁自养头均利润 22.12 元/头，环比-112.20 元/头；外购仔猪头均利润-4.24 元/头，环比+24.28 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】周观点：继续推荐 deepseek 投资机会——行业周报-20250216

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

市场回顾：本周 (2025.2.10-2025.2.14)，沪深 300 指数上涨 1.19%，计算机指数上涨 7.7%。

周观点：继续推荐 deepseek 投资机会

(1) 微信宣布接入 Deepseek，抢占 C 端应用入口

2 月 16 日，微信搜一搜在调用混元大模型丰富 AI 搜索的同时，正式灰度测试接入 DeepSeek。而且腾讯云 AI 代码助手、腾讯元宝 APP 也接入了 DeepSeek-R1。一方面，AI 搜索是 AI 应用的重要方向，OpenAI 在 2 月初宣布向所有用户开放 ChatGPT 搜索功能，且用户无需注册。微信搜索积累了大量的优质数据，通过与 Deepseek 合作，有望进一步提升搜索质量和用户体验。另一方面，基于 Deepseek 能力，微信拥有海量的用户基础，有望成为 C 端 AI Agent 落地的核心入口。整体来看，腾讯加入 Deepseek 阵营，通过“外部技术合作+内部生态整合”快速提升 AI 产品的智能化水平，有望迅速抢占 C 端应用入口。

(2) 国内外云厂商及应用厂商迅速接入 DeepSeek，AI 平权时代或已到来

1 月底以来，海外各大云厂商和芯片厂商已纷纷宣布上线 DeepSeek-R1 模型。1 月 29 日，微软宣布 DeepSeek-R1 已在 Azure AI Foundry 和 GitHub 上提供。1 月 31 日，英伟达宣布 DeepSeek-R1 模型登陆 NVIDIA NIM。华为云、腾讯云、阿里云、火山引擎、百度智能云、京东云、移动云、联通云、电信云等国内主流云平台纷纷宣布上线 R1 大模型。此外，大批的应用厂商也陆续接入 DeepSeek 大模型，甚至个人用户可以在本地 PC 端部署 deepseek，我们认为 DeepSeek 或将开启 AI 平权新时代。

(3) DeepSeek 出圈，AI 基础设施及应用端有望广泛受益

DeepSeek 一鸣惊人，我们认为主要利好两大方向：一是大模型使用门槛降低，有望拉动更大的推理侧算力市场，从而带动 AI 基础设施的部署需求大幅增长。二是大模型性能大幅提升同时成本降低，叠加 AI Agent 的进步，有望带动 B 端应用及 C 端智能硬件市场快速发展。

投资建议

AI 基础设施推荐深信服、深桑达、淳中科技、海光信息、中科曙光、浪潮信息、神州数码等，受益标的包括云从科技、优刻得、青云科技、首都在线、科华数据、弘信电子、数据港、寒武纪、紫光股份、工业富联、景嘉微、卓易信息、远东股份等。

AI 应用端继续推荐金山办公、科大讯飞、中科创达、鼎捷数智、致远互联、金蝶国际、用友网络、同花顺、合合信息、拓尔思、焦点科技、税友股份、上海钢联等，受益标的包括泛微网络、每日互动、高伟达、金桥信息、汉得信息、新致软件、汉王科技、汉仪股份、三六零、万兴科技、彩讯股份、福昕软件、普元信息、兴图新科等。

风险提示：宏观经济环境下行风险；政策落地不及预期等。

【化工】本周多家铬盐企业发布涨价函，尿素市场需求好转——行业周报-20250216

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 蒋跨越（分析师）证书编号：S0790523120001 | 李思佳（联系人）证书编号：S0790123070026

本周行业观点 1：多家铬盐企业发布涨价函，铬盐产业链价格整体上行

本周振华股份等多家铬盐企业发布涨价函，因近期原材料价格持续上涨，各公司分别上调重铬酸钠、氧化铬绿、金属铬、碳化铬、铬酸酐等多种产品报价，铬盐产业链价格整体上行。金属铬是铬盐下游重要需求来源之一，近年来我国金属铬出口量整体上行，未锻轧铬出口量由 2010 年的 0.50 万吨增长至 2024 年的 2.18 万吨。其中 2024 年 9 月-12 月，我国未锻轧铬出口量持续 4 月实现月度环比高速增长，为铬盐价格上涨提供有力支撑。金属铬主要应用于制备高温合金等材料，终端广泛应用于航空航天、电力、机械等领域。据智研资讯数据，2017-2023 年，我国高温合金需求量保持较高速度增长，2023 年需求量约为 5.2 万吨，产量约为 4.9 万吨。目前，国内铬盐竞争格局稳定，行业集中度较高，下游金属铬及高温合金需求旺盛，供需共振背景下，铬盐价格有望继续上行。受益标的：振华股份。

