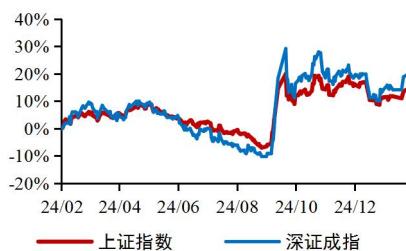


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 2 月 11 日 星期二

市场走势



资料来源：最闻

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,322.17	0.56
深证成指	10,631.25	0.52
沪深 300	3,901.06	0.21
中小板指	6,619.64	0.44
创业板指	2,183.88	0.44
科创 50	1,036.77	1.76

资料来源：最闻

分析师：

李召麒

执业登记编码：S0760521050001

电话：010-83496307

邮箱：lizhaoqi@sxzq.com

【今日要点】

【宏观策略】新股周报（2025.02.10-2025.02.14）-1 月科创板新股首日涨幅和开板估值下降，双创板块估值走势分化

【山证化工】行业周报（202502）-化工品现货偏强运行，细分市场板块全线上涨

【行业评论】非银行金融：行业周报（20250203-20250209）：-以“五篇大文章”为锚，发挥功能性作用

【山证煤炭】行业周报（20250203-20250209）：-宏观利好频出，关注需求改善幅度

【山证纺服】行业周报-PUMA 公布 2024 财年初步业绩，汇率中性下收入同比增长 4.4%

【行业评论】非银行金融：资本市场做好金融“五篇大文章”实施意见点评：-以“五篇大文章”为锚，发挥功能性作用

【行业评论】太阳能：发改委推动新能源上网电量参与市场交易，节后产业链价格持稳

【公司评论】聚灿光电(300708.SZ)：聚灿光电（300708.SZ）2024 年年报点评-正式转型成为全色系 LED 芯片供应商，业绩创历史新高

【公司评论】鲁西化工(000830.SZ)：鲁西化工-全年业绩符合预期，新项目进展顺利

【行业评论】艾伯维(AbbVie)更新：百亿级重磅新药 IL-23 利生奇珠单抗、JAK1 乌帕替尼加速放量，ADC、TCE、神经科学管线丰富



【今日要点】

【宏观策略】新股周报（2025.02.10-2025.02.14）-1 月科创板新股首日涨幅和开板估值下降，双创板块估值走势分化

叶中正 yezhongzheng@sxzq.com

【投资要点】

- 新股市场活跃度上升，1 月份科创板新股首日涨幅和开板估值下降
- 周内新股市场活跃度上升，近 6 个月上市新股周内共有 44 只股票录得正涨幅(占比 95.65%，前值 47.92%)。
- 科创板：上周科创板海博思创上市，上市首日涨幅 279.77%，首日开板估值 18.30 倍。周内思看科技、拉普拉斯录得周涨幅超 10%，海博思创录得周跌幅超-1%。
- 创业板：上周创业板无新股上市。周内无线传媒、苏州天脉录得周涨幅超 20%，无样本新股录得周下跌。
- 沪深主板：上周沪深主板亚联机械上市，上市首日涨幅 240.67%，首日开板估值 34.62 倍。周内中力股份录得周涨幅超 10%，亚联机械录得周跌幅超过-5%。
- 新股周期：12 月份科创板佳驰科技/先锋精科、创业板英思特/博苑股份/博科测试/蓝宇股份，主板中力股份/国货航上市，三大板块新股首日涨幅和开板估值均下降，发行 PE 均上升。1 月份科创板赛分科技/思看科技/兴福电子/海博思创、创业板黄山谷捷/钧崴电子/惠通科技/超研股份、主板天和磁材/富岭股份/亚联机械上市，科创板/主板新股首日涨幅和开板估值均下降，创业板新股首日涨幅和开板估值上升，科创板和主板发行 PE 下降。
- 投资建议：
- 近端已上市重点新股：2024/12：佳驰科技（隐身涂层材料/结构件）、先锋精科（刻蚀/薄膜沉积领域金属零部件）
- 2024/11：联芸科技（固态硬盘主控芯片）
- 2024/08：龙图光罩（半导体掩膜版）、珂玛科技（陶瓷加热器）；
- 2024/07：科力装备（汽车玻璃总成组件）；
- 2024/06：汇成真空（复合集流体设备）、达梦数据（数据库基础软件）、爱迪特（口腔修复材料及数字化设备）；

- 2024/05: 瑞迪智驱(电磁制动器/谐波减速机);
- 2024/04: 广合科技(服务器 PCB);
- 2024/02: 诺瓦星云(LED 显示控制系统)、成都华微(特种 IC);
- 2023/12: 艾森股份(电镀液及配套试剂/光刻胶及配套试剂);
- 2023/11: 京仪装备(半导体专用温控设备/半导体专用工艺废气处理设备/晶圆传片设备)、麦加芯彩(风电叶片涂料引领者);
- 2023/9: 盛科通信-U(商用以太网交换芯片);
- 2023/8: 华勤技术(智能硬件 ODM)、广钢气体(电子大宗气体)、波长光电(精密光学组件);
- 2023/7: 精智达(DRAM 测试);
- 2023/6: 阿特斯(晶硅光伏组件)、智翔金泰-U(单克隆抗体和双特异性抗体药物)、芯动联科(高性能 MEMS 惯性传感器);
- 2023/5: 中科飞测-U(半导体检测、量测设备);
- 2023/4: 华曙高科(工业级增材制造设备龙头)、晶升股份(碳化硅长晶炉);
- 2023/3: 茂莱光学(工业级精密光学: 半导体检测、光刻机、基因测序、AR/VR);
- 2023/2: 裕太微-U(以太网物理层芯片)、龙迅股份(高清视频桥接及处理芯片);
- 2023/1: 百利天恒-U(双/多特异性抗体、ADC 药物研发);
- 近端待上市重点新股: 暂无
- 已获批复重点新股: 矽电股份、胜科纳米、江南新材、弘景光电、凯普林。
- 远端深度报告覆盖: 龙图光罩、天岳先进、广合科技、诺瓦星云、芯动联科、安路科技、瑞华泰、维峰电子、容知日新、澳华内镜、广立微、龙迅股份、鼎泰高科等。
- 风险提示: 新股大幅波动的风险; 新股业绩不达预期的风险; 系统性风险。

