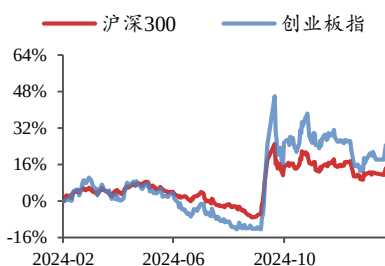


2025 年 02 月 10 日

开源晨会 0210

——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	3.213
综合	2.958
电力设备	2.639
钢铁	2.360
房地产	2.290

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
银行	-0.320
公用事业	0.394
农林牧渔	0.419
社会服务	0.551
国防军工	0.627

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】春节需求回暖带动CPI同比回升——宏观经济点评-20250209

【宏观经济】二手房价格连续三周回升——宏观周报-20250209

【宏观经济】失业率走低或强化美联储3月暂停降息意愿——美国1月非农就业数据点评-20250208

【固定收益】关注长端国债的潜在波动——事件点评-20250209

【金融工程】基金投顾产品 1 月调仓一览——基金投顾产品月报系列（14）
-20250207

行业公司

【中小盘】DeepSeek 横空出世，AI 产业发展至新阶段——中小盘周报-20250209

【建材】稳楼市工作持续推进，重视建材布局机会——行业周报-20250209

【非银金融】金融大文章推动财富管理转型，交易量回升催化券商——行业周报
-20250209

【医药】美股 big pharma 2024 年报：关注业绩表现、指引及 2025 年重点催化剂事件——行业周报-20250209

【商贸零售】蛇年春节消费稳健，持续关注消费复苏进程——行业周报-20250209

【农林牧渔】猪价进一步下行空间有限，二育及仔猪价格高企对猪价形成托底——行业周报-20250209

【煤炭开采】煤价暂稳叠加美国提高关税，煤炭攻守兼备——行业周报-20250209

【计算机】周观点：DeepSeek 开启 AI 平权时代——行业周报-20250209

【食品饮料】春节动销符合预期，大众品机会更显著——行业周报-20250209

【化工】节后行情稳定，萤石、制冷剂静待旺季新一轮涨势——氟化工行业周报-20250209

【通信】DeepSeek 算力告急，AI 巨头资本开支仍高企，AI 算力及运营商或迎戴维斯双击——行业周报-20250209

【化工】建议关注粘胶短纤、氯化钾、炭黑等节后涨价品种——行业周报-20250209

【计算机】华为小艺接入 DeepSeek，鸿蒙生态建设有望加速——行业点评报告
-20250207

【电子】AI+端侧之 AIPC：大模型+生产力，本地化部署第一站——行业点评报告-20250206

【传媒】新品周期驱动增长加 AI 赋能，继续布局游戏板块——行业点评报告
-20250206

【化工】乙二醇：跬步已积，行将致远——行业深度报告-20250206

研报摘要

总量研究

【宏观经济】春节需求回暖带动 CPI 同比回升——宏观经济点评-20250209

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 郭晓彬（联系人）证书编号：S0790123070017

事件：1 月 CPI 同比+0.5%，预期+0.5%，前值+0.1%；PPI 同比-2.3%，预期-2.1%，前值-2.3%。

春节需求回暖，带动 CPI 同比回升

1 月 CPI 同比较前值上升 0.4 个百分点至+0.5%，环比较前值上升 0.7 个百分点至+0.7%。

1、供给收缩而需求季节性回升，食品项环比由负转正

1 月 CPI 食品项环比由负转正，较前值上升 1.9 个百分点至+1.3%。蔬菜方面，气温下降供给收缩，而需求季节性上升，鲜菜 CPI 环比由负转正，往后看，2 月需求或将有所回落，蔬菜价格上行速度或将放缓。猪肉方面，需求季节性回升，猪肉价格有所反弹，往后看，预计供给将逐渐增加，猪肉价格或将延续回落趋势。

2、核心 CPI 环比连续两个月超季节性回升

1 月 CPI 非食品环比较前值上升 0.5 个百分点至 0.6%。我们将主要非食品细分项环比与季节性对比，观察各消费品类价格的中长期趋势性方向与短期边际变动。发现中长期看，价格呈现回暖迹象：在已公布的 16 个细分项目中，除卷烟、衣着、交通工具使用与维修、医疗服务项外，其他 12 个项目近 6 月中环比不弱于季节性的次数占比较近 12 个月均边际上升或持平；短期看，1 月核心 CPI 环比较前值上升 0.3 个百分点至 0.5%，连续两个月超季节性（2025 年 1 月季节性采用 2014、2017、2023 年环比平均值）。

