

晨会纪要

数据日期: 2025-02-10	上证综指	深证成指	沪深300指数	中小板综指	创业板综指	科创50
收盘指数(点)	3322.16	10631.24	3901.06	11469.73	2922.46	1036.76
涨跌幅度(%)	0.56	0.52	0.21	0.97	1.38	1.76
成交金额(亿元)	6770.38	10537.85	3849.68	3571.86	5122.27	1558.86

晨会主题

【常规内容】

宏观与策略

固定收益周报: 超长债周报-资金面改善, 超长债震荡为主

行业与公司

公用环保行业快评: 新能源发电重大政策点评-新能源上网电价市场化改革推进, 新能源发电项目收益率有望维持合理水平

传媒互联网周报: 《哪吒2》登顶中国票房榜, Deepseek 日活用户突破2000万

银行行业专题: 海外银行借鉴系列-后房地产时代, 海外银行资产配置演变

通信行业周报 2025年第7周: 全球AI企业“拥抱”Deepseek, 北美云厂继续加大AI投入

电子行业投资策略: 半导体2月投资策略: 多款国产GPU适配DeepSeek, 看好AI全产业链国产化

交通运输行业2月投资策略: 春运期间民航客运量升价跌, 关注油运需求结构性变化带来的运价向上弹性

互联网行业周报: 人工智能周报(25年第6周)-国产大模型百花齐放, 追赶全球领先水平

家电行业 2025年2月投资策略: 春节期间家电消费表现良好, 白电1-2月排产量增长10%

海外市场专题: 美元债双周报(25年第6周)-供给格局改善叠加通胀压力有望放缓, 美债迎来右侧交易机会

机械行业2月投资策略: 1月机械行业表现相对较好, 重点关注人形机器人等成长板块

化工行业月报: 油气行业 2025年1月月报-地缘政治主导油价, 国际油价先扬后抑

纺织服装2月投资策略: 服饰品牌销售稳中向好, 越南纺织出口维持正向增长

纺织服装品牌力跟踪月报 202501期: 各品牌积极推出新年新品, 识货平台销量环比提升

华康股份(605077.SH) 深度报告: 功能糖醇行业领先企业, 舟山新项目开启第二成长曲线

三美股份(603379.SH) 公司快评: 公司发布第二期员工持股计划, 看好制冷剂景气度延续

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

主要市场指数

02月11日

	收盘指数	涨跌幅%
道琼斯	33597.92	0
纳斯达克	10961.46	-0.48
S&P500	3801.78	-0.44
法国CAC40	6000.24	-0.72
德国DAX	14261.19	-0.57
日经225	27574.43	-0.4
恒生	21521.98	1.83

基金指数

02月11日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3241.05	0.04
股票基金指数	9954.28	1.03
混合基金指数	9235.84	1.28

汇率

02月11日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.03	-0.2
美元兑人民币	7.3	0.19
美元兑港币	7.78	-0.02
美元兑日元	151.99	0.38

非流通股解禁

02月11日

名称	解禁数量(万股)	流通股增加%	解禁日期
霍普股份	2880.00	100.00	2025-01-28
浙版传媒	180000.02	100.00	2025-01-23
洪兴股份	6497.49	100.00	2025-01-22
云南旅游	6857.37	100.00	2025-01-16
广百股份	18692.79	100.00	2025-01-06
德才股份	2865.13	100.00	2025-01-06
上海凤凰	550.77	100.00	2024-12-23
金圆股份	6613.75	99.54	2024-12-20

【常规内容】

宏观与策略

◆ 固定收益周报:超长债周报-资金面改善, 超长债震荡为主

超长债复盘: 春节后债市“开门红”。春节期间特朗普对中国、加拿大和墨西哥加征关税, 中国针对此项行政令采取了关税反制措施, 债市避险情绪上升。另外下半周资金面改善, A 股大涨, 全周债市大涨, 超长债大涨。成交方面, 上周超长债交投活跃度大幅回落, 交投活跃度一般。利差方面, 上周超长债期限利差缩窄, 品种利差也缩窄。

超长债投资展望:

30 年国债: 截至 2 月 08 日, 30 年国债和 10 年国债利差为 20BP, 处于历史偏低水平。12 月政治局会议和中央经济工作会议提出, 明年实施更加积极有为的宏观政策, 实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策, 加强超常规的逆周期调节。我们认为, 当前货币政策放松的确定性最强, 经济托底的效果仍待验证, 春节后资金面也有所转松, 预计近期债市震荡为主。当前 30 年国债期限利差极低, 期限利差保护度有限。

20 年国开债: 截至 2 月 08 日, 20 年国开债和 20 年国债利差为 1BP, 处于历史极低位置。12 月政治局会议和中央经济工作会议提出, 明年实施更加积极有为的宏观政策, 实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策, 加强超常规的逆周期调节。我们认为, 当前货币政策放松的确定性最强, 经济托底的效果仍待验证, 春节后资金面也有所转松, 预计近期债市震荡为主。当前 20 年国开债品种利差极低, 品种利差保护度有限。

一级发行: 上周超长债发行量较大。和上上周相比, 超长债总发行量小幅上升。

成交量: 上周超长债交投活跃度一般。上周超长债交投活跃度大幅回落。

收益率: 春节后债市“开门红”。春节期间特朗普对中国、加拿大和墨西哥加征关税, 中国针对此项行政令采取了关税反制措施, 债市避险情绪上升。另外下半周资金面改善, A 股大涨, 全周债市大涨, 超长债大涨。

利差分析: 上周超长债期限利差收窄, 绝对水平偏低。上周超长债品种利差缩窄, 绝对水平偏低。

风险提示: 海外市场动荡, 存在不确定性。

证券分析师: 赵婧 (S0980513080004)、季家辉 (S0980522010002)、董德志 (S0980513100001)

行业与公司

◆ 公用环保行业快评:新能源发电重大政策点评-新能源上网电价市场化改革推进, 新能源发电项目收益率有望维持合理水平

2025 年 2 月 9 日, 国家发改委、国家能源局印发《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》(以下简称《通知》)。

国信公用环保观点:

1) 《通知》主要内容: 一是推动新能源上网电价全面由市场形成, 新能源项目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; 二是建立新能源可持续发展价格结算机制, 纳入机制的新能源电价水平(简称机制电价)、电量规模、执行期限等由省级价格主管部门会同省级能源主管部门、电力运行主管部门等明确, 对纳入机制的电量, 市场交易均价低于或高于机制电价的部分, 由电网企业按规定开展差价结算, 结算费用纳入当地系统运行费用, 系统运行费用由工商业用户承担。此外, 《通知》坚持分类施策, 区分存量项目和增量项目, 保持存量项目政策衔接, 稳定增量项目收益预期。

2) 本次新能源上网电价市场化改革政策对居民、农业用户电价水平没有影响,居民、农业用户用电仍执行现行目录销售电价政策。对于工商业用户,根据国家发改委公开信息,静态估算,预计改革实施首年全国工商业用户平均电价与上年相比基本持平,电力供需宽松、新能源市场价格较低的地区可能略有下降,后续工商业用户电价将随电力供需、新能源发展等情况波动。

3) 政策保障新能源项目合理收益率,促进新能源发电行业稳健发展。《通知》在推动新能源全面参与市场的同时,建立新能源可持续发展价格结算机制,对纳入机制的电量,当市场交易价格低于机制电价时给予差价补偿,高于机制电价时扣除差价,差价结算方式让新能源发电企业有合理稳定的预期,促进行业平稳健康发展。

投资建议:新能源发电上网电价市场化改革政策落地,新能源上网电价由市场形成,同时推行新能源可持续发展价格结算机制,差价结算方式有助于新能源发电项目维持合理收益率水平,新能源发电盈利有望逐步趋于稳健。推荐全国性新能源发电龙头企业龙源电力、三峡能源,区域优质海上风电企业广西能源、福能股份、中闽能源以及存量风光资产优质且积极开拓第二增长曲线的金开新能。

风险提示:电价下降,政策变化风险,绿电消纳水平下降,用电量增速不及预期。

证券分析师: 黄秀杰(S0980521060002)、郑汉林(S0980522090003)、刘汉轩(S0980524120001)

联系人: 崔佳诚

◆ 传媒互联网周报:《哪吒2》登顶中国票房榜,Deepseek 日活用户突破 2000 万

传媒板块本周表现:行业上涨 7.94%,跑赢沪深 300,跑输创业板指。本周(2.1-2.7)传媒行业上涨 7.94%,跑赢沪深 300 (1.98%),跑赢创业板指 (5.36%)。其中涨幅靠前的分别为每日互动、光线传媒、浙数文化、顺网科技等,跌幅靠前的分别为北京文化、博纳影业、横店影视、中国电影等。横向比较来看,本周传媒板块在所有板块中涨跌幅排名第 2 位。