【山证化工】行业周报(202502)-化工品现货偏强运行, 细分市场板块全线上涨

李旋坤 lixuankun@sxzq.com

【投资要点】

- 周观点: 化工品现货偏强运行, 细分市场板块全线上涨。国家统计局发布数据显示, 中国 2025 年 1 月制造业采购经理指数(PMI)为 49.1, 环比下降 1 个百分点。2024 年 12 月全部工业品 PPI 累计同比下降 2.2%, 规模以上工业增加值累计同比增长 5.8%。据海关总署数据显示, 2024 年 12 月份, 中国出口

金额 3356.3 亿美元，同环比分别增长 10.7%/ 7.6%。

- **石化：**市场评估特朗普关税政策，油价延续跌势。美国总统特朗普要求沙特和欧佩克降低石油价格，市场评估特朗普新政，特朗普关税政策落地，引发市场对经济增长及原油需求的担忧，加之美国原油及汽油库存激增，油价下行。本周炼油利润为 966.2 元/吨。国产 LNG 价格涨跌互现，寒潮有望提振市场。春节假期国产 LNG 价格涨跌互现，新一轮寒潮来袭，提振采暖需求。国产 LNG 市场周均价为 4310 元/吨，较上周涨幅 1.41%。美国采暖需求仍将保持高位，同时美国本土产量预期出现下滑。Henry Hub 天然气期货主力合约结算价格为 3.31 美元/百万英热单位，较上周上涨 7.82%。
- **轮胎板块：**轮胎开工率方面，据中国橡胶信息贸易网数据，截至 2025 年 2 月 6 日，本周半钢胎开工率 29.38%，周同比下降 12.6pp，春节期间开工率降低，全钢胎开工率 20.03%，周环比上升 6.9pp。据国家统计局和海关总署数据，2024 年，国内橡胶轮胎外胎产量累计 11.9 亿条，同比+9.2%（统计局累计口径与当月值口径差异较大）；2024 年出口累计 6.8 亿条，同比+10.3%，轮胎消费需求依然旺盛。
- **投资建议**
- **1) 10 年期国债收益率下行背景下，建议关注高股息分红央企。2) 建议关注供给端受限、景气度有望持续提升的氟化工行业。3) 美制裁升级或加剧船运市场紧缺，石油供给短期风险显著上升，建议关注油气行业。重点公司推荐：巨化股份、三美股份、中化化肥、中广核矿业、中国石油、昊华科技、鲁西化工等。**
- **风险提示**
- 原油价格大幅波动风险；汇率波动风险；贸易摩擦持续恶化的风险；行业竞争加剧风险。

【行业评论】非银行金融：行业周报（20250203-20250209）：-以“五篇大文章”为锚，发挥功能性作用

孙田田 0351-8686900 suntiantian@sxzq.com

【投资要点】

- **五篇大文章实施意见发布。**上周（2025 年 2 月 7 日），证监会发布了《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》，全面落实中央关于“五篇大文章”的部署要求。一是投行业务受益于科技、绿色、养老产业融资活动活跃。意见放宽科技型企业上市门槛，加强绿色企业融资支持，审核机制优化及产品服务创新将刺激科技、绿色领域并购需求，将持续活跃 IPO 和再融资市场，推动券商投行业务收益增厚。二是长期资金入市催生财富管理增量空间。耐心资本入市提速，叠加个人养老金投资范围扩大至权益类基金，将带动资管规模扩容及财富管理综合服务转型。三是投资业务工具扩容对冲市场波动。碳期货、绿色期权等新品种推出，有利于满足机构套保需求，衍生品做市及交易业务成为券商差异化竞争点。同时私募基金“募投管退”循环优化提升券商直投子公司退出效率。意见从制度优化、产品创新、生态培育等多维度发力，系统性提升资本市场对实体经济的支持效能，助力新质生产力发展与

经济转型升级。

- **行业估值有望提升。**随着实施意见的进一步落地，证券公司将加快功能性作用发挥，科技金融、绿色金融等改革措施逐步推动券商增量业务释放，同时长期投资体系建设推动资本市场生态完善。建设金融强国背景下，金融整体竞争力逐步提升，证券公司作为资本市场重要中介机构，将全面受益，叠加并购事件推进及业绩预告催化，板块估值有望提升，建议关注部分个股投资价值。
- **上周主要指数均有不同程度上涨，上证综指上涨 1.63%，沪深 300 上涨 1.98%，创业板指数上涨 5.36%。**上周 A 股成交金额 4.85 万亿元，日均成交额 1.62 万亿元，环比增长 43.28%。两融余额 1.82 万亿元，环比提升 2.62%。中债-总全价(总值)指数较年初上涨 0.33%;中债国债 10 年期到期收益率为 1.61%,较年初下行 0.20bp。
- **风险提示**
- 宏观经济数据不及预期；资本市场改革不及预期；一二级市场活跃度不及预期；金融市场大幅波动；市场炒作并购风险。