本周行业观点 2：本周尿素市场需求好转，尿素价格先跌后涨

截至 2 月 13 日，尿素市场均价为 1671 元/吨，较上周上涨 12 元/吨，涨幅 0.72%。周初由于期货走势不稳，市场信心不足，下游采购情绪较为谨慎，工厂新单成交情况不一，尿素价格涨跌互现；周中随着期货尿素价格出现明显上涨，带动尿素现货成交氛围好转，下游工农业需求持续跟进，工厂报价延续涨势。

本周行业新闻：中国实现尿素法非光气生产 MDI 工业化试验全流程贯通等

【MDI】据中国化工信息周刊公众号报道，近日，中科院过程工程研究所官宣，由其联合陕煤技术开发中心、陕西煤业化工技术研究院合作开发的尿素法非光气二苯基甲烷二异氰酸酯（MDI）绿色制备技术顺利完成工业化试验装置全流程标定，试验期间装置运行稳定，数据良好，达到预期指标。该项技术主要以苯胺、尿素和甲醛等大宗化学品为原料，采用非光气技术路线制备 MDI，是国家“双碳战略”重点鼓励发展的重大产业绿色升级技术和 MDI 生产技术的未来发展方向。

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】重视 AI 云计算产业大机遇——行业周报-20250216

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

三大运营商接入全部 Deepseek 模型，云计算或迎戴维斯双击

2025 年 2 月 1 日、2 月 3 日、2 月 5 日，中国电信、中国联通、中国移动相继接入 DeepSeek。我们认为 DeepSeek 接入运营商一方面对于运营商的算力需求有望提升，或将带动运营商云计算业务与智算业务发展，一方面有望推动运营商自己的 AI 大模型和 AI 应用发展，运营商云计算业务有望迎来“盈利+估值”的戴维斯双击。

阿里、腾讯、华为等巨头 AI 获新进展，AI 云计算资本开支或将逐步提升

根据公开消息，苹果或将携手阿里巴巴开发国行版 iPhoneAI 功能；腾讯 AI 助手“腾讯元宝”于 2025 年 2 月 13 日正式接入 DeepSeek-R1 满血版模型，2025 年 2 月 15 日，根据公开信息，微信正在灰测接入 DeepSeekR1 模型，部分用户已经可以内测相关 AI 搜索功能；2025 年 2 月 12 日，华为云宣布正式上线 DeepSeekV3/R1671B “满血版”大模型。国内四大云计算巨头（阿里云、腾讯云、华为云、百度智能云）目前均已接入 DeepSeek 模型。我们判断随着 DeepSeek 的发展，以及巨头在 AI 的战略推进，有望提升对于 AI 云计算算力的需求，或驱动巨头逐步加大对于 AI 云计算的资本投入。

AI 应用或爆发，重视 AI 云计算产业大机遇

DeepSeek 有望带动 AI 应用加速爆发，近期 DeepSeek 服务器资源紧张影响反应了 AI 算力重要性正持续凸显，以阿里云、腾讯云、华为云、火山云、天翼云、移动云、联通云等为代表的 AI 云计算资源稀缺性或将持续提升。

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

【煤炭开采】煤价下探寻底仍有支撑，煤炭攻守兼备——行业周报-20250216

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

本周要闻回顾：煤价下探寻底仍有支撑，煤炭攻守兼备

本周动力煤（Q5500）CCTD 报价 750 元/吨，周环比跌 11 元/吨；秦港平仓价报价 741 元/吨，周环比跌 12 元/吨。从供给端来看，截至 2 月 9 日，晋陕蒙三省 442 家煤矿开工率 78.5%，环比上涨 10.7 个百分点，节后煤矿逐请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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 187.2 万吨，环比上涨 22.5%，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 87.2%，环比下降 0.62pct，甲醇开工率为 81.2%，环比-0.26pct，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 75.1 元/吨，环比微涨 0.75%，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 13.5%，环比大涨 12.44pct，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/桶布油和 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，市场股票投资更契合防御型的配置，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。

【银行】信贷节奏前置，非银存款继续收缩——1 月金融数据点评-20250216

刘呈祥（分析师）证书编号：S0790523060002 | 吴文鑫（分析师）证书编号：S0790524060002

M1 维持正增，M2 增速略降，非银存款继续流出

2025年1月起M1口径首次调整，1月M1同比增速为0.4%，维持正增。新口径纳入了居民活期存款与非银支付机构客户备付金，因此节前年终奖发放使企业活期转移至居民活期存款的扰动减小。1月M2同比增速为7.0%，较上月下降0.3pct，主要是非银存款继续大幅流出的影响。1月人民币存款同比少增1.16万亿元，其中非银存款当月负增1.11万亿。1月居民存款同比多增2.99万亿元、企业存款同比少1.35万亿元，符合春节前夕企业存款向居民存款转移的季节性规律；财政存款同比少增5280亿元，或与年初财政支出增加力度有关。

社融：信贷开门红与政府债发行支撑，委托贷款、直接融资均同比多增

1月社融新增7.06万亿元，略超市场预期（Wind一致预期平均值为6.58万亿元）；社融存量增速环比持平为8.0%。结构上：（1）贷款：人民币贷款（社融口径）当月新增5.22万亿元，同比多增3799亿元，1月银行信贷“开门红”景气度较高；（2）表外三项：委托贷款实现正增，或主要受益于1月政信基建类贷款放量；信托贷款和未贴现银票同比均少增；（3）直接融资：受发行提速的影响，政府债券同比多增3986亿元，企业债券、股票融资也均同比有所微增。