重点关注:Deepseek、Gemini 等海内外 AI 持续突破,《哪吒之魔童闹海》登顶中国票房榜。1) Deepseek 上线 20 天,日活用户超过 2000 万大关,它也是全球 DAU 增长最快的 AI 应用;2) 谷歌重磅发布 Gemini 2.0 全系列模型,这些新模型旨在满足不同的使用需求,并在性能和成本之间提供多样化的平衡;3) 截至 2 月 9 日 20 时,《哪吒之魔童闹海》累计票房 79.4 亿元,录得中国影史第一高。

本周重要数据跟踪:《哪吒之魔童闹海》带动观影需求释放。1) 本周(2 月 3 日-2 月 9 日)电影票房 63.01 亿元。票房前三名分别为《哪吒之魔童闹海》(47.43 亿元,票房占比 75.2%)、《唐探 1900》(9.50 亿元,票房占比 15.0%)、《熊出没·重启未来》(2.14 亿元,票房占比 3.0%);2) 综艺节目方面,《一路繁花》、《大侦探拾光季》、《快乐再出发山海季》、《声生不息·大湾区季》和《团建不能停》排名居前;3) 游戏方面,2024 年 12 月中国手游收入前三名分别为点点互动《Whiteout Survival》、腾讯《PUBG Mobile》和腾讯&动视暴雪《使命召唤手游》。

投资建议:持续看好 AI 应用布局机会,关注 IP 谷子、游戏、影视、广告板块反转机会。1) Deepseek 日活突破 2000 万、谷歌发布 Gemini 2.0 性能和成本突破、《哪吒之魔童闹海》登顶中国票房榜,Deepseek 加速 AI 应用安卓时刻的到来,持续看好 AI 应端机会,重点把握 AI 应用机会(具体标的见正文投资建议部分)。IP 谷子产业景气度持续提升,看好 IP、运营、渠道等环节,核心推荐泡泡玛特、关注产业链其他个股机会(广博股份、姚记科技、奥飞娱乐等)。同时关注 VR/AR、数据要素、文化出海等泛科技主题方向主题;2) 《哪吒 2》票房影史第一,看好影视板块底部复苏,推荐渠道(万达电影、猫眼娱乐)以及内容(光线传媒、华策影视等);景气度有望底部持续改善:游戏板块推荐恺英网络、巨人网络、吉比特等标的;媒体端关注经济底部向上带来的广告投放增长(分众传媒、芒果超媒、哔哩哔哩等);同时从高分红、低估值角度关注出版板块。

风险提示:监管政策风险;业绩风险;商誉及资产减值风险等。

证券分析师: 张衡(S0980517060002)、陈瑶蓉(S0980523100001)

◆ 银行行业专题:海外银行借鉴系列-后房地产时代,海外银行资产配置演变

后房地产时代贷款需求下降,银行资产配置面临重大挑战。日本、美国和西班牙房地产泡沫破灭后,三

个国家非金融企业部门和居民部门都出现了不同程度的去杠杆，虽然 2012 年以来美国非金融企业开始加杠杆，但杠杆率直到 2015 年才恢复到次贷危机前的水平。面临实体部门持续去杠杆，贷款增速大幅放缓，西班牙贷款甚至持续大幅压降。

美国银行业资产配置演变。（1）规模扩张速度放缓，但由于美国非金融企业 2012 年开始恢复加杠杆，因此规模增速降幅有限。FDIC 统计的美国银行业贷款总额在 1995-2007 年年均复合增速 7.7%，2011-2019 年降至 4.0%。（2）资产配置风险偏好下降。其中，贷款配置比例下降，现金类资产和银行间资产配置比例提升明显，金融投资比例则恢复到 1990 年代初的水平，大幅增加美国国债配置。（3）贷款结构上，加大工商企业和个人消费贷投放，住宅贷款和开发贷配置比例从危机前夕的超 60%降至 2019 年的约 48%，主要是按揭配置比例从 40%降至约 28%。（4）除了富国银行坚持立足本土、扎根社区，美国其他三大行都非常重视国际化布局。（5）次贷危机后美国银行业基本形成“多元经营+专业深耕”差异化发展战略。大行重视大财富大投行业务，收入结构更趋均衡；中小银行则深耕专业化领域，拓展业务蓝海。

西班牙桑坦德银行和西班牙对外银行资产配置演变。（1）房地产泡沫破灭后西班牙贷款余额压降，但两家样本大行实现了低速扩张，表明业务向大行集中。2004-2007 年桑坦德银行和西班牙银行贷款净额（不包括投向金融机构）年均复合增长率分别为 34.6%和 15.0%，2012-2019 年则大幅降至 2.9%和 0.9%。

（2）资产配置上，桑坦德银行贷款配置比例维持在约 60%，西班牙对外银行贷款配置比例下降至约 52%；两家银行都大幅增加现金类资产配置，金融投资上大幅增加海外政府债券配置，降低西班牙政府债券配置比例。（3）两家银行积极优化欧洲区域布局，进一步拓展北美、南美等市场。（4）信贷投向，桑坦德银行持续聚焦大零售，增加消费信贷和小企业贷款；西班牙对外银行零售贷款比重也超过 40%，按揭和消费贷款更趋均衡。（5）严监管下更专注核心业务，非息收入贡献下降。

投资建议：我们判断我国银行业未来也将形成“多元化和国际化经营+专业深耕”差异化发展战略。中长期视角，一是关注综合化和国际化经营程度有望提升的银行，如国有大行、招商银行等；二是关注专业深耕银行，如宁波银行、常熟银行和瑞丰银行等。

风险提示：若宏观经济大幅下行，会冲击银行资产质量和净息差。

证券分析师：田维韦（S0980520030002）、王剑（S0980518070002）、陈俊良（S0980519010001）

联系人：刘睿玲

◆ 通信行业周报 2025 年第 7 周：全球 AI 企业“拥抱”Deepseek，北美云厂继续加大 AI 投入

行业要闻追踪：国内外 AI 企业均在接入 Deepseek。2 月第一周，16 家国产 AI 芯片企业（华为昇腾、海光信息、云天励飞等）相继宣布适配或上架 DeepSeek 模型服务；中国电信、中国联通、中国移动三大运营商均宣布接入 DeepSeek；华为云、阿里云、腾讯云等 9 家国内云计算巨头，无问芯穹、硅基流动、青云科技、神州数码等至少 10 家独立云及智算企业，均宣布对 DeepSeek 的支持。英伟达、AMD、英特尔等海外 AI 芯片企业，以及亚马逊云、微软 Azure 早在 1 月份就宣布支持 DeepSeek。

Deepseek 作为更高效的 AI 模型将为 IDC 数据中心设备和服务带来新机遇。（1）降低 AI 进入壁垒扩大用户群，IDC 数据中心营收有望增加。开源使得众多中小企业也能开展 AI 应用研发，长尾客户对算力服务的需求被激发出来，新客户有望增加 IDC 营收。（2）企业 AI 云本地化/私有化部署大大受益 DeepSeek，模块化数据中心/边缘数据中心需求有望提升。本地化部署的优势在于数据隐私，数据不离开用户设备，适合处理敏感信息，并且访问时延低。企业部署本地化/私有化 IDC 能快速实践基于 DeepSeek 模型的应用服务，实现降本增效。（3）数据中心 IDC 服务商能耗压力有所减轻。如何产生和分配 AI 所需的大量电力一直是挑战。DeepSeek 大幅提升算力使用效率有望减轻 IDC 的能耗压力。

四大北美互联网云厂商 2025 年规划资本开支合计超过 3100 亿美元，其中谷歌 750 亿美元，亚马逊 1050 亿美元，微软 800 亿美元，META 超过 600 亿美元。这四大云厂 2024 年资本开支合计约 2400 亿美元。

行情回顾：本周通信（申万）指数上涨 5.16%，沪深 300 指数上涨 2.57%，相对收益 2.58%，在申万一级行业中排名第 12 名。分领域看，物联网控制器、军工信息化、5G、IDC 表现均较好。

投资建议：关注数据中心设备及服务提升，兼顾运营商高股息价值

(1) 短期视角, Deepseek 的开源和低成本扩大了 AI 用户群, 拉动了企业部署本地化 IDC 的需求, 推荐关注: 通信设备 (中兴通讯、紫光股份等), 智能模组 (广和通等)、数据中心服务 (润泽科技等)。

(2) 长期视角, 中国移动和中国电信规划 2024 年起 3 年内将分红比例提升至 75% 以上, 高股息价值凸显, 建议关注三大运营商红利资产属性。

2025 年第 7 周重点推荐组合: 中国移动、润泽科技、紫光股份。

风险提示: 宏观经济波动风险、数字经济投资建设不及预期、AI 发展不及预期、中美贸易摩擦等外部环境变化。

证券分析师: 袁文舫 (S0980523110003)