【山证煤炭】行业周报（20250203-20250209）：-宏观利好频出，关注需求改善幅度

刘贵军 liuguijun@sxzq.com

【投资要点】

- **投资要点**
- **动态数据跟踪**
- **动力煤：**供需双弱，煤价弱势。春节期间，煤矿生产一般。需求方面，下游企业放假停产增多，电厂负荷维持弱稳运行，虽然寒潮影响居民用电回升，但整体电煤日耗较低；港口调入继续大于调出，北方港口库存增加；供需双弱下，动力煤煤价弱势运行。节后稳经济政策或将继续发力，一季度气温预报较低，预计供暖用煤及非电用煤需求恢复增长；同时，进口煤价差低位，进口煤增量仍存变数，预计 2025 年一季度国内动力煤价格以稳为主。截至 2 月 7 日，环渤海动力煤现货参考价 761 元/吨，较长假前（1 月 24 日，下同）变化-0.13%；广州港山西优混 790 元/吨，较长假前变化-4.82%；欧洲三港 Q6000 动力煤 743.93 元/吨，周变化-2.78%。2 月 7 日，北方港口煤炭合计库存 2482 万吨，较长假前变化+3.76%；长江八港煤炭库存 660 万吨，较长假前变化+18.71%；本周环渤海港口日均调入 133.36 万吨，调出 120.63 万吨，日均净调出-12.73 万吨。
- **冶金煤：**成材价格震荡运行，焦煤价格以稳为主。春节期间煤矿停产减产情况增多，冶金煤生产供应一般。需求方面，节后复工进度仍偏慢，铁水产量、高炉开工率以稳为主，钢铁等成材价格震荡运行，下游冶金煤补库，冶金煤价格以稳为主。后期，预计两会等宏观利好持续释放，成材需求启动，价格预计将获得支撑，冶金煤将受此影响，价格中枢或将提高。截至 2 月 7 日，京唐港主焦煤库提价 1460

元/吨，较长假前持平；京唐港 1/3 焦煤库提价 1250 元/吨，较长假前持平；日照港喷吹煤 1143 元/吨，较长假前变化-0.17%；澳大利亚峰景矿硬焦煤现货价 198.5 美元/吨，周变化+1.02%。2 月 7 日，国内独立焦化厂、247 家样本钢厂炼焦煤总库存分别 810.01 万吨和 804.48 万吨，较长假前变化分别-20.09%、-5.13%；喷吹煤库存 418.07 万吨，较长假前变化-4.34%。247 家样本钢厂高炉开工率 78.00%，较长假前持平；独立焦化厂焦炉开工率 72.74%，较长假前变化+0.39 个百分点。

➤ **焦、钢产业链：**下游库存走低，焦炭价格企稳。开工率维持低位，下游成材震荡为主，焦炭价格企稳；后期，外贸存在变数情况下，国内宏观稳经济及金融支持实体经济政策预计继续加码，钢材需求刚性仍存，或将导致焦炭需求增加；同时前期价格大幅下降，焦炭利润亟待修复，且焦煤供需改善进度缓慢，成本支撑下焦炭价格预计下降空间不大。截至 2 月 7 日，天津港一级冶金焦均价 1680 元/吨，较长假前持平；港口平均焦、煤价差（焦炭-炼焦煤）263 元/吨，较长假前持平。独立焦化厂、样本钢厂焦炭总库存分别 98.48 万吨和 690.80 万吨，较长假前变化分别+42.87%、-3.59%；四港口焦炭总库存 174.22 万吨，较长假前变化-2.18%；全国市场螺纹钢平均价格 3482 元/吨，较长假前变化+0.26%；35 城螺纹钢社会库存合计 485.26 万吨，较长假前变化+16.67%。

➤ **煤炭运输：**供需双弱，沿海煤炭运价继续下跌。春节期间，煤炭供需双弱，采购拉运需求较少，节后下游企业复工高潮未至，终端补库需求不足，沿海煤炭运价低位运行。截止 2 月 7 日，中国沿海煤炭运价指数 475.13 点，较长假前变化-0.24%。鄂尔多斯煤炭公路长途运输运价 0.22 元/载重吨，较长假前变化-2.22%；2 月 7 日，环渤海四港货船比 36.2，周变化+2.55%。

➤ **煤炭板块行情回顾**

➤ **本周煤炭板块回升，但没有跑赢大盘指数；**中信煤炭指数周五收报 3406.48 点，最近五日变化+1.50%。子板块中煤炭采选 II(中信)最近五日变化+1.24%；煤化工 II(中信)指数最近五日变化+4.39%。煤炭采选个股反弹为主，安源煤业、新集能源、大有能源、永泰能源、恒源煤电涨幅居前；煤化工个股也回升为主，辽宁能源、美锦能源、云维股份涨幅居前。

➤ **本周观点及投资建议**

➤ **春节结束，煤炭行业基本上仍面临供需双弱态势，但地方两会开启，宏观利好政策释放，关注下游需求改善预期；钢铁等成材价格回升，双焦价格企稳，预计后期稳经济政策预计继续发力，国内煤炭价格进一步回落空间有限。**投资建议：资源价款指引煤炭上市公司估值，建议关注具备业绩支撑且被低估标的。非煤业务占比小的公司中【新集能源】、【昊华能源】显著被低估；非煤业务占比大的公司中【陕西能源】、【电投能源】更被低估；山西区域单吨成交资源价款普遍较高，建议关注【晋控煤业】、【华阳股份】。回购增持再贷款和 SFISF 等货币工具市场案例不断落地，套息交易有望不断深化煤炭红利价值，建议关注弹性高股息品种和稳定高股息品种。稳定高股息品种方面，相对更看好【中国神华】、【陕西煤业】、【中煤能源】。弹性高股息品种方面，相对更看好【淮北矿业】、【平煤股份】。