实物与服务消费均有所回暖。1 月服务 CPI 环比较前值回升 0.8 个百分点至 0.9%，亦连续两个月超季节性回升，超季节性幅度略逊于实物消费价格；而从近期消费金额数据看，商品零售与服务零售均在 2024 年 12 月超过季节性。

PPI 同比持平于前值，大宗品价格跌多涨少

1 月 PPI 同比持平于前值，为-2.3%，环比降幅扩大，环比较前值下降 0.1 个百分点至-0.2%。

能源方面，中东地缘局势呈激化迹象，石油链产品价格环比涨幅扩大；供给相对稳定而需求平淡，PPI 煤炭开采和洗选业环比回落。金属方面，需求平淡，黑色、有色金属冶炼压延环比较前值下降；需求季节性回落，非金属矿物制品业环比由正转负。

预计 2 月 CPI 同比回落，PPI 同比回升

CPI 方面，结合农产品批发价格指数等高频数据，我们预计 2 月 CPI 环比在 0.2%左右，同比或在-0.3%左右，再往后，猪价或将弱势运行，服务与实物消费或将平缓修复，CPI 同比或震荡上行，上修 2025 年全年平均同比至 0%-1%区间。PPI 方面，结合 CRB 现货指数等高频数据，我们预计 2 月 PPI 环比回升，同比降幅收窄，再往后，海外需求整体偏弱，国际定价大宗商品价格难有大幅上涨，或将震荡偏弱运行，国内需求刺激政策或将逐步见效，预计 2025 年全年平均同比在-1%-0%区间。

风险提示：政策变化超预期，大宗商品价格波动超预期。

【宏观经济】二手房价格连续三周回升——宏观周报-20250209

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 郭晓彬（联系人）证书编号：S0790123070017

供需：震荡偏弱运行

1.基建开工：开工率有所下降，绝对值处于历史同期低位。最近两周（1月25日至2月7日），石油沥青装置开工率有所下降，绝对值处于历史同期较低位置；节前两周，磨机运转率、水泥发运率有所下降，绝对值仍处于历史同期低位。

2.工业生产端，化工链开工震荡下行，汽车半钢胎开工延续中高位。最近两周，化工链开工率震荡下行，汽车轮胎开工率先降后升，高炉、焦炉开工率稳中有升。

3.需求端，地产链需求同比为正，乘用车销量同比震荡下行。工业需求端，1月电厂煤炭日耗均值整体较12月有所回升，煤炭重点电厂平均日耗环比上升7.8%。节前两周，地产链需求同比为正，螺纹钢、线材、建材表观需求高于2024年同期。消费需求端，截至1月19日，乘用车四周滚动销量同比震荡下行。最近两周（1月25日至2月7日），中国轻纺城成交量环比回落，处于同期历史高位，义乌小商品价格指数平均值略有回升。

价格：黄金价格再创历史新高

1.国际大宗商品：黄金价格震荡上行。最近两周，原油价格震荡下行，铜、铝价格震荡下行，黄金价格震荡上行，创历史新高。

2.国内工业品：震荡运行。首先以南华指数观察整体价格变化，最近两周，国内工业品价格震荡运行。最近两周，黑色系商品价格震荡偏强运行，铁矿石、螺纹钢价格均回升。沥青价格有所回升。

3.食品：农产品价格延续回升，猪价回升。最近两周，农产品价格先升后降，平均值上升，农产品价格200指数平均值较上两周环比回升3.4%，猪肉价格先升后降，平均值上升，猪肉平均批发价较上两周环比回升1.4%。

地产与流动性：二手房价格连续三周回升，资金利率有所回落

1.商品房：一线城市成交同比保持正增，二手房价格连续三周回升。新建住房市场看，最近两周（1月25日至2月7日），全国30大中城市商品房成交面积平均值较上两周环比回落75.6%，从季节性位置上看略低于2024年农历同期，较2022、2023、2024年农历同期分别同比-63.1%、-55.6%、-2.4%。一线城市成交面积同比保持正增，较2022、2023、2024年农历同期分别同比-48.0%、-65.8%、+51.1%。二手房市场看，价格方面，截至1月27日，二手房出售挂牌价指数连续第三周回升；成交量方面，最近两周（1月25日至2月7日），北京、上海、深圳二手房成交面积同比出现分化，较2024年同期分别同比+31%、+31%、-23%。