◆ 电子行业投资策略: 半导体 2 月投资策略: 多款国产 GPU 适配 DeepSeek, 看好 AI 全产业链国产化

1 月 SW 半导体指数下跌 1.59%, 估值处于 2019 年以来 68.70% 分位

2025 年 1 月 SW 半导体指数下跌 1.59%, 跑输电子行业 1.33pct, 跑赢沪深 300 指数 1.40pct; 海外费城半导体指数上涨 0.72%, 台湾半导体指数上涨 4.71%。从半导体子行业来看, 数字芯片设计 (-0.12%)、半导体材料 (-0.74%) 涨跌幅居前; 分立器件 (-4.92%)、集成电路封测 (-4.30%) 涨跌幅居后。截至 2025 年 1 月 31 日, SW 半导体指数 PE (TTM) 为 87.26x, 处于近 2019 年以来的 68.70% 分位。SW 半导体子行业中, 半导体设备和集成电路封测 PE (TTM) 较低, 分别为 52 倍和 58 倍; 模拟芯片设计、数字芯片设计估值超 100x; 半导体设备处于 2019 年以来较低估值水位, 为 16.78% 分位。

4Q24 半导体重仓持股比例为 11.4%, 超配 6.8pct

4Q24 基金重仓持股中电子公司市值为 4466 亿元, 持股比例为 16.93%; 半导体公司市值为 3000 亿元, 持股比例为 11.4%, 环比提高 2.8pct。相比于半导体流通市值占比 4.5% 超配了 6.8pct。4Q24 前二十大重仓股中, 新增瑞芯微取代峰岹科技, 寒武纪持仓市值超过中芯国际, 成为第一大个股。

12 月全球半导体销售额同比增长 17.1%, NAND Flash 合约价继续下跌

根据 SIA 的数据, 2024 年 12 月全球半导体销售额为 569.7 亿美元, 同比增长 17.1%, 环比减少 1.2%, 连续 14 个月同比增长; 其中中国半导体销售额为 155.3 亿美元, 同比增长 2.6%, 环比减少 3.8%。存储方面, 12 月 DRAM 合约价与 11 月持平, NAND Flash 合约价继续下跌, 1 月 DRAM 现货价上涨。另外, TrendForce 表示由于需求疲弱和供给过剩, NAND Flash 厂商将主要通过降低 2025 年稼动率和延后制程升级等方式达成减产目的。基于台股半导体企业 12 月营收数据, IC 制造/封测同比增长, DRAM 芯片同比减少, IC 设计同比持平; IC 制造/DRAM 芯片环比增长, IC 设计/封测环比减少。

投资策略: 多款国产 GPU 适配 DeepSeek, 看好 AI 全产业链国产化

根据 SIA 的数据, 2024 年全球半导体销售额首次超过 6000 亿美元, 达到 6276 亿美元, 同比增长 19.1%, 预计 2025 年将继续保持两位数增长。在 4Q24 法说会上, 台积电维持对 AI 需求乐观展望, 预计从 2024 年开始的五年, 公司整体营收 CAGR 达 20%, 其中 AI 加速器营收的 CAGR 约 45%。同时 AI 应用端爆款不断, DeepSeek 自上线后迅速在全球范围内获得关注, 作为国产 AI 大模型, 多家国产 GPU 厂商宣布已完成与其的适配, 其中硅基流动和华为云联合推出基于昇腾云的 DeepSeek R1/V3 推理服务, 海光信息完成 DeepSeek V3/R1 模型与海光 DCU 适配并正式上线, 摩尔线程宣布成功部署 DeepSeek 蒸馏模型推理服务, 沐曦联合 Gitee AI 发布全套 DeepSeek-R1 千问蒸馏模型, 壁仞科技宣布自主研发的壁仞 TM 系列产品完成对 DeepSeekR1 全系列蒸馏模型的支持。我们认为, 通过与 DeepSeek 等国产大模型的适配, 国内全功能 GPU 对复杂 AI 任务的支持能力将得到验证和优化, 有助于国内 AI 全产业链发展, 继续推荐相关半导体公司中芯国际、翱捷科技、杰华特、德明利、伟测科技、恒玄科技、乐鑫科技、晶晨股份、澜起科技、长电科技、龙芯中科、圣邦股份等。

风险提示: 国产替代进程不及预期; 下游需求不及预期; 行业竞争加剧的风险; 国际关系发生不利变化的风险。

证券分析师: 胡剑 (S0980521080001)、胡慧 (S0980521080002)、叶子 (S0980522100003)、张大为 (S0980524100002)、詹浏洋 (S0980524060001)

◆ 交通运输行业 2 月投资策略：春运期间民航客运量升价跌，关注油运需求结构性变化带来的运价向上弹性

航运：新年假期后，航运子行业景气度分化加剧，油运方面，对于黑市船制裁的影响正在逐步体现，随着俄油采购的减少，需求逐步回归合规市场，供需的结构化问题得以解决带来运价回升，且特朗普签署行政令对中国、加拿大和墨西哥三国征收关税，对美国油价的波动产生了较大影响，推升美湾航线成交包干运费再次突破 900 万美元，在 2025 年全年供给增速仅约 0.5% 的强制约束下，我们持续看好 VLCC 运价的向上弹性，继续推荐中远海能、招商轮船，关注招商南油。集运方面，由于中国制造业尚未开工，整体货盘较为低迷，虽联盟通过停航并班等手段追求供需平衡，但是在特朗普欲取消小额免税、加征关税以及苏伊士航线的不确定性下，运价的下跌趋势仍难以阻挡，且中期来看，行业供给格局或仍加剧恶化，年内集运船东的盈利能力或将承压。投资标的上，中远海控 2024 年度预计实现归母净利润 490.82 亿元，同比增长约 105.71%，假设海控维持此前的分红政策，股息率或较为可观，建议持续关注。

航空：在去年量价均为高基数的背景下，今年春运期间的航空客运整体表现已属稳健，呈现量增价跌的态势。具体来看，根据交通运输部数据，春运前 26 天，民航客运量累计达到 5958.9 万人次，同比增长 5.7%；根据飞常准数据，2025 年春节假期间（1 月 28 日-2 月 4 日）国内航线实际执行客运航班量 11.27 万班次，同比去年春节下降 0.70%，假期间国内机票含税单程均价 1000 元左右，同比去年春节下降 14%；根据 CADAS 数据，春运前 26 天，国内航线累计票价 1036 元，较 24 年春运 40 天整体均值下降 2.4%，累计客座率 85.5%，同比增长 2.2 个百分点。展望 2025 年航空价格表现，由于局方在全国民航工作会议上提出“规范重点时段和特殊情况航空运输价格行为，加强价格收费监管，维护航空运输市场价格秩序”，且 2025 年供需格局将确定性改善，我们认为 2025 年航空国内扣油票价有望实现企稳回升。投资建议方面，民航经营底部已过，未来民航供需缺口将持续缩小，航司盈利能力将持续修复，考虑到航空板块基本面的向下风险可控以及股价的向下空间有限，继续推荐中国国航、东方航空、南方航空以及春秋航空。

快递：快递需求仍然维持较高景气，得益于今年春节提前备年货，12 月快递行业件量实现 22.3% 的高增长。12 月通达系 A 股上市公司中，申通单票价格环比减少 0.06 元、同比降幅略有扩大，带动公司件量增速达到 31.7%，明显高于圆通和韵达，圆通和韵达 12 月单票价格环比持平，整体来看四季度行业仍然处于良性竞争阶段，我们预计四季度通达系上市公司的单票盈利能力将维持相对稳定，其中，申通快递已经公布业绩预告，其四季度单票利润预计为 0.05 元~0.06 元，环比及同比均有所提升，表现超预期。但是中期来看，由于中通快递明年的战略已经明确为市场份额优于利润表现，明年行业价格竞争可能存在反复，但行业长期竞争格局向好趋势不改，建议紧密跟踪行业价格变化，把握阶段性投资机会。投资建议方面，考虑到快递龙头估值仍然偏低，推荐顺周期属性较强且成本持续优化的高端快递服务商顺丰控股以及受益于消费降级的中通快递、圆通速递、韵达股份和申通快递。