➤ **风险提示**

- 供给释放超预期；需求端改善不及预期；欧盟煤炭缺口不及预期，进口煤大量涌入国内市场；价格强管控；煤企转型失败等。

【山证纺服】行业周报-PUMA 公布 2024 财年初步业绩，汇率中性下收入同比增长 4.4%

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

- 本周观察：PUMA 公布 2024 财年初步业绩
- 1 月 22 日，PUMA 公布 2024 财年初步业绩（未经审计）。FY2024，公司实现营收 88.17 亿欧元，同比增长 2.5%，剔除汇率影响，同比增长 4.4%。FY2024Q4，公司实现营收 22.89 亿欧元，同比增长 15.5%，剔除汇率影响，同比增长 9.8%。
- （一）分渠道看，剔除汇率影响，FY2024Q4，批发渠道收入同比增长 6.9%，DTC 渠道收入同比增长 16.1%。
- （二）分区域看，剔除汇率影响，FY2024Q4，EEMEA、欧洲、大中华区、APAC 区域收入同比增长 14.3%、10.3%、7.4%、19.0%，北美区域同比增长 2.6%，拉美区域同比增长 7%。
- （三）分品类看，剔除汇率影响，FY2024Q4，鞋履产品收入同比增长 9.2%、服饰产品同比增长 8.8%、配饰产品同比增长 14.5%。
- 盈利能力方面，FY2024，公司毛利率同比提升 1.1pct 至 47.4%。息税前利润为 6.22 亿欧元，息税前利润率为 7.1%，符合此前预期。净利润为 2.82 亿欧元，低于此前预期。
-
- 行业动态：
- 2 月 4 日，记者从广州市商务局获悉，围绕首个“非遗”春节主题，广州市区联动开展 300 多场商圈主题消费活动，开展“行花街·花样广州”、启动消费品以旧换新、发放餐饮消费券、举办网上年货节等多重活动丰富市民游客消费体验，线上线下客流及消费数据火热增长，焕发消费市场活力，消费市场“火”出新高度。假期前七天（1 月 28 日至 2 月 3 日），据商务部消费大数据实验室监测数据，广州在地消费实现 364 亿元，同比 2024 年春节增长 8.3%。其中，线下消费 208 亿元，同比增长 11%；线上消费 156 亿元，同比 2024 年春节增长 5.1%。
- 国家税务总局利用增值税发票数据，对春节假期相关消费行业销售收入情况进行分析。数据显示：春节假期，全国消费相关行业日均销售收入与上年春节假期相比增长 10.8%，其中，商品消费和服务消费同比分别增长 9.9%和 12.3%。在消费品“以旧换新”政策支持下，家电家居类商品消费增速较高，旅游游览、文化艺术体育服务需求旺盛，粮油食品消费增势较好。

- 1月28日,上海市商务委发布2025年加力支持家电家居家装消费品补贴的具体方案透露,家电换新在国家补贴(简称“国补”)12类的基础上,增加了地方补贴(简称“地补”)18类,提供15%补贴,一级能效产品补贴20%;居家适老化产品补贴30%。此次,上海市对家电类、装修建材类、卫生洁具类、家具照明类、智能家居类、居家适老化类、家纺类产品7类产品进行补贴。本次“市补”的范围将进一步优化,7类产品共计有56个品类进入补贴范畴。相比去年,按照国家大类的表述更合理,也充分结合上海特色,新增了不少品类。比如,家电类包括蒸烤箱、电暖器(含暖风机)、电磁炉、空气净化器、打印机、干衣机(含洗干套装)、吸尘器、洗地机、咖啡机、扫地机器人、投影仪等18类产品,其中,健身镜、智能眼镜等品类均首次进入“市补”范围,咖啡机则是上海特有的补贴品类。还比如,今年的智能家居类包括含智能马桶盖、智能窗帘、智能门锁、电动晾衣架等4类产品,这其中智能窗帘、电动晾衣架也是首次“入围”,智能化的产品更多了。
- 行情回顾(2025.02.03-2025.02.07)
- 本周纺织服饰板块跑输大盘、家居用品板块跑输大盘:本周,SW纺织服饰板块上涨0.55%,SW轻工制造板块上涨1.6%,沪深300上涨1.98%,纺织服饰板块落后大盘1.43pct,轻工制造板块落后大盘0.38pct。各子板块中,SW纺织制造上涨0.56%,SW服装家纺上涨0.41%,SW饰品上涨0.96%,SW家居用品下跌0.69%。截至2月7日,SW纺织制造的PE-TTM为20.82倍,为近三年的28.29%分位;SW服装家纺的PE-TTM为22.25倍,为近三年的55.92%分位;SW饰品的PE-TTM为13.81倍,为近三年的14.47%分位;SW家居用品的PE-TTM为20.31倍,为近三年的26.97%分位。
- 投资建议:
- 纺织制造板块:我们建议关注三条投资主线:(一)国际运动服饰品牌公司库存压力减轻,销售展望稳中向好,看好低估值的纺织制造商龙头订单稳健复苏,推荐裕元集团、申洲国际;本周,Puma公布FY2024初步业绩,公司实现营收88.17亿欧元,剔除汇率影响,同比增长4.4%,符合公司预期。Deckers公布FY2025Q3季度业绩,上调FY2025收入指引至营收同比增长15%。(二)推荐有望凭借越南产能投产、提升国际品牌客户份额的伟星股份,以及下游品牌增速领先、持续拓展新客户的华利集团,建议关注服装代工业务利润率预计提升的开润股份;(三)从扩展新品类维度,建议关注充气床垫核心业务稳健、保温箱/水上用品新品类持续拓展的浙江自然、超高分子量聚乙烯产品迎来拐点、锦纶业务有望明年放量的南山智尚、棉袜产品稳健、无缝产品利润率具备提升空间的健盛集团。
- 品牌服饰板块:根据国家税务总局利用增值税发票数据统计,春节假期,全国消费相关行业日均销售收入与上年春节假期相比增长10.8%,其中百货零售同比增长5.2%。国内消费市场整体呈现弱复苏态势,12月消费者信心指数保持平稳。我们建议关注两条投资主线:(一)高景气运动户外服饰,天猫运动户外行业的品类赛道多元增长,轻量级外套、冲锋服饰、运动鞋和运动潮流上衣稳定行业近四成的消费贡献。推荐户外品牌布局完善且经营持续向好的安踏体育,零售流水领先行业、品牌影响力提升的361度,建议关注持续布局户外功能服饰、单店经营提效的波司登;(二)政府补贴品类,家纺及童装需求有望持续受益。建议关注家纺龙头公司水星家纺、罗莱生活、富安娜;以及童装龙头公司森马