2.土地：成交面积同环比均上升。截至1月26日，100大中城市成交土地占地面积最近双周环比上升2.2%，1月当月同比上升17.9%。

3.流动性：资金利率有所回落。最近两周，资金利率有所回落。截至2月8日，R007为1.73%，DR007为1.73%；央行实现货币净回笼2446亿元；质押式回购成交量共为30.5万亿元。

交通运输：地铁出行同比回落，出口运价有所回落

1.居民出行：地铁出行同比回落。最近两周，北上广深地铁客运量平均值较上两周环比回落40.8%，较2024年农历同期下降42.1%。国内执行航班数平均值较上两周环比上升1.1%，较2024年农历同期上升4.8%。

2.运价：出口运价有所回落。最近两周，出口运价有所回落，内贸运价延续回落，大宗商品运价中BDI指数、BDTI指数、铁矿石运价指数平均值较上两周分别环比-20.3%、-1.3%、+1.8%。

风险提示：大宗商品价格波动超预期，政策力度超预期。

【宏观经济】失业率走低或强化美联储3月暂停降息意愿——美国1月非农就业数据点评-20250208

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 潘纬桢（分析师）证书编号：S0790524040006

美国新增非农就业数量有所下降

1.新增非农就业下降，前值有一定上修

1月新增非农就业14.3万人，较2024年12月份初值（25.6万）有较多下降，且低于市场预期的17.5万。2024年12月、11月累计上修10万，幅度较大。趋势上看，近3个月平均新增就业23.7万人，较2024年10-12月季调后数据平均值上升较多。结合2024年12月与1月的美国极端天气较多的情况来看，后续1月非农就业数据有一定可能继续上调。结构上看，私人服务新增就业仍是当前就业的主要部分，其中休闲酒店就业大幅下降，政府部门就业略有走弱。

2.劳动参与率边际提升、失业率继续下降，薪资环比增速略有上行

1月美国劳动参与率录得约62.5%，失业率为4.1%，失业率较2024年12月有所下降。再来看失业率成因，相较于2024年12月，1月永久性失业、再就业者占比略有上升，暂时性失业者、离职者占比有所下降。1月美国非农就业时薪录得35.87美金，同比上升4.1%，环比上升0.5%，分别较2024年12月份持平、上升0.2个百分点。结合劳动参与率、失业率以及薪资增速的走势来看，美国劳动力市场韧性更进一步得到确认，但再均衡的趋势仍然在持续。

3.劳动力市场供需关系压力边际下降

从JOLTS数据来看，2024年12月份职位空缺数为760万人，较11月下降约55.6万人，职位空缺率为4.5%，目前每个求职者对应约1.11个工作岗位，美国劳动力市场的供需紧张程度边际下降。同时，职工主动离职率录得2.0%、解雇裁员率录得1.2%，主动离职率与解雇裁员率出现分化，或显示企业的经营压力略有下降，员工离职积极性平稳，侧面显示2024年12月劳动力市场略有走强，这一点与2024年12月职位空缺略有不同，或与寒冷天气有一定关系。

非农就业或强化美联储3月暂停降息意愿

第一，结合就业扩散指数以及PMI就业指数来看，美国劳动力市场或有边际回暖，但幅度并不高。1月ISM制造业PMI就业指数大幅上升5个百分点至50.3%，且位于荣枯线以上，或部分反映特朗普就职后对美国制造业相关就业的利好，后续能否持续尚待观察。此外，3个月、6个月就业扩散指数均有不同程度上升。但总的看，考虑到数据修订产生的可能误差，1月份美国劳动力市场更像是边际回暖，但总体韧性更进一步显现。

第二，薪资增速边际提升，居民通胀预期走强对市场影响或更大。1月私人非农每周工资总额指数同比增加5.02%、环比增加0.3%，环比增幅相对不高。因此后续劳动力市场对通胀的整体支撑作用或不会有太多提升，另外2月密歇根大学居民通胀预期较1月上升1个百分点至4.3%，5年期通胀预期亦上行0.1个百分点至3.3%，可能反应了对特朗普政策造成通胀上行的担忧，并对美债收益率和美元形成支撑，而这或将是市场更加关注的。