物流：我们看好优质物流龙头企业的发展机会：1）自下而上看好德邦股份，由于宏观经济增长乏力以及京东物流贡献的关联业务量低于预期，公司 2024 年收入和例如你增速表现均低于预期，但我们认为公司的经营低点已过，四季度经营表现环比显著企稳回升，随着宏观经济企稳以及京东物流关联业务量恢复较快增长，公司 2025 年收入及利润均有望实现双位数以上的较快增长，且未来随着和京东物流同业竞争问题的解决，公司仍然拥有值得期待的发展空间，目前估值便宜，具备投资价值。2）另自下而上推荐嘉友国际，嘉友国际前三季度实现归母净利 10.89 亿元，同比+44.23%，虽单三季度业绩表现一般，但是我们预计是国内焦煤需求短暂被抑制所致，全年高增的趋势不会改变，且员工持股彰显信心，2024-2026 年的净利润目标分别为 15.6 亿元、21.0 亿元、26.3 亿元，同比分别增长 50%、35%、25%。我们认为，公司“轻重结合”的资产布局模式，以及通过贸易、基础设施锁定物流需求的业务模式具备较强可复制性，看好公司通过跨区域扩张不断增加业绩增长点。3）自下而上推荐东航物流，近期，美国总统特朗普决定对进口自中国的商品加征 10% 的关税且取消美国对价值低于 800 美元小额货物的“最低限度”关税豁免，该新关税政策对我国航空国际货运的影响主要在于对运量可能造成负面影响，进而导致运价表现承压，但是我们认为整体影响可控，因为首先航空运输的高附加值商品需求往往较为刚性，其次我国商品成本优势显著，税收成本仍有转嫁空间，最后我国也正在加速开拓新兴市场的对外贸易。由于今年中美贸易战存在不确定性，导致市场对公司今年业绩表现存在较大预期差，公司现阶段的股价及估值已经较为充分地反映了该不确定性风险，而我们认为由于跨境电商高景气度仍在以及高端货物运输需求较为刚性，今年我国国际航空货运运价仍然有望稳步上行，公司仍然具备投资价值。

投资建议：我们看好经营稳健且业绩增长具有潜力的价值股。推荐中远海能、招商轮船、中国国航、春秋航空、顺丰控股、嘉友国际、德邦股份、招商南油、中通快递、圆通速递、韵达股份、申通快递、京沪高铁。

风险提示：宏观经济复苏不及预期，油价汇率剧烈波动。

证券分析师： 罗丹（S0980520060003）、高晟（S0980522070001）

◆ 互联网行业周报：人工智能周报（25 年第 6 周）-国产大模型百花齐放，追赶全球领先水平

人工智能动态：1) 产品应用：DeepSeek 的多模态 AI 模型在处理文本和图像方面表现出色，其 Janus-Pro-7B 模型在 GenEval 基准测试中超越了 DALL-E3；阿里云宣布接入 DeepSeek-R1 等热门模型，并推出 Qwen2.5-Max，该模型在多项公开主流模型评测基准上超越了全球领先的开源 MoE 模型 DeepSeek V3 以及最大的开源稠密模型 Llama-3.1-405B；月之暗面发布了新一代多模态思考模型 K1.5，该模型在数学、代码、多模态推理能力等方面都接近 OpenAI 满血版 o1；Meta 发布《前沿人工智能框架》政策文件，明确对两类高风险 AI 系统采取限制措施；谷歌宣布全面推出 Gemini 2.0 系列模型，涵盖 Gemini 2.0 Flash 和 Gemini 2.0 Pro 等；OpenAI 的 o3-mini 模型在数学代码、物理模拟等基准测试中成绩优异，远超 DeepSeek R1。

2) 底层技术：Deepseek 通过创新的训练框架及算法优化，显著降低其开发成本，其开发成本仅为 600 万美元，相比 OpenAI 的 o1 模型节省超过 98% 的成本。

3) 行业政策：2025 全球开发者先锋大会将于 2 月 21 日至 23 日在上海徐汇举办。大会以“模型全球 无限可能”为主题，将紧密链接国内外人工智能相关产业链全环节，形成端到端的产业链条有机协同。

投资建议：伴随着 Deepseek 开源模型推广应用，我们观察到国内互联网与模型厂商也纷纷推出对标全球领先水平的大模型。模型层的能力拉平利好云厂商下游需求增长，降低 AI 应用研发与落地的成本，加速 AI 应用发展。同时将显著缩小了云厂 AI 前期投入与应用兑现之间的时间与资源成本，有望进一步提升国产云厂商盈利能力。因此，我们建议增加港股互联网板块的仓位配置，核心推荐云消费趋势变化弹性明显的阿里巴巴，以及具备最佳社交场景和生态有望受益于人工智能产业趋势的腾讯控股。

风险提示：政策风险，疫情反复的风险，短视频行业竞争格局恶化的风险，宏观经济下行风险，游戏公司新产品不能如期上线或表现不及预期风险等。

证券分析师： 张伦可（S0980521120004）、陈淑媛（S0980524030003）、张昊晨（S0980525010001）

联系人： 王颖婕、刘子谭

◆ 家电行业 2025 年 2 月投资策略：春节期间家电消费表现良好，白电 1-2 月排产量增长 10%

本月跟踪与思考：1-2 月白电合计排产量同比增长 10%，开年产销表现积极，其中空调延续较快增速、冰洗表现稳健。春节期间，我国家电零售增长良好。

白电 1-2 月排产量增长 10%，空调景气较高、冰洗稳健。根据产业在线数据，1-2 月我国白电合计排产量达到 6136 万台，较去年同期生产实绩增长 9.6%。在以旧换新政策的带动下，白电产销依然维持较好增长趋势。分品类看，1-2 月空调内/外销排产较去年同期内/外销量分别+8.3%/+21.8%，合计同比+15.5%；冰箱内/外销排产较去年同期内/外销量分别-1.7%/+2.9%，合计同比+0.7%；洗衣机内/外销排产较去年同期内/外销量分别+7.8%/+2.9%，合计同比+5.3%。1-2 月我国空调外销延续较高景气，内销增长良好，冰洗表现相对稳健，其中洗衣机内销增长较好。

春节期间家电消费增长良好，苏宁以旧换新订单增长 92%。商务部在 2 月 6 日发布会上公布，春节期间，我国商品消费、服务消费均呈现出良好的增长态势，重点监测零售企业家电、通讯器材销售额同比增长 10% 以上。苏宁数据显示，春节期间，本地以旧换新消费需求进一步扩大，苏宁全国门店客流同比提升 80%，以旧换新订单量同比增长 92%；空调、冰箱、彩电、洗衣机四大品类以旧换新订单同比增长 98%，大屏彩电销售增长 56%。但考虑到春节错期的影响（2024 年春节在 2 月 10 日），预计 1 月整体我国家

电零售需求出现一定下滑。奥维云网数据显示，2025 年第 1-5 周，我国家电主要品类线上线下零售额有所下滑，但其中扫地机及传统厨电等零售需求增长较好。

2024 年家电增长良好，内销国补政策带动明显、外销高景气。产业在线汇总数据显示，2024 年我国家电主要品类增长良好，出口拉动效应明显，内销先抑后扬，在以旧换新政策拉动下实现稳健增长。2024 年我国空调销量突破 2 亿台，同比增长 17.8%，其中内销 1.04 亿台，同比增长 4.9%；外销 0.96 亿台，同比增长 36.1%。中央空调 2024 年销售额 1446.9 亿，同比增长 1.2%，内销受地产等影响，销售额下降 3.8%至 1214.9 亿；外销增长 39.8%至 232.0 亿。冰箱销量同比增长 10.9%至 9671.3 万台，其中内销增长 3.1%，外销增长 18.6%。洗衣机表现与冰箱相近，总销量同比增长 11.8%至 8993 万台，其中内销增长 6.7%，外销增长 17.3%。油烟机销量达到 2932.6 万台，同比增长 13.0%，其中内外销分别+7.0%/+20.9%。重点数据跟踪：市场表现：1 月家电板块月相对收益+2.32%。原材料：1 月 LME3 个月铜、铝价格分别月度环比+2.6%、+2.3%；冷轧板价格月环比+1.0%。集运指数：美西/美东/欧洲线 1 月环比分别+7.56%/+4.38%/-15.18%。

核心投资组合建议：白电推荐美的集团、TCL 智家、海尔智家、格力电器、海信家电；厨电推荐老板电器；小家电推荐小熊电器、石头科技、新宝股份。

风险提示：市场竞争加剧；需求不及预期；原材料价格大幅上涨。

证券分析师：陈伟奇（S0980520110004）、王兆康（S0980520120004）、邹会阳（S0980523020001）

联系人：李晶

◆ 海外市场专题：美元债双周报（25 年第 6 周）-供给格局改善叠加通胀压力有望放缓，美债迎来右侧交易机会

美国非农数据喜忧参半，就业市场韧性仍然较强。美国 1 月新增了 14.3 万个就业岗位，尽管低于市场预期的 17.5 万人，并且是过去三个月以来的最低水平，但失业率却从上个月的 4.1%下降至 4.0%，低于市场预期的 4.1%。此外时薪环比增长了 0.5%，达到了每小时 35.87 美元，超出了市场预期的 0.3%增幅，整体来看美国劳动力市场仍保持较强韧性。