服饰。

- **黄金珠宝板块：**根据中国黄金协会发布的 2024 年黄金消费量数据，2024 年，全国黄金消费量 985.31 吨，同比下降 9.58%。其中：黄金首饰 532.02 吨，同比下降 24.69%；金条及金币 373.13 吨，同比增长 24.54%。我们估算，2024Q4 单季度，黄金首饰 131.98 吨，同比下降约 15%；金条及金币 90.41 吨，同比增长约 17%。结合金价变化，预计 2024Q4 季度我国黄金首饰消费额增速由负转正。我们预计今年春节期间，黄金珠宝整体终端消费基本保持平稳，金价持续上涨背景下，小克重黄金首饰需求旺盛。建议积极关注低估值的黄金珠宝公司周大生、潮宏基、菜百股份、老凤祥。继续推荐老铺黄金，看好公司增长潜力，主要体现在开店空间、门店焕新、产品消费者心智、品牌影响力提升。公司作为高端古法金珠宝龙头，具备继续开店空间，同时有望凭借门店焕新、产品消费者心智、品牌影响力提升，不断提升单店销售水平。
- **风险提示：**
- 国内消费信心恢复不及预期；地产销售不达预期；品牌库存去化不及预期；原材料价格波动；汇率大幅波动。

【行业评论】非银行金融：资本市场做好金融“五篇大文章”实施意见点评：-以“五篇大文章”为锚，发挥功能性作用

刘丽 0351--8686985 liuli2@sxzq.com

【投资要点】

- 2025 年 2 月 7 日，中国证监会发布了《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见（以下简称意见）》，旨在落实中央关于科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融“五篇大文章”的部署要求。意见旨在从制度优化、产品创新、生态培育等多维度发力，系统性提升资本市场对实体经济的支持效能，助力新质生产力发展与经济转型升级。
- **事件点评：**
- **全链条服务硬科技，激活创新资本动能：**意见对科技型企业的全生命周期金融服务提出细化安排。1）上市支持：延续“科技十六条”“科创板八条”等政策，优化对未盈利科技企业的包容性，加大对新一代信息技术、生物医药等战略性新兴产业的上市支持。2）并购重组优化：通过完善估值方法、支付工具及审核机制，鼓励科技企业围绕强链补链开展并购重组。3）私募基金引导：畅通私募股权创投基金“募投管退”循环，支持投早、投小、投硬科技。明确推进基金份额转让、S 基金发展及实物分配股票试点，有望吸引更多耐心资本布局早期科技项目。4）债券市场赋能：加大多层次债券市场对科技创新的支持力度，探索知识产权证券化及 REITs 创新，强化多层次融资支持，有利于进一步拓宽科技企业融资渠道，形成“股债联动”多层次支持体系。

- **标准与产品双升级，助力低碳转型。**意见延续了绿色金融“三大功能、五大支柱政策思路”，从标准和产品处着力。1) 完善标准：优化绿色债券标准，鼓励评级机构将环境信息指标纳入债券发行评级方法，主动参与制定国际可持续准则，研究制定绿色股票标准。2) 丰富产品：支持绿色产业企业发行上市及融资，鼓励绿色私募股权基金发展，推动碳期货市场及碳排放权市场发展及金融机构的参与，研发绿色低碳期货期权品种，丰富绿色指数及衍生品。
- **扩大薄弱领域覆盖，下沉服务惠及民生。**意见从满足中小微企业、涉农主体及居民三主体金融需求着眼，旨在扩大服务实体覆盖面。1) 中小微企业：深化北交所、新三板普惠金融试点，推动“专精特新”企业挂牌，区域性股权市场与全国性市场协同发展。2) 涉农主体：完善“保险+期货”模式，支持农产品期货期权品种开发，发展乡村振兴公司债券，研究编制三农领域指数。3) 居民投资需求：加快金融机构财富管理转型，丰富公募基金产品谱系，降低公募行业综合费率，推动买方投顾试点转常规。
- **打通中长期资金入市堵点，扩大优质养老供给。**意见旨在满足市场多元化养老金需求。1) 服务长期资金增值目标：打通长期资金、耐心资本入市堵点，将指数基金等权益公募基金纳入个人养老金投资范围，完善保险资金权益投资监管制度，支持用人单位探索放开企业年金，支持长期资金开展套保交易，推动专业投资者建立三年以上长周期考核机制。2) 养老产品供给：支持健康、养老等银发经济企业股债融资，探索养老设施作为资产支持证券和 REITs 的底层资产，支持公募子公司从事养老金融服务。
- **数字赋能提质增效，基础设施建设夯实安全底座。**意见要求加快推进数字化、智能化赋能资本市场。1) 数字化水平：推动行业机构数字化转型，探索金融科技创新试点和“要素市场×资本市场”专项试点，健全公募基金账户份额信息统一查询平台，推进证券公司账户管理功能优化试点转常规，推动数字经济、平台企业股债发行“绿灯”项目落地。2) 基础设施建设。完善智慧监管平台，推动监管大数据、行业数据库建设，加快监管智能化转型，加强信息安全管理。
- **明晰机构责任，夯牢合规风控底线。**1) 发挥功能性作用：金融机构完善行业机构定位和治理。把功能性放在首位，因地制宜做好金融“五篇大文章”，建立健全资本市场做好金融“五篇大文章”的统计和考核评价制度，完善服务科技创新、信息科技投入等行业机构分类评价指标体系。2) 合规风控：针对五篇大文章不同领域，探索建立风险早期纠正硬约束制度，督促行业机构健全风险识别、监测预警和压力测试机制。
- **投资要点：**
- **投行业务直接受益于科技、绿色、养老产业企业上市与并购扩容。**1) IPO 与再融资：科技型企业上市门槛放宽、绿色企业融资支持等政策，将持续扩容 IPO 和再融资市场。科创板、北交所及绿色债券承销需求增加，头部券商凭借项目储备和定价能力进一步巩固优势，投行业务收入占比提升，推动估值中枢上移。2) 并购重组活跃度提升：审核机制优化及产品服务创新将刺激科技、绿色领域并购需求，券商 FA 业务收入增长可期。2024 年有多起硬科技领域并购案例，具备产业研究能力和资源整合优势的券商有望获得更高溢价。

