

第一创业证券研究所

分析师：李怀军

证书编号：S1080510120001

电话：010-63197789

邮箱：lihuaijun@fcsc.com

分析师：郭强

证书编号：S1080524120001

电话：0755-23838533

邮箱：guoqiang@fcsc.com

晨会纪要

核心观点：

一、宏观经济组：

事件一：

2 月 7 日（上周五）晚 9 点半，美国劳工部(BLS)公布 1 月劳动力市场数据。

点评：

美国 1 月季调后新增非农就业人口增加 14.3 万人，创 2024 年 10 月以来最低月增幅；预期增 17 万人，去年 12 月（前值）由增 25.6 万人修正至增 30.7 人，去年 11 月由增 21.2 万人上修为增 26.1 万人；两个月共上修 10 万人。

1 月失业率为 4.0%，低于预期 4.1%，前值 4.1%；劳动参与率为 62.6%，预期为 62.5%，前值为 62.5%。从劳动力成本看，1 月私人非农平均每小时工资同比升 4.1%，预期为升 3.8%，前值由 3.9%上调至 4.1%；环比升 0.5%，预期升 0.3%，前值升 0.3%。

从就业结构上看，1 月政府新增 3.2 万人，前值由增 3.3 万人上修至增 3.4 万人；私营企业增 11.1 万人，前值由增 22.3 万人上修至增 27.3 万人。其中，教育和保健业新增 6.1 万人，较上月少增 2.1 万人；零售业新增 3.4 万人，较上月少增 0.2 万人；其它服务业新增 1.7 万人，较上月多增 0.8 万人；金融业新增 0.7 万人，较上月少增 1.2 万人；休闲酒店业新减 0.3 万人，较上月少增 5.2 万人；专业和商务服务业新减 1.1 万人，较上月少增 4.2 万人。

总体来看，1 月新增非农低于预期，而失业率在劳动参与率提高 0.1 个百分点的情况下还低于预期，劳动力成本数据也远超预期。从市场反映看，隔夜美元指数涨 40 个 BP 至 108.1；美债收益率出现上涨：十年期美债收益率涨 5.6 个 BP 至 4.49%，1 年期涨 5.5 个 BP 至 4.23%。贵金属方面，收盘时伦敦现货黄金涨 0.15% 至 2860 美元/盎司，白银跌 1.35% 至 31.77 美元/盎司；美股方面有所下跌：NASDAQ 跌 1.36%、道琼斯跌 0.99%、标普 500 跌 0.95%。

事件二：

2 月 9 日（星期日），中国国家统计局公布 1 月物价数据。

点评：

1 月 CPI 同比增长 0.5%，高于 WIND 预期 0.4%，前值（去年 12 月）同比增长 0.1%；核心 CPI 同比增长 0.6%，前值为 0.4%；1 月 PPI 同比增长-2.3%，低于 WIND 预期-2.1%，前值同比增长-2.3%。

1 月 CPI 环比为 0.7%（前值为 0.0%），核心 CPI 环比为 0.5%（前值为 0.2%）；食品环比为 1.2%（前值为-0.6%），由于暖冬远低于历史当月平均水平（2.4%），1 月全球平均气温为历史最高。其中，鲜菜价格上涨 5.9%，鲜果价格上涨 3.3%，水产品上涨 2.7%，畜肉类价格上涨 0.4%（其中猪肉价格上涨 1.0%）。

1 月非食品环比为 0.6%（前值为 0.1%），各分项环比“四涨二平一降”。其中，生活用品及服务上涨 0.7%（其中家庭服务上涨 5.7%），交通通信价格上涨 1.7%（其中交通工具用燃料上涨 2.5%、邮递服务上涨 1.5%），教育文化娱乐上涨 1.5%（其中旅游上涨 11.6%），其它用品及服务上涨 1.6%；上涨 0.2%，居住价格和医疗保健持平；衣着下跌 0.4%。

1 月服务业环比为 0.9%，较上月回升 0.8 个百分点；消费品同比为 0.1%，较上月回升 0.3 个百分点。而服务业同比为 1.1%，较上月回升 0.6 个百分点；消费品环比为 0.6%，较上月回升 0.7 个百分点。

1 月 PPI 环比-0.2%（前值为-0.1%）：其中，生产资料价格环比上涨-0.2%，较上月回落 0.2 个百分点；生活资料价格上涨 0.01%，较上月回升 0.1 个百分点。生产资料中，上游采掘环比为-0.2%（前值为-0.8%），中游原材料环比为 0.0%（前值为 0.3%），下游加工业环比为-0.3%（前值为-0.1%）。

具体从行业看，1 月涨幅最高的是石油和天然气开采业涨幅 4.5%；其次是石油、煤炭及其它燃料加工业涨幅有 1.0%；汽车制造业上涨 0.5%，排名第三。环比跌幅居前的行业包括：煤炭开采和洗选业跌 2.2%，黑色金属冶炼及压延加工业跌 0.9%，非金属矿业制品业跌 0.6%。

从总体上看，1 月 CPI 同比高于预期而 PPI 同比低于预期持平，而就环比而言，CPI 环比低于历史平均水平和 PPI 环比略有下滑，显示物价通缩状况仍在持续。