美国新财长贝森特表示关注 10 年期美债利率。美国新任财政部长贝森特在接受采访时表示，特朗普政府在降低借贷成本方面更关注 10 年期美债收益率，而非美联储的短期基准利率。我们认为这主要基于几方面考量：

- 1) 降低联邦政府借贷成本与债务管理压力。美国联邦政府面临巨额债务到期压力和净利息成本，较低的 10 年期美债收益率有助于降低政府的债务再融资成本，从而减轻财政负担。
- 2) 长期利率对经济的影响更直接。贝森特提出“3-3-3”经济愿景（财政赤字降至 GDP 的 3%、石油增产 300 万桶/日、保持 3%增长率），需通过降低企业和个人的借贷成本，刺激投资和消费，推动经济增长。
- 3) 平衡通胀预期与关税政策。贝森特认为扩大能源供应可以降低通胀预期，从而间接抑制长期利率上行，但特朗普政府可能对贸易伙伴加征关税，可能推高进口成本和通胀，进而导致长期利率攀升。贝森特需在财政扩张与通胀控制之间寻找平衡。

美国财政部最新发债计划低于市场预期，缓解供给过剩担忧。美国财政部在 2 月初公布的发债计划显示，其净发行规模较市场预期有所下降，并继续重申预计未来几个季度不会增加发债规模，这一指引也缓解了市场对美债供给过剩的担忧。此外，另一个影响财政部发债的重要因素是美联储的缩表行动（QT），做市商预计美联储最早将在今年夏季总资产低于 6.4 万亿美元时结束 QT，届时财政部向公众举债的需求就会减少。

长端美债利率回落，10Y-2Y 期限利差收窄至 20bp 左右。长端美债利率近两周延续回落，短端利率在降息预期收窄的影响下有所反弹，利率曲线呈现牛平走势，1 年/2 年/3 年/5 年/10 年/20 年/30 年期美债近两周分别变动 8/2/-2/-9/-14/-14/-16bp，10Y 和 2Y 分别录得 4.49%和 4.29%，10Y-2Y 利差收窄至 20bp。

投资建议：供给格局改善，叠加短期通胀压力有望放缓，美债迎来右侧交易机会。随着特朗普新一届政府上任，美债供给格局和财政收支的边际改善预计对美债价格形成支撑，叠加市场预期在原油价格回落的驱动下 1 月 CPI 数据有望下行，通胀压力出现缓和迹象，长端美债在确立本轮底部后已迎来右侧交易

机会，技术面显示 10 年期美债利率在有效跌破 4.5% 后下一个支撑位将在 4.15%，建议投资者关注。

重要事件与数据方面，未来两周建议重点关注 1 月通胀与零售销售数据。

风险提示：美国经济和货币、财政政策的不确定性。

证券分析师：王学恒（S0980514030002）、徐祯霆（S0980522060001）

◆ 机械行业 2 月投资策略：1 月机械行业表现相对较好，重点关注人形机器人等成长板块

1 月行情回顾&重要数据跟踪：1 月机械板块上涨 0.97%，跑赢沪深 300 指数 3.96 个 pct。1 月制造业 PMI 指数 49.1%，环比下降 1.0%。机械行业 TTM 市盈率/市净率约为 30.95/2.35 倍。2024 年以来钢价/铜价/铝价指数环比变动-14.82%/+5.59%/+11.24%。

PMI（国家统计局 1 月 27 日数据）：1 月制造业 PMI 指数 49.10%，环比下降 1.0%。

工程机械（中国工程机械工业协会 1 月 08 日数据）：2024 年 12 月销售各类挖掘机 1.94 万台，同比增长 16%。其中国内销量 0.93 万台，同比增长 22.1%；出口量 1.01 万台，同比增长 10.8%。

机器人（国家统计局 1 月 17 日数据）：2024 年 12 月工业机器人当月产量 7.14 万台，同比增长 36.70%。

机床（国家统计局 1 月 17 日数据）：2024 年 12 月金属切削机床当月产量为 8.10 万台，同比增长 35.00%。

重点组合&2 月投资观点：把握结构性成长机会

重点组合：华测检测、广电计量、伊之密；柏楚电子、绿的谐波、汇川技术、怡合达；徐工机械、柳工、恒立液压、三一重工；杰瑞股份；奥特维、捷佳伟创；应流股份。2 月金股推荐：【绿的谐波】【汇川技术】【汇成真空】【伊之密】。

从投资主线的角度，自上而下我们建议关注以下方向：

从需求侧看新兴市场成长和出口崛起，重点关注 1) 新兴成长的细分行业（从 0 到 1）：人形机器人、AI 基建-燃气轮机、智能焊接机器人、煤化工设备行业等；2) 具备全球竞争力、出口加速的细分行业龙头（欧美出口链受益降息+库存周期，新兴市场凭借技术出海拿份额）：工程机械、商用餐饮设备、注塑机、石化设备、油气设备、木工机械、手/电动工具、防爆电器等。

从供给侧看看存量更新及进口替代，重点关注 1) 受益存量更新或逆周期调节景气相对稳健的细分行业：船舶、轨交设备、核电设备等；2) 在竞争加剧市场中具备持续提份额能力的细分行业龙头：顺周期通用设备（注塑机、激光控制系统、工控、FA 零部件、叉车等）、检测服务等；3) 进口替代空间大的细分行业：电子测量仪器、实验分析仪器、半导体设备等。

看好具备核心竞争力的优质龙头公司，把握结构性成长机会：

1.1、人形机器人：海外特斯拉人形机器人进展迅速，今年有望小批量量产，国内宇树科技、智元机器人、优必选等创新企业人形机器人产品快速迭代、蓬勃发展，优选卡位好的减速器、丝杠、传感器等环节以及价值量占比高的电机及核心关节环节，重点关注【绿的谐波】【鸣志电器】【汇川技术】【兆威机电】【雷赛智能】【恒立液压】【中坚科技】【德马科技】等。

1.2、AI 基建-燃气轮机：全球燃气轮机进入更新的景气上行周期，同时受益 AI 数据中心带来增量需求，据 IEA 预测，2022-2026 年数据中心用电需求将从 460TWh 将近翻倍增长至 800TWh，重点关注【应流股份】【豪迈科技】【联德股份】。

1.3、智能焊接机器人：智能焊接在钢结构行业已开始从 0 到 1 放量，长期来看智能焊接机器人市场近千亿。重点关注【柏楚电子】。

1.4、煤化工设备：新疆煤炭资源丰富+缓解能源安全问题，未来五年新疆煤化工项目投资或超 5000 亿元，投资 1700 亿元国家能源集团哈密能源项目已全面启动建设，设备环节占比近一半有望充分受益，重点关注【中泰股份】【航天工程】【川仪股份】【博隆技术】。

2.1、出口链设备公司：工具类、餐厨设备类、卫浴泵等设备品类出口欧美为主，将受益于美联储降息和海外库存低位开启补库周期；工程机械、注塑机、木工设备、数码印花设备、石化设备、纺服设备等品类下游需求新兴市场占比高，凭借具有全球竞争力优势出海拿份额，重点关注【银都股份】【伊之密】

【中泰股份】【应流股份】【宏华数科】【华荣股份】【巨星科技】【弘亚数控】等。

2.2、工程机械：国内工程机械已见底企稳，受益新一轮更换周期以及国家刺激内需政策有望保持稳健；出口工程机械海外市占率较低，市场空间广阔有望平稳向好，重点推荐【徐工机械】【三一重工】【柳工】【中联重科】【恒立液压】。

3.1、船舶行业（周期景气上行，重组带来格局优化）：需求端全球船舶行业新接订单继续高增，供给端全球造船产能增长较缓，供需缺口仍存在，中国船舶和中国重工合并带来行业竞争格局优化，协同效应带来资源共享和提升议价权，重点推荐【中国船舶】。

3.2、核电设备（三代核电已批量化建设，四代核电可期）：三代核电 2019-24 年新批 4/4/5/10/10/10 台核电机组，4 代核电示范正式商运，24 年获批 1 台机组，批量化建设未来可期，重点推荐【佳电股份】【中密控股】【江苏神通】【应流股份】。

4.1、顺周期通用设备：优选具备核心竞争力、能持续拓展产品品类，且同时叠加进口替代/出口加速逻辑的优质龙头公司。零部件环节重点推荐【汇川技术】【绿的谐波】【柏楚电子】【怡合达】，整机环节重点推荐【伊之密】【杭叉集团】【安徽合力】【杭氧股份】。