- **长期资金入市催生财富管理增量空间。**1) 资产管理：耐心资本入市提速，叠加个人养老金投资范围扩大至权益类基金，将带动资管规模扩容。具备公募基金与券商资管全牌照的券商有望随管理费收入增长驱动估值修复。2) 财富管理：公募费率下调倒逼机构向买方投顾转型，试点转常规后，具备客户基础、数字化服务能力、综合投顾能力及营销能力较强的券商有望抢占市场份额，提升 AUM 及客户粘性，增强盈利稳定性。
- **投资业务工具扩容对冲市场波动。**1) 自营工具丰富：碳期货、绿色期权等新品种推出，有利于满足机构套保需求，衍生品做市及交易业务成为券商差异化竞争点。资本实力雄厚、风控体系完善的头部券商有望扩大市场份额，平滑业绩波动。2) 股权投资堵点打通：私募基金“募投管退”循环优化及 S 基金发展，将提升券商直投子公司退出效率，长期看硬科技领域项目退出收益增厚，贡献利润弹性。
- **行业估值有望提升。**随着实施意见的进一步实施，证券公司将加快发挥功能性作用，科技金融、绿色金融及中长期资金加大配置带来的增量业务释放，行业估值有望提升。
- **风险提示：**政策执行力度不及预期；创新业务风险暴露；外部环境不及预期。

【行业评论】太阳能：发改委推动新能源上网电量参与市场交易，节后产业链价格持稳

肖索 xiaosuo@sxzq.com

【投资要点】

- **发改委：**推动新能源上网电量参与市场交易：2月9日，国家发展改革委发布《关于深化新能源上网电价市场化改革 促进新能源高质量发展的通知》。通知指出，按照价格市场形成、责任公平承担、区分存量增量、政策统筹协调的要求，深化新能源上网电价市场化改革。推动新能源上网电量参与市场交易。新能源项目（风电、太阳能发电，下同）上网电量原则上全部进入电力市场，上网电价通过市场交易形成。新能源项目可报量报价参与交易，也可接受市场形成的价格。参与跨省跨区交易的新能源电量，上网电价和交易机制按照跨省跨区送电相关政策执行。
- **国管局：**探索光伏等新能源利用市场机制：2月5日，国管局发布《关于2025年公共机构节约能源资源工作安排的通知》，《通知》提出探索光伏等新能源利用市场机制，依托市场力量，更好促进公共机构光伏建设。
- **全国新能源消纳监测预警中心：**2024年光伏利用率96.8%：2月6日，全国新能源消纳监测预警中心发布2024年全国新能源并网消纳情况。数据显示，光伏利用率96.8%。其中，上海、浙江、福建、重庆光伏利用率100%。
- **价格追踪**
- **多晶硅价格：**根据 Infolink 数据，本周致密料均价为 39.0 元/kg，较节前持平；颗粒硅均价为 36.0 元/kg，较节前持平。本周新订单执行较少，价格无明显变化，仍维持节前价格。本周企业正常执行前期订单，

年后订单仍在洽谈中，下游硅片企业排产有上调预期，对多晶硅需求增长；但短期下游硅片有累库风险，对硅料涨价接受度较低，预计价格持稳为主。多数在产企业积极履行行业自律的约定，预计多晶硅价格在上半年呈上涨趋势。