结合1月非农数据与居民通胀预期来看，相关数据或强化美联储3月继续暂停降息意愿。一则劳动力市场强劲会对居民消费产生较为明显的支撑，短期内经济并无衰退风险，美联储并不急于行动；二则通胀预期上行，或值得美联储警惕可能的通胀预期失锚问题。此外，随着特朗普将就职后的各项政策陆续生效，其关税、驱逐非法移民等政策效果将会如何演化，亦值得美联储关注。

风险提示：国际局势紧张引发通胀超预期。

【固定收益】关注长端国债的潜在波动——事件点评-20250209

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

2025年2月8日10年国债收益率1.61%，较2月6日1.60%重新上行1BP。

长端国债收益率上行，滞后于股市见底回升

(1) 2008 年 11 月股市见底回升，长端国债收益率于 2009 年 1 月显著上行，滞后 2 个月；(2) 2016 年 2 月股市见底回升，长端国债收益率于 2016 年 10 月显著上行，滞后 8 个月；(3) 2020 年 3 月股市见底回升，长端国债收益率于 2020 年 5 月显著上行，滞后 2 个月。

逻辑或在于，股市刚刚开始见底回升时，往往是受政策刺激的驱动，但经济基本面这一阶段仍存在不确定性，债市会继续存在降息预期，推动长端国债收益率进一步下行。

但随着股市不断上升，投资者对经济信心不断加强、对降息预期不断回落，最终导致长端国债收益率开始显著上行。

2024 年 9 月 24 日至今，股市已经见底回升 5 个月左右，如果未来股市进一步上涨，长端国债收益率或存在调整压力。

长端国债收益率上行，或受降息预期下降推动

我们认为，长端国债收益率上行，并不需要经济明显复苏，或只需要降息预期回落即可。

历史上看，10 年国债收益率基本高于 7 天 OMO 利率 40BP 到 70BP，当前 7 天 OMO 利率为 1.5%，对应 10 年国债收益率合理水平为 1.9%-2.2%，但 2025 年 2 月 7 日 10 年国债收益率为 1.61%，意味着当前 10 年国债收益率本身已经定价了 30BP 左右降息预期。历史上，2016 年 10 月、2020 年 5 月同样出现过债市提前定价降息预期的情况。

我们认为，考虑到当前长端国债收益率已经提前定价降息预期，如果随着股市震荡上涨或经济逐渐改善导致降息预期面临回落，长端国债收益率则有望从 1.61% 回升至 1.9%-2.2%，对应长端国债收益率上行的第一阶段（债市估值回归阶段），这一阶段并不需要经济基本面的明显复苏。如果未来长端国债收益率要进一步上行突破 2.2%，才需要经济的明显复苏。

债市观点：关注资金利率和长端国债潜在波动

2025 年 2 月 8 日 10 年国债收益率为 1.61%，较 2025 年 1 月 20 日的高点 1.67%，下行幅度达到 6BP。

近期长端国债收益率下行，背后或与资金宽松有关。2025 年 2 月 8 日和 2025 年 1 月 20 日 DR007 利率分别为 1.73% 和 2.33%。

我们认为，近期资金利率宽松或与季节性规律有关。一方面，春节后存款回流推动资金宽松；另一方面，资金利率往往上旬资金偏松、下旬资金逐步收紧，当前处于上旬资金相对宽松。

未来需要重点关注资金利率：如果 2025 年 2 月中旬资金利率重新上行，考虑到资金利率低点基本处在 1.7% 左右，意味着央行合意的资金利率或为 1.7%，对比之下，当前市场定价的资金利率为 1.2% 左右（7 天 OMO 利率 1.5%，30BP 降息预期对应 1.2%），那么当前债市或面临一定的调整压力。

对应债市观点，我们认为，当前需要重点防范债市的潜在波动，重点关注长端国债的调整。逻辑在于：一是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；二是股市持续上涨或降低降息预期；三是当前资金利率偏宽松，或只是季节性规律，如果 2025 年 2 月中旬资金利率重新上行，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。

风格上，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，我们更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。