4.2、检测服务：行业经营稳健、现金流好，在当前经济环境下仍保持了较好的经营韧性，估值已消化到历史底部位置，重点推荐综合性检测龙头【华测检测】【广电计量】，关注【苏试试验】【信测标准】【中国电研】。

5、进口替代方向：科学仪器-大空间稳增长优质赛道，品质+品牌+渠道打造高护城河，行业集中度高，当前国产替代需求强烈，头部企业高端产品放量已至拐点，业绩有望持续释放，重点推荐【鼎阳科技】【普源精电】【优利德】等；光刻机产业链-高端真空镀膜设备国产化率低，国产化需求迫切，重点推荐【汇成真空】。

6、其他低估值业绩稳健或高分红的细分行业隐形冠军：重点关注【优利德】【华翔股份】【广日股份】【中泰股份】【博隆技术】等。

风险提示：宏观经济下行、原材料涨价、汇率大幅波动、贸易摩擦风险。

证券分析师： 吴双（S0980519120001）、王鼎（S0980520110003）

◆ 化工行业月报：油气行业 2025 年 1 月月报-地缘政治主导油价，国际油价先扬后抑

1 月油价回顾：

2025 年 1 月布伦特原油期货均价为 78.4 美元/桶，环比上涨 5.2 美元/桶，最高上涨至 82.0 美元/桶，月末收于 76.8 美元/桶；WTI 原油期货均价 75.2 美元/桶，环比上涨 5.5 美元/桶，最高上涨至 80.0 美元/桶，月末收于 72.5 美元/桶。1 月上旬，欧美极寒天气刺激燃料需求，中国经济数据环比好转，原油价格小幅上涨；1 月中旬，美国宣布对俄罗斯实施新一轮的制裁，涉及俄罗斯两大石油公司及 183 艘油轮，原油价格强势上行，布伦特、WTI 油价均突破 80 美元/桶；1 月下旬，巴以达成新的停火协议并生效，特朗普上任宣布国家进入能源紧急状态以提高美国石油产量，同时美国考虑对加拿大和墨西哥等国家加征关税，国际油价持续下跌。

油价观点判断：

供给端：2024 年 12 月第 38 届 OPEC+ 召开部长级会议决定将 200 万桶/日集体减产、166 万桶/日自愿减产目标延长至 2026 年底。将 220 万桶/日自愿减产计划再延长 3 个月至 2025 年 3 月底，随后这部分 220 万桶/日的自愿减产将和阿联酋增加的 30 万桶/日产量将从 2025 年 4 月至 2026 年 9 月底，18 个月时间内逐步恢复。

需求端：根据 OPEC、IEA、EIA 最新 1 月月报显示，2024 年原油需求分别为 103.75、102.90、102.77 万桶/天（上次为 103.82、102.80、103.03 百万桶/天），分别较 2023 年增加 154、94、92 万桶/天（上次为 161、84、88 万桶/天）。2025 年原油需求分别为 105.20、103.95、104.10 万桶/天（上次为 105.27、103.90、104.33 百万桶/天），分别较 2024 年增加 145、105、133 万桶/天（上次为 145、110、130 万桶/天）。

我们认为随着全球降息周期开启，全球经济不断修复，石油需求温和复苏。供给端 OPEC+ 继续维持减产

力度，考虑到 OPEC+较高的财政平衡油价成本，以及美国页岩油较高的新井成本，油价有望继续维持中高区间。我们预计 2025 年布伦特油价中枢在 65-75 美元/桶，2025 年 WTI 油价中枢在 60-70 美元/桶。

相关标的：

我们预计 2025 年国际油价仍将维持中高区间，上游油气开采板块维持高景气。近期国内终端民用天然气价格开始密集调整，天然气价格上下游联动开启，重点推荐【中国海油】、【中国石油】、【卫星化学】、【海油发展】、【广汇能源】。

风险提示：

原材料价格波动；产品价格波动；下游需求不及预期等。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、薛聪（S0980520120001）、董丙旭（S0980524090002）

◆ 纺织服装 2 月投资策略：服饰品牌销售稳中向好，越南纺织出口维持正向增长

行情回顾：1 月 A 股纺织服装板块下行 1.9%，表现好于大盘，港股纺织服装板块涨幅优于大盘。A 股和港股重点关注企业中海澜之家涨幅超过 15%，安踏、特步、晶苑国际、九兴控股涨幅均超过 5%。2 月至今 A 股纺织服装指数上涨 0.3%，其中纺织制造涨幅好于品牌服饰；港股纺织服装指数上涨 2.8%。

品牌服饰观点：2025 年 1 月品牌服饰销售受春节时间错期、春节前旺季拉动，同比增速相对较好，但春节期间销售较去年春节增速相对平稳，未出现明显的趋势改善。2024 年 1-12 月服装社零累计同比增长 0.3%，单 12 月同比下滑 0.3%，降幅相较于 11 月收窄。四季度电商平台户外、女装、家纺行业增速较高，单 12 月户外和女装服饰销售额分别同比提升 82%和 45%。

纺织制造观点：1 月越南纺织品和鞋类出口在高基数基础上分别同比+3.4%和 2.7%；中国、越南 PMI 环比回落，印尼 PMI 上升。成衣代工厂聚阳、儒鸿 1 月营收表现亮眼，同比增速均达 27%左右，与出货递延及关税原因客户提前拉货有关；管理层对一季度预期乐观，2025 年也预期保持同比增长，儒鸿先前表示，公司内部设定目标今年营收挑战超越 2022 年的历史高峰。

近期公告与新闻：A 股方面，歌力思、浙江自然、开润股份、台华新材、盛泰集团、太平鸟发布 2024 年业绩预告。港股重点关注公司 361 度、特步国际、安踏体育、中国利郎发布第四季度营运表现，李宁官宣成为 2025-2028 年中国奥委会及中国体育代表团官方体育服装合作伙伴。

风险提示：宏观经济疲软；国际政治经济风险；汇率与原材料价格大幅波动。

投资建议：关注品牌新亮点与低估值港股配置机遇。1) 品牌服饰：1 月及农历春节期间，品牌销售表现相对平稳。重点推荐 2025 年具有新亮点的公司，包括全棉时代品牌起势的稳健医疗，京东奥莱开拓新增长曲线的海澜之家，渠道拓展积极的森马服饰，港股估值性价比高、中期成长性好的运动龙头安踏体育、李宁、滔搏，高股息家纺龙头富安娜。

2) 纺织制造：1 月越南纺织品和鞋类出口在高基数基础上维持正向增长，成衣代工厂聚阳、儒鸿 1 月营收表现亮眼，当前订单能见度、2025 年预期乐观，纺织制造行业维持高景气度。美国对所有中国输美商品加征 10%关税的措施符合市场预期，龙头纺织出口企业具有完善海外产能布局预计影响有限。建议重点关注具有份额提升能力、中长期增长持续性强的企业。重点推荐运动代工龙头申洲国际、华利集团，以及细分赛道制造龙头伟星股份、健盛集团、开润股份。

证券分析师： 丁诗洁（S0980520040004）、刘佳琪（S0980523070003）

◆ 纺织服装品牌力跟踪月报 202501 期：各品牌积极推出新年新品，识货平台销量环比提升

百度搜索指数：1 月热度整体环比回落，各品牌积极推出新年新品。1) 运动品牌 1 月整体百度搜索指数环比回落，迪桑特和耐克热度同比涨幅居前。各品牌积极推新，开展新年营销活动。迪桑特推出蛇年限定“Creas”夹克以及 Dualis 系列蛇年特别款运动鞋；Fila 氧气卫衣系列将灵蛇作为 IP 形象来庆贺新年；耐克为设计“灵蛇迎新”系列，涵盖运动鞋、服装及配饰；阿迪达斯也推出蛇年焕新系列，推出“机甲蛇”蛇年限定老爹鞋；Lululemon 邀请歌手李宇春演绎 2025 年新春主题短片“回到春天”，展示新春

限定系列。2) 休闲品牌 1 月整体热度环比回落，比音勒芬同比热度显著提升。各品牌积极推出新年限定产品，围绕新春主题进行产品联名，比音勒芬发布新春限定故宫宫廷文化联名系列，全棉时代上新新年限定红运棉柔巾，积极备战年货节。地素携手舞蹈诗剧“只此青绿”呈现青绿新年系列，采用提花刺绣等元素，呈现东方美学。波司登邀请当代剪纸艺术家陈粉丸合作推出新年联名羽绒服，融入燕子、葫芦、祥云等剪纸元素。