- **硅片价格：**根据 InfoLink 数据，本周 150um 的 182mm 单晶硅片均价 1.15 元/片，较节前持平；130um 的 183mm N 型硅片均价 1.18 元/片，较节前持平；130um 的 182*210mmN 型硅片均价 1.350 元/片，较节前持平。2 月硅片排产有望小幅上涨，但近期下游采购放缓，硅片库存上涨，预计短期内价格持稳。
- **电池片价格：**根据 InfoLink 数据，本周 M10 电池片（转换效率 23.1%）均价为 0.33 元/W，较节前持平；182mm TOPCon 电池片均价为 0.29 元/W（转换效率 25.0%+），较节前持平；210mm TOPCon 电池片均价为 0.295 元/W（转换效率 25.0%+），较节前持平。春节假期前后，电池厂家开工率持续偏低，供需均有所减少。下游需求仍待恢复，节后订单情况尚未明朗，预计短期内价格维持稳定。
- **组件价格：**根据 InfoLink 数据，本周 182mm 双面 PERC 组件均价 0.65 元/W，较节前持平；182TOPCon 双玻组件价格 0.69 元/W，较节前持平。节后首周，现货市场与集中式项目平稳，多数订单商谈仍未有定论。海外价格暂时稳定，欧洲市场随着前期低价订单交付收尾后，价格酝酿涨势，但仍需观察终端接受度。近期市场整体活跃度偏低，预计价格持稳为主。
- **玻璃价格：**根据百川盈孚数据，本周 3.2mm 镀膜光伏玻璃价格为 19.5 元/m²，较上周持平；2.0mm 镀膜光伏玻璃价格为 12.0 元/m²，较上周持平。
- **投资建议**
- **重点推荐：**BC 新技术方向：爱旭股份、隆基绿能；供给侧改善方向：福莱特；海外布局方向：阿特斯、阳光电源、德业股份。建议积极关注：协鑫科技、通威股份、大全能源、TCL 中环、新特能源、信义光能、帝尔激光、福斯特、海优新材、晶澳科技、天合光能、晶科能源、中信博、迈为股份、晶盛机电、捷佳伟创、奥特维、时创能源、京山轻机、上海艾录、宇邦新材、广信材料。
- **风险提示**
- 光伏新增装机量不及预期；产业链价格波动风险；海外地区政策风险等

【公司评论】聚灿光电(300708.SZ)：聚灿光电（300708.SZ）2024 年年报点评-正式转型成为全色系 LED 芯片供应商，业绩创历史新高

高宇洋 gaoyuyang@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **公司发布 2024 年年度报告。**2024 年全年公司实现营业收入 27.60 亿元，同比增长 11.23%，实现归母净利润 1.96 亿元，同比增长 61.44%。Q4 单季度实现营业收入 7.37 亿元，同比增长 12.98%，环比增长 7.05%，

实现归母净利润 0.36 亿元，同比下降 18.27%，环比下降 22.51%。

➤ 事件点评

- **主营业务稳步增长，业绩创历史新高。**得益于照明行业显著回暖、Mini LED 商用加速，以及公司营销策略、市场需求的精准把握和产能释放，公司 LED 芯片主营业务持续扩张，2024 年公司 LED 芯片产量 2283 万片，同比增长 5.02%。同时，公司产能利用率、产销率稳居行业高位，2024 年公司全年产能利用率达 97.37%，产销率达 100.82%，产销两旺下，公司业绩创历史新高，2024 年全年公司实现营业收入 27.60 亿元，同比增长 11.23%，实现归母净利润 1.96 亿元，同比增长 61.44%。
- **产品结构升级叠加降本增效，公司盈利能力大幅提升。**公司持续优化产品结构、开拓高端产品，重点发力以 Mini LED、车载照明、高品质照明、植物照明、手机背光、屏幕显示等为代表的高端 LED 芯片，2024 年 Mini LED、银镜产品收入同比增长 390.40%、81.32%。同时，公司坚持精细化运营并深挖供应链各环节降本增效潜力，得益于价格提升与成本管控双重作用，公司主营业务毛利率提升至 24.99%，同比增长 6.78%，存货周转率、应收账款周转率等营运指标稳居业内首位。
- **加强创新驱动，公司正式转型成为全色系 LED 芯片供应商。**“年产 240 万片红黄光外延片、芯片项目”的建成投产，标志着公司实现产品在照明、背光、显示三大应用领域的全覆盖，同时公司也正式转型成为全色系 LED 芯片供应商，未来公司将利用全色系 LED 芯片生产、销售的优势和协同效应，更好地满足下游市场需求。公司始终强化技术创新，目前高光效、背光、高压和倒装等产品已处于国内一线水平，市场占有率、Mini LED 产品渗透率不断提升。随着公司研发投入加大，结构再突破、性能再提升、产品再升级，公司发展动力将进一步增强。
- **投资建议**
- 预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.40\0.54\0.66, 对应公司 2025 年 2 月 7 日收盘价 13.86 元, 2025-2027 年 PE 分别为 34.3\25.8\21.1，维持“买入-A”评级。
- **风险提示**
- 募投项目达产进度不及预期；下游终端需求不及预期；募投项目产能消化风险；行业技术更新风险；市场竞争加剧风险。

【公司评论】鲁西化工(000830.SZ)：鲁西化工-全年业绩符合预期，新项目进展顺利

李旋坤 lixuankun@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **事件：**1 月 25 日，公司发布《2024 年度业绩报告》，预计 2024 年实现归母净利润 19.0-21.5 亿元，同比增长 132.07%-162.61%；扣非归母净利润 18.5-21.0 亿元，同比增长 113.98%-142.90%；基本每股收益为

0.998-1.129 元/股，同比增长 133.18%-163.79%。其中，预计 2024Q4 实现归母净利润 3.25-5.75 亿元，同环比分别 +4.17%~+84.29%/-19.55%~+42.33%；扣非归母净利润为 2.81-5.31 亿元，同环比分别 -9.65%~+70.74%/-22.59%~+46.28%。

➤ 事件点评

➤ 主营产品价格涨跌不一，主要原材料价格环比下降。据百川盈孚数据统计，2024Q4 辛醇山东地区/正丁醇/己内酰胺/PC/甲酸/烧碱 32%液碱/正丙醇均价环比分别+2.2%/ -4.3%/ -12.3%/ -3.2%/ +18.2%/ +13.0%/ +12.2%。原材料价格下降明显，2024Q4 动力煤（Q:5500）秦皇岛/ 丙烯/ 纯苯市场均价环比分别-2.1%/ -3.0%/ -16.5%，成本端的下降使得公司在部分产品价格下降的情况下，盈利水平依然能够保持相对稳定。