【金融工程】基金投顾产品 1 月调仓一览——基金投顾产品月报系列（14）-20250207

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 傅开波（分析师）证书编号：S0790520090003 | 蒋韬（联系人）证书编号：S0790123070037

业绩统计：2025 年 1 月宏观驱动型投顾产品业绩较高

统计各类型基金投顾产品业绩，1 月股票型投顾产品平均收益介于沪深 300 和偏股混合型基金之间，纯债型投顾产品平均收益高于纯债基金，横向来看，纯债型投顾平均收益最高。2025 年 1 月份纯债型、固收+型、股债混合型、股票型投顾产品绝对收益均值分别为 0.06%、-0.05%、0.01%和-0.14%。

1 月基金投顾产品调仓行为解析

2025 年 1 月投顾产品调仓数量偏少，共有 83 个基金投顾产品进行调仓。

调仓理由：总结 1 月调仓的投顾调仓原因，整体来看，1 月调仓投顾倾向于增加黄金、增加科技和成长相关资产。增加黄金是为了应对宏观不确定性，增加科技和成长是因为认为年初成长风格可能占优，以及 AI 对应的投资机会。

随着债市波动加大，投顾在久期和债券配置上出现较大分歧，部分投顾认为应该增加债券比例和久期来应对股市波动，部分投顾认为权益性价比高于债券，十年期国债利率跌破 1.7%，利率债情绪过热。

统计各类型基金投顾产品在各投资类型基金上权重变化：

纯债型投顾组合：中长期纯债(-6.47%)和混合债券型一级基金(-2.85%)迁移至被动指数型债券基金(+7.82%)，由于中长期纯债类基金持仓中信用债占比更高，体现纯债类投顾增加利率债，减少信用债；固收+型投顾组合：固收+型投顾组合：中长期纯债型基金(-2.82%)迁移至其他类型基金，包括国际(QDII)混合型基金(+0.92%)等；股债混合型投顾组合：减少中长期纯债基金(-3.19%)，增加指数基金(2.20%)，体现股债混合型投顾组合增加权益比例；股票型投顾组合：主动权益型基金迁移至被动指数型基金和增强指数型基金，体现偏股类投顾产品提升被动基金比例，减少主动权益基金。

久期：从久期来看，纯债型和固收+型投顾产品整体久期变化较小，且存在分歧。

底层债券比例变化：从底层债券比例变化来看，1 月调仓纯债型投顾产品整体减少信用债比例，增加利率债比例，固收+型投顾产品减少信用债和利率债比例。

投顾产品行业配置变化：1 月投顾产品行业配置延续 12 月，整体减少食品饮料、医药等消费类行业，增加银行和电子等行业。

指数基金配置变化：由于投顾整体增加指数基金配置，红利、大盘、小盘、港股、创业板指数基金均有增配。2024 年 1 月红利类基金比例上升，大盘指数配置比例增加，如沪深 300 和中证 A500 指数基金；小盘指数配置比例增加，如中证 1000 指数；创业板类、港股类指数基金获投顾增配。

1 月投顾产品持仓中红利基金比例上升，底层资产中小微盘股票比例变动不大。

对于 QDII 类和商品类基金，2025 年 1 月基金投顾产品增配港股、黄金类基金。在美股方面，投顾减配标普 500 类基金，增配纳斯达克类基金。

风险提示：本报告不构成对基金投顾产品的投资建议，基金投顾产品的历史业绩不代表未来收益。

行业公司

【中小盘】DeepSeek 横空出世，AI 产业发展至新阶段——中小盘周报-20250209

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：比亚迪将于 2 月 10 日举办智能化战略发布会

市场表现：本周（指 2 月 3 日至 2 月 7 日，下同）上证综指收于 3304 点，上涨 1.63%；深证成指收于 10576 点，上涨 4.13%；创业板指收于 2174 点，上涨 5.36%。大小盘风格方面，本周大盘指数上涨 2.01%，小盘指数上涨 5.15%。2024 年以来大盘指数累计上涨 14.24%，小盘指数累计上涨 5.36%，小盘/大盘比值为 1.30。美格智能、长光华芯、经纬恒润-W 本周涨幅居前。