运动社区：安踏和耐克虎扑讨论热度提升，识货平台整体销量增加，折扣改善。虎扑：1 月大部分运动品牌虎扑讨论热度回升。耐克/李宁/安踏为前三位，分别环比+39/-21/+34 条至 308/188/98 条。耐克、阿迪、特步、安踏主要讨论球星赛事和代言人，李宁和 361 度的高热帖主要讨论旗下产品，耐克纪念球星科比的曼巴之年系列以及 361 度 1 月新发售的 DVD3 代球鞋在虎扑社区引起热议。识货：1) 品牌 Top1-3 产品合计销量，1 月大多数品牌环比销量提升。国际品牌中耐克（含 Jordan）继续处于第一位（销量 33.0 万，+54.9%），阿迪达斯位列第二（销量 7.8 万，+64.0%）；本土品牌中李宁的销量最高（销量 5.6 万，+1.8%），安踏（销量 1.9 万，-3.5%）、安踏（销量 2.9 万，+50.7%）、361 度（销量 3.1 万，-1.9%）、特步（销量 1.5 万，+22.7%）。1 月安踏/李宁/361 度/耐克/阿迪折扣分别改善 0.6/1.6/0.1/0.6/0.1，特步折扣持平。

风险提示：宏观经济疲软；品牌形象受损；系统性风险

投资建议：关注消费企稳趋势下细分赛道机遇。2025 开年以来服饰消费较为平稳，1 月由于春节较去年提前、1 月同比销售情况普遍较好，但 1-2 月合计情况以及 2025 年趋势上目前仍未出现明显变化，我们预计在 2024 年三季度服饰消费达到低点、四季度开始有所改善后，2025 年需求有望企稳、行业基本盘稳中有升，部分细分赛道有望延续高成长性，看好品牌通过新品、渠道、营销端发力获得超额增速，我们重点推荐安踏体育、李宁、特步国际、361 度、波司登、森马服饰。

证券分析师： 丁诗洁（S0980520040004）、刘佳琪（S0980523070003）

◆ 华康股份(605077.SH) 深度报告:功能糖醇行业领先企业，舟山新项目开启第二成长曲线

公司主营功能糖醇生产销售业务，主营业务收入占比 69%。公司是国内领先的功能糖醇生产销售企业，主要产品包括山梨糖醇、木糖醇、麦芽糖醇、果葡糖浆等。公司的产品广泛应用于食品、饮料、日化等行业，下游客户包括玛氏箭牌、亿滋、不凡帝、费列罗、可口可乐、百事可乐、康师傅、农夫山泉、娃哈哈、蒙牛等海内外知名食品饮料企业，产品销往国内市场及欧洲、美洲、亚洲等全球主要国家和地区。公司现已形成晶体功能性糖醇 19.5 万吨、果葡糖浆 10 万吨，生产规模与综合实力位居行业前列，已成为全球主要的木糖醇、晶体山梨糖醇和晶体麦芽糖醇生产企业之一。

功能糖醇需求持续增长，公司产能行业领先。随着全球糖尿病人数的增长，公众的健康意识和各国控糖政策的升级，甜味剂在用糖领域的渗透率持续提升。根据 Straits research，2023 年全球功能糖醇市场规模在 38.3 亿美元，预计 2032 年将达到 65.3 亿美元，年化复合增速达到 6.52%。根据华经研究院数据，2023 年我国功能糖醇产量超 170 万吨，销量约 160 万吨，2017-2023 年我国功能糖醇产量年化复合增速为 8.9%，销量年化复合增速达 9.9%。公司主要产品木糖醇、晶体山梨糖醇、麦芽糖醇产能规模均处于行业领先地位，其中木糖醇与晶体山梨糖醇产能位于我国首列。

舟山“100 万吨玉米精深加工”项目逐步投产，公司进入第二成长曲线。公司“100 万吨玉米精深加工项目”建设于舟山国际粮油产业园区内，项目以玉米为主要原材料，依托该产业园作为东部沿海重要的粮食集散中心和加工贸易基地的区位优势，使公司在扩充现有功能性糖醇产能的同时，横向发展扩充产品种类，纵向完善上游供应链布局，保障主要原材料供应。

该项目于 2022 年 8 月启动，项目建设期为 5 年，第一阶段建设期 2 年，以液体糖浆类及部分晶体糖醇产品为主；第二阶段建设期 3 年，膳食纤维、变性淀粉等新产品线将陆续投入建设。截至 2025 年 1 月 16 日，项目第一阶段建设的 5 万吨/年结晶山梨糖醇产线已经正式投产，公司当前晶体山梨糖醇产能达到 10 万吨/年，位居国内产能第一。根据公司测算，如一期项目产品完全达产，将为公司贡献 51.81 亿元收入。

拟收购豫鑫糖醇，巩固木糖醇行业领先地位。根据《浙江华康药业股份有限公司发行股份及支付现金购

买资产暨关联交易预案》，华康股份拟采取发行股份及支付现金相结合的方式支付，购买豫鑫糖醇 100% 股权，收购完成后，将进一步巩固上市公司在木糖醇市场上的优势地位，国内产能占比将达到 49.6%。此外，双方在采购、生产、销售、研发、内控管理等多方面均可充分发挥协同作用，提升市场综合竞争力。

盈利预测与估值：华康股份作为国内功能糖醇的领先企业，通过舟山新产能来横纵向布局丰富产品结构、完善产业链发展；此外将以收并购方式整合木糖及木糖醇产能，持续巩固公司行业龙头地位，预计未来 5 年将处于持续成长期。预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 29.45/36.68/44.07 亿元（同比 +5.8%/+24.6%/+20.2%）；归母净利润分别为 2.58/3.96/4.94 亿元（同比 -30.7%/+53.8%/24.8%）；EPS 分别为 0.84/1.30/1.62 元。通过多角度估值，预计公司合理估值 15.60-17.71 元，按照 2025 年 EPS 对应 PE 为 12-14 倍，相对于公司目前股价有 12%-27% 溢价空间。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示：产品价格波动的风险、原材料价格波动的风险、舟山新增产能投产进度低于预期的风险、舟山项目新增产能的市场消化风险、市场竞争加剧的风险。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、张歆钰（S0980524080004）

◆ 三美股份(603379.SH) 公司快评: 公司发布第二期员工持股计划, 看好制冷剂景气度延续

公司公告：2025 年 2 月 9 日，公司发布《2025 年员工持股计划（草案）》，计划覆盖公司（含子公司）董事、监事、高级管理人员及核心骨干人员等不超过 430 名员工。此次员工持股计划股票来源为公司回购的普通股股票，股票数量不超过 372.31 万股，约占公司股本总额的 0.61%，其计划购买回购股份的价格为 20.47 元/股。标的股票将按第 1 年 30%、第 2 年 30%、第 3 年 40% 解锁，该员工持股计划的业绩考核包括公司层面及个人层面的业绩考核，达到当年考核目标后标的股票可按比例解锁。

国信化工观点：1) 本次员工持股计划为公司自 2022 年第一期员工持股计划后第二次，覆盖员工人数将有所增加。通过持续推出员工持股计划，将实现公司、股东和员工利益的一致性，促进各方共同关注公司的长远发展和长远利益，从而为公司带来更高效、更持久的回报。2) 本次员工持股计划购买回购股份的价格为 20.47 元/股，且对于 2025-2027 年制定了公司业绩以及个人考核目标，达到当年考核目标方能按比例解锁股票，该计划能有效稳固现有人才团队并吸引外部人才，强化公司核心团队对公司中长期发展的使命感和责任感，提升公司核心竞争力，从而推动公司业绩目标的实现。3) 制冷剂价格高位上涨，看好制冷剂长期景气度延续，带动公司盈利能力上行。

投资建议：随着三代制冷剂产品供给侧结构性改革不断深化，行业竞争格局趋向集中，三代制冷剂有望保持长期的景气周期，公司作为行业领先企业将持续受益。未来，公司将积极布局新材料、新能源等业务领域，并通过子公司向氟化工下游高附加值领域延伸。2024 年以来制冷剂产品价格持续上涨，公司制冷剂产品充分受益，维持公司 2024-2026 年盈利预测：预计公司 2024-2026 年收入分别为 44.08/55.02/57.96 亿元；归母净利润分别为 7.88/11.38/13.35 亿元，同比增长 161.2%/13.8%/12.2%；摊薄 EPS 为 1.29/1.86/2.19 元；对应当前股价对应 PE 为 31.3/21.7/18.4X。维持“优于大市”评级。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、张歆钰（S0980524080004）

【市场数据】

商品期货

商品	收盘价	涨跌幅	商品	收盘价	涨跌幅
黄金	673.80	0.84	ICE 布伦特原油	74.66	0.49
白银	8036.00	0.16	铜	77080.00	0.45
铝	20460.00	-0.17	铅	17145.00	0.49
豆一	4026.00	0.52	锌	23815.00	-0.20
豆粕	3521.00	4.82	镍	126760.00	-0.27
玉米	2195.00	0.41	锡	258770.00	0.17
螺纹钢	3209.00	-0.49	SR503	5905.00	-0.11