➤ 产品端价格有修复迹象，成本端煤价继续回落。2025 年 1 月 1 日至 2 月 5 日，据百川盈孚数据统计，33 个公司主营产品中，持平和上涨产品数量为 18 种，2024Q4 环比上涨产品有 13 种。成本端，动力煤（Q:5500）秦皇岛/ 丙烯/ 纯苯市场均价较 2024Q4 分别-7.8%/ +0.4%/ +0.6%。

➤ 多个项目进展顺利，有望带来业绩增量。9 月 2 日，公司发布《关于 60 万吨己内酰胺尼龙 6 项目一期工程顺利投产的公告》，含 30 万吨己内酰胺、30 万吨尼龙 6 及配套生产设施和公用工程等辅助设施。9 月 10 日，公司发布《关于子公司双氧水装置产线恢复生产的公告》，2023 年 5 月 1 日双氧水装置发生爆炸着火事故后，双氧水装置 27.5%浓度产线已经投料运行，恢复生产，产能 30 万吨/年。2024Q3 末公司在建工程 92.63 亿元，有机硅项目、24 万吨/年乙烯下游一体化项目（二期）、15 万吨/年丙酸项目等进展顺利。随着在建项目逐步放量，公司未来业绩有望提升。

➤ 投资建议

➤ 预计公司 2024-2026 年净利润分别为 20.3/ 22.6/ 26.0 亿元，对应公司 2 月 7 日收盘价 11.73 元，PE 分别为 11/ 10/ 9 倍，维持“买入-B”评级。

➤ 风险提示

➤ 原材料价格波动风险，宏观经济修复不及预期风险，产品价格下降风险，安全环保风险。

【行业评论】艾伯维(AbbVie)更新：百亿级重磅新药 IL-23 利生奇珠单抗、JAK1 乌帕替尼加速放量，ADC、TCE、神经科学管线丰富

魏贇 weiyun@sxzq.com

➤ 艾伯维(AbbVie)更新：百亿级重磅新药 IL-23 利生奇珠单抗、JAK1 乌帕替尼加速放量，ADC、TCE、神经科学管线丰富

➤

➤ IL-23、JAK1 等新药接棒阿达木单抗。2024 年收入 563 亿美元（+4%），受到 Emraclidine 减值影响，调整后每股收益 10.12 美元。除阿达木单抗业务收入增速超过 18%。自免的利生奇珠单抗、乌帕替尼、

肿瘤的维奈克拉、神经的卡利拉嗪、乌布吉泮、阿托吉泮等新药推动收入稳定增长，根据公司披露，2024 到 2029 年公司收入 CAGR 高个位数增长。2025 年的中个位数增长，2025 年调整摊薄 EPS 12.1-12.3 美元。



➤ **IL-23 利生奇单抗高速增长，JAK1 抑制剂乌帕替尼适应症拓展。**24 年免疫收入 267 亿美元（+2%），利生奇单抗收入 117 亿美元（+51%），乌帕替尼收入 60 亿美元（+50%），2 款新药在多种自免疾病疗效优于阿达木单抗，克罗恩病和 UC 增长较快，2025 年收入 240 亿美元（+36%）。2027 年预计利生奇单抗收入 200 亿美元，GCA 等在研适应症推动乌帕替尼 2027 收入达到 110 亿美元。IL-1 α/β 双抗 lutikizumab 在 HS 临床缓解率优秀。



➤ **Bcl2 维奈克拉仍有增长，TCE 双抗、ADC 陆续上市。**2024 年肿瘤收入 66 亿美元（+11%），维奈克拉收入 26 亿美元（+13%）。CD3/CD20 双抗艾可瑞妥单抗的 r/r FL、DLBCL 上市。BCMA/CD3 双抗 ABBV-383 在 3 期临床。FR α ADC 索米妥昔单抗卵巢癌、腹膜癌、输卵管癌上市。c-Met ADC Teliso-V 的 c-Met NSCLC 适应症有望 2025 年美国上市，下一代 c-Met ADC ABBV-400 在肺癌等瘤读出更优。SEZ6 ADC ABBV-706 在 SCLC 读出优秀的 ORR。



➤ **卡拉利秦、偏头痛新药稳步增长，布局 PD、AD 等管线。**2024 年神经科学收入 90 亿美元（+17%），卡利拉嗪、乌布吉泮、阿托吉泮收入 33、10、7 亿美元，同比 18%、23%、61%。连续输注 PD 药物 Vyalev 24 年 10 月美国上市，运动障碍改善明显，后续有望拓展使用范围。偏头痛、PD 等新药的商业化推动 2025 年神经科学收入将达到 100 亿美元（+11%）。在研包括早期帕金森 Tavapadon、AD 的 3pE-A β 抗体 ALIA-1758、抑郁 CVL-354 等。



➤ **肉毒杆菌素新增适应症，美学业务有望恢复增长。**2024 年美学收入 52 亿美元（-2%），肉毒杆菌毒素收入为 27 亿美元（+1%），FDA 已获批了额头纹、皱眉纹、鱼尾纹、颈阔肌带适应症，咬肌突出适应症在中国率先获批。乔雅登透明质酸收入 12 亿美元（-15%），经济恢复将带来美学 2025 年-2029 年实现高个位数复合年收入增长率。速效肉毒素 BoNT/E 后续有望上市。



➤ **风险提示：**新并购管线减值风险、阿达木单抗专利到期影响超预期风险、新药研发及商业化不及预期风险、国际经济及消费不确定风险等

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）。

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或

转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽

泽平安金融中心 A 座 25 层