本周要闻：比亚迪将于 2 月 10 日举办智能化战略发布会，将发布天神之眼高阶智驾，宋 PLUS 智驾版 SUV 车型将上市；吉利星睿大模型与 DeepSeek 深度融合；岚图知音 AI 智舱将深度融合 DeepSeek；何小鹏开工信谈 DeepSeek：未来十年 AI 驱动汽车产生巨变；过去十年，小鹏在研发和制造领域投入超 500 亿；DeepSeek 成全球增速最快 AI 应用；特斯拉开启多个机器人相关岗位的招聘。

本周重大事项：2 月 7 日，精智达发布第二类限制性股票激励计划，其业绩指标：以 2023 年为基数，2025、2026、2027 年营收增长率分别不低于 60%、110%、180%且半导体业务营收增长率分别不低于 500%、800%、1300%。

本周专题：DeepSeek 横空出世，AI 产业发展至新阶段

DeepSeekR1 横空出世，本土开源推理模型席卷全球。2025 年 1 月 20 日，DeepSeek 发布了推理模型 DeepSeekR1，并同步将模型架构和参数、训练框架与训练数据开源。DeepSeekR1 拥有思维链输出，在数学、代码、自然语言推理等任务上拥有惊艳的表现，比肩 OpenAI-o1 正式版；同时模型价格低廉，百万 Token 输出仅需 16 元，远低于 OpenAIo1（438 元）及 o1-mini（88 元）。2025 年 1 月 27 日，R1 模型同时登顶中国和美国区苹果 App 免费榜，据智东西数据，DeepSeek 应用（App）上线 20 天日活突破 2000 万。

规模非 AI 进步的唯一途径，算法结构创新成为下一步发展方向。在全球大模型竞赛中，以往方法是围绕“数据、算法、算力”三要素中的算力进行突破，通过不断堆高算力水平来实现大模型训练和推理的加速。而 DeepSeek 通过架构和算法创新，显著降低内存占用和计算开销，在有限算力与训练成本下显著提升算力利用效率。这意味着算法创新再次成新突破点，AI 产业发展至新阶段。

DeepSeek 对智能驾驶产生深远影响，有望加速国内自动驾驶发展进程。（1）提升云端算力使用效率，加强国产算力适配，缓解算力瓶颈。（2）Deepseek 突破传统蒸馏瓶颈，有望提升车端模型能力。（3）当前的智驾技术路径多以模仿学习为主，通过学习人类驾驶行为实现智驾。

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。

【建材】稳楼市工作持续推进，重视建材布局机会——行业周报-20250209

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8日，重庆市住房城乡建委发布通知，取消中心城区原已纳入两年限售范围住房的再交易管理，中心城区新购住房从须取得不动产权证满2年后才能上市交易转变成全面取消限售。重庆市人民政府办公厅印发《重庆市推动经济持续向上向好若干政策举措》，明确完善个人住房房产税试点政策，不再将市外人员购买普通住宅纳入征税范围；安排市级财政资金支持培育和发展住房租赁市场，对房源筹集、装修、运营等实施补贴。2月5日，万科宣布管理团队人员职责分工的决定，万科向国资化模式转型，在资产盘活上，聚焦核心业务，清理非核心资产；债务优化上，引入国资援助与市场化融资并举；业务重心调整上，回归住宅主业，谨慎布局新业务；管理机制革新上，引入国资治理模式与市场化激励并行。2月5日，大连市住房公积金管理中心发布《关于调整优化个人住房公积金贷款政策的通知（征求意见稿）》，其中提到，调整个人住房公积金贷款首付款比例，借款人办理首套房及二套房贷款的，最低首付款比例为20%；提高硕士研究生最高贷款额度，在当期最高贷款额度基础上提高40万元；提高多子女家庭最高贷款额度，在当期最高贷款额度基础上提高40万元；支持购买符合绿色建筑标准的新建商品房。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：力诺特玻；受益标的：山东药玻。

本周（2025年2月3日至2月7日）建筑材料指数下跌0.30%，沪深300指数上涨1.98%，建筑材料指数跑输沪深300指数2.28pct。近三个月来，沪深300指数下跌5.15%，建筑材料指数下跌10.45%，建材板块跑输沪深300指数5.30pct。近一年来，沪深300指数上涨21.07%，建筑材料指数上涨1.38%，建材板块跑输沪深300指数19.68pct。