人民币贷款：企业信贷节奏前置，但居民需求仍然偏弱

1月人民币贷款新增5.13万亿元，同比多增0.21万亿元，增速小幅降至7.5%。

（1）企业：结构略有改善，票据压降、中长贷均同比多增。1月对公中长贷新增3.46万亿元，同比多增1500亿元，项目储备贷款投放积极，但实体企业需求的复苏进程仍待观察；企业短贷当月新增1.74万亿元，或由于春节效应下企业流贷需求增加；票据贴现当月负增5149亿元，票据冲量行为弱化。

（2）居民：居民信用扩张延续放缓。1月居民短贷、中长贷单月同比分别少增4025亿元、1337亿元，居民信用扩张仍偏弱，春节错位效应形成一定扰动。

（3）非银：非银贷款同比少2257亿元。非银贷款月度间数据波动较大，1月该项单月净减少，对社融形成一定负向影响。

投资建议：

稳增长政策效果逐渐显现，宽信用保持不错的节奏。我们仍然看好银行板块的绝对收益表现，尤其上市银行的股息率优势仍然明显，在低利率环境下具备较强的资金吸引力。我们判断，2025年上市银行盈利能力将保持稳定、分红继续保持较高比例、信用风险不会出现大幅波动，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；零售财富客群基础好的银行：受益标的有招商银行等；负债成本下行更快的银行：受益标的有渝农商行等。

风险提示：宏观经济增速下行，政策落地不及预期等。

【食品饮料】1月电商数据分析：大众品线上表现优于白酒，看好零食板块成长性——行业点评报告-20250214

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

酒类：线上销售额下降，白酒集中度环比下降

2025年1月阿里系酒类行业线上销售额达32.4亿元，同比降1.4%。拆分量价来看，销售量同比降6.6%，销售均价同比增5.5%。1月子行业预调鸡尾酒销售额表现相对较好，同比增54.6%。白酒行业头部品牌集中度环比-10.2pct至43.4%。啤酒行业头部品牌集中度环比+1.9pct至28.0%。

食品：线上销售额增长，休闲零食行业集中度环比提升

（1）休闲食品：2025年1月阿里系休闲食品行业线上销售额达46.8亿元，同比增16.9%，拆分量价来看，销售量同比降8.0%，销售均价同比增27.0%。分子行业来看，2025年1月奶酪零食表现较好，同比增44.8%。休

闲食品行业头部品牌集中度环比+2.7pct至15.3%。

(2) 粮油速食: 2025年1月阿里系粮油速食行业线上销售额达28.2亿元, 同比增12.3%。拆分量价来看, 销售量同比降3.8%, 销售均价同比增16.9%, 销售额增长主要由价格上涨贡献。分子行业来看, 2025年1月食用油表现较好, 同比增33.0%。粮油速食行业头部品牌集中度环比-1.3pct至14.4%。

饮料冲调: 线上销售额增长, 行业集中度提升

(1) 乳制品: 2025年1月阿里系乳制品行业线上销售额达12.3亿元, 同比增38.5%, 销售量同比增22.3%, 销售均价同比增13.2%, 销售额增长由量价共同贡献。分子行业来看, 2025年1月常温酸奶类表现较好, 同比增105.1%。乳制品行业头部品牌集中度环比+5.1pct至44.0%。

(2) 冲饮麦片: 2025年1月阿里系冲饮麦片行业线上销售额达1.0亿元, 同比增7.1%, 销售量同比降12.1%, 销售均价同比增21.9%。冲饮麦片行业头部品牌集中度环比+11.6pct至49.8%。

(3) 包装饮料: 2025年1月阿里系包装饮料行业线上销售额达6.3亿元, 同比增59.7%, 销售量同比增36.5%, 销售均价同比增17.0%。2025年1月植物蛋白饮料表现较好, 同比增95.5%; 果蔬汁类线上销售额占比较高, 达20.8%。

投资建议: 大众品线上表现优于白酒, 看好零食板块成长性

1月白酒线上消费表现较弱, 子行业中预调鸡尾酒表现较好, 预计白酒有望在经济回暖消费复苏阶段实现报表业绩持续修复, 当前估值与预期均处于低位, 可择机低位进行配置; 同时看好啤酒行业2025年的复苏表现。大众品表现优于白酒, 受益于春节假期催化以及年货线上化消费趋势, 大众品线上销售额普遍增长。我们建议关注成长性较好的零食板块, 零售渠道改革利好上游品牌企业, 零食出海开拓更广阔空间, 重点推荐甘源食品; 复合调味料为成长赛道, 且行业混战阶段结束, 进入并购时期, 看好天味食品的投资机会; 此外也建议关注西麦食品。

风险提示: 宏观经济表现低于预期、食品安全风险、行业竞争力加剧。

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