本月国内重要信息披露

公布日期	项目	本期数据	上期数据	上年同期数据	发布主体
2024/11/30	11月PPI(%)	-2.9	-3.3	-3.4	PPI
2024/11/30	11月CPI(%)	99.4	100.0	100.2	国家统计局
2024/11/30	11月狭义货币(M1)同比(%)	-0.03	-0.06	0.01	中国人民银行
2024/11/30	11月狭义货币(M2)同比(%)	0.07	0.07	0.1	中国人民银行
2024/11/30	11月新增人民币贷款(亿元)	5216.0	2965.0	11120.0	中国人民银行
2024/11/30	11月贸易顺差总额(亿美元)	97443.13	95715.17	69334.24	国家商务部
2024/11/30	11月固定资产投资累计同比(%)	0.03	0.01	0.02	国家统计局
2024/11/30	11月工业增加值(%)	0.05	0.05	0.06	国家信息中心
2024/11/30	11月社会消费品零售总额_同比(%)	0.03	0.03	0.02	国家统计局

近期非流通股解禁明细

代码	简称	本次解禁数量(万股)	流通股股本(万股)	流通股增加%	上市日期
301024.SZ	霍普股份	2880.00	4239.00	100.00	2025-01-28
601921.SH	浙版传媒	180000.02	222222.22	100.00	2025-01-23
001209.SZ	洪兴股份	6497.49	9394.48	100.00	2025-01-22
002059.SZ	云南旅游	6857.37	101243.48	100.00	2025-01-16
002187.SZ	广百股份	18692.79	61761.91	100.00	2025-01-06
605287.SH	德才股份	2865.13	10000.00	100.00	2025-01-06
600679.SH	上海凤凰	550.77	34369.42	100.00	2024-12-23
000546.SZ	金圆股份	6613.75	78048.26	99.54	2024-12-20
301096.SZ	不适用	3960.00	10816.66	100.00	2024-12-20
688032.SH	不适用	1985.72	4000.00	100.00	2024-12-20
600859.SH	王府井	4147.65	113273.80	99.75	2024-12-17
301100.SZ	不适用	15000.00	20000.00	100.00	2024-12-17
688246.SH	不适用	3663.35	13787.75	100.00	2024-12-16
301138.SZ	不适用	9000.00	12000.00	100.00	2024-12-16
301177.SZ	不适用	36000.00	40001.00	100.00	2024-12-16
000737.SZ	南风化工	104599.31	169128.73	100.00	2024-12-16
000401.SZ	冀东水泥	106598.80	247935.72	99.97	2024-12-16

603216.SH	梦天家居	16600.00	22136.00	100.00	2024-12-16
301101.SZ	不适用	8456.60	13434.14	100.00	2024-12-16
603071.SH	不适用	32026.96	55795.44	100.00	2024-12-16
002074.SZ	国轩高科	38416.33	156267.38	79.01	2024-12-16
688192.SH	迪哲医药	21784.60	40000.01	100.00	2024-12-10
300678.SZ	中科信息	381.96	12858.48	5.95	2024-12-10
688110.SH	东芯股份	16571.30	44224.97	100.00	2024-12-10
600886.SH	国投电力	48830.64	745417.97	100.00	2024-12-10
301168.SZ	通灵股份	7034.70	12000.00	100.00	2024-12-10
301193.SZ	家联科技	5985.00	12000.00	100.00	2024-12-09
301111.SZ	粤万年青	8986.15	16000.00	100.00	2024-12-09
301179.SZ	泽宇智能	9900.00	13200.00	100.00	2024-12-09
301126.SZ	达嘉维康	8187.02	20650.57	100.00	2024-12-09
301199.SZ	迈赫股份	7650.00	13334.00	100.00	2024-12-09
688151.SH	华强科技	24234.68	34450.00	100.00	2024-12-06
301167.SZ	建研设计	2400.00	8000.00	100.00	2024-12-06
301213.SZ	观想科技	4804.56	7999.99	100.00	2024-12-06
000155.SZ	川能动力	17899.55	144899.55	100.00	2024-12-03
301108.SZ	洁雅股份	4571.77	8120.98	100.00	2024-12-03
301003.SZ	江苏博云	1662.59	5826.66	100.00	2024-12-02
001317.SZ	三羊马	5040.00	8004.00	100.00	2024-12-02
688230.SH	芯导科技	4500.00	6000.00	100.00	2024-12-02
688112.SH	鼎阳科技	7600.80	10666.67	100.00	2024-12-02

全球证券市场统计

股票市场指数

简称	最新收盘价	1日涨跌幅(%)	1周涨跌幅(%)	1个月涨跌幅(%)	3个月涨跌幅(%)	12个月涨跌幅(%)	30天波动率(%)
道琼斯工业平均指数	44470.40	0.376971	57.09	57.09	57.09	57.09	41.62
德国 DAX 指数	21911.74	0.572543	72.03	8.39	14.03	29.45	40.47
法 CAC40 指数	8006.22	0.416278	1.92	7.74	9.09	4.69	45.84
恒生指数	21521.98	1.838026	6.45	12.89	3.82	36.67	76.19
沪深 300 指数	3901.06	0.214700	2.20	4.51	-4.94	15.93	67.89
美国 SP500 指数	6066.44	0.671259	1.19	4.10	1.18	20.68	46.49
纳斯达克综合指数	19714.27	0.977647	1.66	2.88	2.21	23.28	50.52
日经 225 指数	38801.17	0.036481	0.72	-0.99	-1.77	5.15	不适用

沪深港通资金流入流出 Top10

A 股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流入资金(RMB, 万元)	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流出资金(RMB, 万元)
1	002050.SZ	三花智控	34.1400	-3.3409	无数据	300750.SZ	宁德时代	258.4500	-1.0831	无数据
2	601127.SH	赛力斯	132.7700	0.0980	无数据	002050.SZ	三花智控	34.1400	-3.3409	无数据
3	688256.SH	寒武纪-U	651.9600	8.8614	无数据	601127.SH	赛力斯	132.7700	0.0980	无数据
4	301236.SZ	软通动力	75.9900	6.0720	无数据	688256.SH	寒武纪-U	651.9600	8.8614	无数据
5	688041.SH	海光信息	142.3000	1.8611	无数据	301236.SZ	软通动力	75.9900	6.0720	无数据
6	600036.SH	招商银行	40.6000	0.9950	无数据	688041.SH	海光信息	142.3000	1.8611	无数据
7	600519.SH	贵州茅台	1431.5100	-0.3127	无数据	600036.SH	招商银行	40.6000	0.9950	无数据

8	002475.SZ	立讯精密	42.6600	0.1408	无数据	600519.SH	贵州茅台	1431.5100	-0.3127	无数据
9	002594.SZ	比亚迪	330.1300	0.9881	无数据	002594.SZ	比亚迪	330.1300	0.9881	无数据
10	002230.SZ	科大讯飞	55.0400	1.3628	无数据	002230.SZ	科大讯飞	55.0400	1.3628	无数据

港股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流入资金 (HKD, 万元)	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流出资金 (HKD, 万元)
1	2015.HK	理想汽车-W	105.6000	0.02325581	101261.51	9988.HK	阿里巴巴-W	105.5000	0.05500000	342704.26
2	2533.HK	黑芝麻智能	23.4500	-0.39561856	125267.52	0700.HK	腾讯控股	437.0000	0.02055114	322553.83
3	3690.HK	美团-W	162.7000	0.05580792	202600.18	0981.HK	中芯国际	47.8000	0.02465166	297122.55
4	0941.HK	中国移动	77.1500	0.02185430	209680.02	1810.HK	小米集团-W	43.7500	0.03062426	218504.03
5	2828.HK	恒生中国企业	无数据	无数据	231974.28	0941.HK	中国移动	77.1500	0.02185430	185967.69
6	1810.HK	小米集团-W	43.7500	0.03062426	299229.56	3690.HK	美团-W	162.7000	0.05580792	158205.53
7	0981.HK	中芯国际	47.8000	0.02465166	307511.71	2533.HK	黑芝麻智能	23.4500	-0.39561856	55731.65
8	0700.HK	腾讯控股	437.0000	0.02055114	345355.69	0489.HK	东风集团股份	4.0600	0.25696594	51409.26
9	2800.HK	盈富基金	无数据	无数据	452533.94	2015.HK	理想汽车-W	105.6000	0.02325581	37282.49
10	9988.HK	阿里巴巴-W	105.5000	0.05500000	538161.91	2800.HK	盈富基金	无数据	无数据	17575.00

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032