板块数据跟踪

水泥：截至2月8日，全国P.O42.5散装水泥平均价为346.00元/吨，环比下跌1.15%；水泥-煤炭价差为242.00元/吨，环比下跌1.64%；全国熟料库容比44.42%，环比上升1.03pct。

玻璃：截至2月8日，全国浮法玻璃现货均价为1407.00元/吨，环比上涨9.00元/吨，涨幅为0.64%；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22.94元/重量箱，环比下跌9.37%；浮法玻璃-纯碱-重油价差为14.38元/重量箱，环比上涨3.99%；浮法玻璃-纯碱-天然气价差为16.92元/重量箱，环比上涨2.03%；光伏玻璃-纯碱-天然气价差为65.80元/重量箱，环比下跌0.07%。

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7日，原油价格为74.58美元/桶，周环比下跌2.33%，较2025年年初下跌2.80%，同比下跌11.74%；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。

【非银金融】金融大文章推动财富管理转型，交易量回升催化券商——行业周报-20250209

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：金融大文章推动财富管理转型，交易量回升催化券商

节后三个交易日市场成交额持续回升，本周日均股基成交额达到 1.62 万亿，环比+43.3%，交易活跃度再次回升有望催化金融科技、券商和多元金融板块 beta 机会，2C 金融信息服务业务现金流高增长持续验证，金融科技仍有望是本轮行情排头兵，券商板块估值和机构配置仍在低位、同时业绩同比改善有望延续，看好零售优势突出券商以及并购主题标的的机会。推荐盈利稳健、高股息率的江苏金租。资本市场做好“五篇大文章”实施意见发布，普惠金融方面，监管推动证券和基金机构加快财富管理转型。

券商：资本市场做好金融“五篇大文章”实施意见发布，交易量改善看好券商

(1) 本周日均股基成交额 1.62 万亿，环比+43.3%，偏股/非货币基金新发份额 21/24 亿份，环比-83%/-94%。2025 年 1 月上交所新开户 157 万户，同比-20%，环比-21%，1 月末春节放假对开户同比增速有所影响（2024 年 2 月春节开户 130 万户）。(2) 2 月 7 日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。“科技金融”方面：进一步提升对新产业新业态新技术的包容性、优化科技型上市公司并购重组制度、支持私募股权二级市场基金（S 基金）发展。“普惠金融”方面：更好满足居民多元化投资需求，加快财富管理转型。稳步降低公募基金行业综合费率，规范基金销售收费机制，推动公募基金投顾业务试点转常规。(3) 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：险资试点投资黄金业务开启，关注险资中长期资金入市

(1) 2 月 7 日金监总局发布《关于开展保险资金投资黄金业务试点的通知》，利于险企拓宽投资范围，丰富投资品类，应对长期利率下行压力。明确试点参与主体为 10 家大中型险企，试点投资黄金业务范围包括在上海金交所主板上市或交易的黄金现货实盘合约、黄金现货延期交收合约等，投资黄金账面余额合计不超过公司上季末总资产 1%，我们测算 10 家公司总资产 1%对应资金体量约 2000 亿。(2) 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的投资机会。

推荐及受益标的组合

推荐标的组合：东方证券，财通证券，东方财富，兴业证券，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。

【医药】美股 big pharma 2024 年报：关注业绩表现、指引及 2025 年重点催化剂事件——行业周报-20250209

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 余克清（分析师）证书编号：S0790525010002 | 汪晋（联系人）证书编号：S0790123050021

美股 bigpharma2024 年报：关注业绩表现、指引及 2025 年重点催化剂事件

截至目前美股 bigpharma 的年报业绩基本已经披露，我们梳理 2024 年业绩表现情况、2025 年的业绩指引以及 2025 年需要密切关注的催化剂或里程碑。我们建议关注：(1) bigpharma 的收入增速水平：中位值基本在中单位数。其中礼来和诺和诺德的业绩增速指引最突出（16%-24%、29%-36%），阿斯利康和艾伯维为高单位数，而辉瑞和 BMS 有可能面临收入下滑的压力。

(2) 重点催化剂：如礼来的小分子 GLP-1 的 3 期数据读出，对礼来和诺和诺德及相关减肥药标的的影响。阿斯利康 Trop-2ADC1Ltrop2+NSCLC 的 3 期数据读出，关注 trop2biomarker 在该项前瞻性 RCT 研究中得到验证，请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