附表 PPI 上下游产业链 1 月环比与上月的对比

产业链	01/25	12/24	代表行业	01/25	12/24
采掘（上游）	-0.2	-0.8	石油和天然气开采业	4.5	0.1
			煤炭开采和洗选业	-2.2	-1.9
			黑色金属矿采选业	-0.4	0.6
			有色金属矿采选业	0.4	0.5
原材料（中游）	0.0	0.3	石油、煤炭及其他燃料加工业	1.0	0.2
			化学原料及化学制品制造业	-0.2	-0.4
			化学纤维制造业	-0.4	-1.4
			黑色金属冶炼及压延加工业	-0.9	-0.6
			有色金属冶炼及压延加工业	-0.4	0.0
加工（下游）	-0.3	-0.1	电力、热力的生产和供应业	-0.1	0.9
			橡胶和塑料制品业	-0.1	-0.1
			纺织业	-0.4	-0.3
			纺织服装、服饰业	-0.4	0.0
			汽车制造业	0.5	-0.5
			金属制品业	-0.2	-0.2

风险提示：

对上述事件发展趋势的点评，存在由于经济增长、行业竞争、外部经济环境和政策等变化，而不如预期的可能。

二、策略和先进制造组：

2月9日国家发展改革委、国家能源局发布《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》，明确2025年6月1日以前投产的新能源存量项目由各地按现行政策执行。2025年6月1日起投产的新能源增量项目全部进入电力市场交易。同时国家会确定每年的机制电量规模，由各地根据国家下达的年度非水电可再生能源电力消纳责任权重完成情况，以及用户承受能力等因素确定。并设立机制电价，由各地每年组织已投产和未来12个月内投产、且未纳入过机制执行范围的项目自愿参与竞价形成。机制电量的市场计算价格低于机制电价的，由电网进行差价结算。该政策的出台：1、总体确认了非水电可再生能源电力全部进入市场交易的安排；2、和现行各省在试点的新能源市场化交易安排和政策出台前以预期电价为标准进行补偿的安排相比，整体会更有利于非水电可再生能源电力价格，而且也设立了过渡期安排，因此总体来看有利于稳定新能源的新增装机规模，具体利好程度还要根据各地出台的具体制度来评估。

2月8日乘联会公布1月份乘用车市场初步统计，1月乘用车市场零售185.3万辆，同比去年同期下降9%，较上月同期下降30%。1月新能源乘用车市场零售78.6万辆，同比增长17%，较上月同期下降40%。对比同在1月份过年的2023年1月，乘用车销量137.6万辆，同比下跌33.8%，环比下跌35.8%。其中新能源乘用车同比-6.3%，环比-48.3%的变动，今年1月乘用车销售的表现明显好于季节性，因此我们认为在全年汽车以旧换新等政策的支持下，依然看好新能源汽车的销量增长。

风险提示：

对上述事件发展趋势的点评，存在由于经济增长、行业竞争、外部经济环境和政策等变化，而不如预期的可能。

三、消费组：

2025年春节期间消费市场分析及未来展望

在2025年春节消费市场研究中，免税行业数据是重要的观察窗口。依据海口海关统计数据，2025年春节假期（1月28日至2月4日），海南离岛免税购物呈现出一定的市场态势。期间，免税购物金额总计达20.94亿元，与去年同期相比下降15.9%；免税购物人次为24.05万人，同比下降19.2%，日均销售金额维持在2.62亿元。不过，人均购物金额有所增长，2025年春节期间海南离岛免税人均购物金额达到8706.9元，相较于2024年春节的8360.8元，提升幅度为4.1%。

从春节期间整体消费市场表现来看，呈现出较为复杂的局面。总体消费数据表现一般，不同领域分化明显。航空、酒店、餐饮以及免税行业在销售量和价格方面均未达到预期水平。与之形成对比的是，电影、出境游以及部分新消费领域成为市场亮点。

以老铺黄金为代表的高端黄金饰品品牌，在春节期间展现出强劲的销售势头。多地门店尤其是港澳地区门店出现排队购买现象。初步预估，2025年1月老铺黄金同店销售增长率在50% - 80%区间，这一增长幅度远超其他顶级奢侈品牌，彰显出其独特的市场竞争力和品牌吸引力。

泡泡玛特作为新消费品牌的典型代表，凭借与《哪吒2》合作推出的盲盒产品，成为春节消费市场的热门单品。在天猫、京东和抖音等主流电商平台直播间，该系列盲盒迅速售罄，二手市场价格大幅溢价，端盒原价552元，在二手市场价格高达770元。同时，小程序部分地区的预售已排至3月31日。截至2月4日，泡泡玛特微信小店累计销量达到6.7万件，仅1月5日至2月4日期间，新增销量就达到2.4万件，充分体现出新消费品牌在年轻消费群体中的强大影响力和市场潜力。

展望2025年消费市场走向，若通缩压力未能得到有效缓解，大消费领域将延续分化态势。在这种市场环境

下，新消费赛道有望凭借其创新性、对年轻消费群体的精准把握以及独特的产品设计和营销模式，获得更多的发展机遇，成为消费行业增长的重要驱动力。

风险提示：

居民消费增速未达预期，渠道模式变革对现有商业模式冲击超过预期。

重要声明:

第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的信息均来源于公开资料，本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。

本报告可能在今后的时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本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。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

联系方式:

公司总部	北京办事处
深圳市福田区福华一路115号投行大厦20楼 TEL: 0755-23838888 FAX: 0755-25831718 P. R. China: 518048 www.firstcapital.com.cn	北京市西城区广宁伯街2号金泽大厦东区16层 TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777 P. R. China: 100140