以及获益水平情况。再生元 Eylea 高剂量版本预充针上市，带来销售以及整个公司经营层面的拐点。诺华 PluvictomCRPC 前线适应症的获批，带来该款核药产品的销售拐点。罗氏、阿斯利康和辉瑞等多家大药企的 SERD 分子的 3 期数据读出，其中辉瑞为 Arvinas 合作的 PROTAC 分子，关注能否通过差异化的数据验证 PROTAC 相较于小分子的优越性。大药企的重要研发里程碑不胜枚举，对于相关赛道的验证起到非常重要的影响。

2 月第 1 周医药生物上涨 3.21%，医院涨幅最大

2025 年 2 月第 1 周传媒和计算机等行业涨幅较大，煤炭、银行等行业跌幅较大。本周医药生物上涨 3.21%，跑赢沪深 300 指数 1.23pct，在 31 个子行业中排名第 9 位。2025 年 2 月第 1 周医院板块涨幅最大，上涨 6.84%；医疗研发外包板块上涨 6.17%，医疗设备板块上涨 5.23%，疫苗板块上涨 3.89%，体外诊断板块上涨 3.76%；血液制品板块涨幅最小，上涨 1.09%，医疗耗材板块上涨 1.69%，中药板块上涨 1.84%，化学制剂板块上涨 1.85%，线下药店板块上涨 2.06%。

推荐标的

制药及生物制品：人福医药、恩华药业、诺诚健华、京新药业、健康元、九典制药、百洋医药、和黄医药、泽璟制药；中药：东阿阿胶、佐力药业、羚锐制药、悦康药业、方盛制药；原料药：华海药业、普洛药业、奥锐特；医疗器械：奥泰生物、万孚生物、可孚医疗、康拓医疗；CXO：药明康德、药明合联、泰格医药、博腾股份、泓博医药；科研服务：百普赛斯、毕得医药、皓元医药、奥浦迈、昊帆生物、阿拉丁；医疗服务：爱尔眼科、通策医疗；零售药店：益丰药房。

风险提示：政策波动风险、市场震荡风险、地缘政治风险等。

【商贸零售】蛇年春节消费稳健，持续关注消费复苏进程——行业周报-20250209

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

蛇年春节消费稳健，建议关注 2025 年消费复苏进展

蛇年春节假期社会消费回暖，根据中国人民银行数据，2025 年春节除夕至大年初六，网联、银联处理的全行业网络支付交易金额合计 8.5 万亿元，同比增长 17.08%。从各省市监测的不同区间消费数据来看，北京市、上海市、广东省恢复较为突出，销售总额同比均有双位数增长；浙江省、江苏省、四川省稳中向好，销售总额同比均有 5%-10% 的增长。分品类看，根据国家税务总局数据，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；各地推出诸多文旅活动也带动文旅消费增长较快。春节期间，各大黄金珠宝品牌纷纷上线生肖元素贺岁新品，并在春节推出不同程度的促销活动；而从需求端看，各地黄金消费表现平淡，主要原因为国际金价再次上涨创新高对终端动销造成观望情绪和压制。此外，我们观察到部分克重小、工艺精、文化内涵丰富的金饰产品受到年轻消费者的青睐，古法黄金也凭借精湛工艺和美好寓意成“珠宝圈黑马”。我们认为，蛇年消费打响开门红，伴随各地促销政策的逐步落地与推进，有望持续带动消费回暖。

行业关键词：春节零售、ProtYouth、索芙特、欧莱雅、永辉供应链等

【春节零售】2025 年春节期间全国网上零售额同比增长 5.8%。

【ProtYouth】锦波生物旗下品牌 ProtYouth 两款产品再获 FDA 认证。

【索芙特】国货美妆品牌索芙特拟赴美 IPO。

【欧莱雅】欧莱雅 2024 年销售额 3292 亿元，同比增长 5.1%。

【永辉供应链】永辉超市成立浙江辉联供应链，加快自有品牌的发展步伐。

板块行情回顾

本周（数据取2月5日-2月7日，除春节假期外共3个交易日，下同），商贸零售指数报收2094.08点，上涨1.24%，跑输上证综指（本周上涨1.63%）0.39个百分点，板块表现在31个一级行业中位居第22位。零售各细分板块中，本周专业连锁板块涨幅最大，2025年年初至今互联网电商板块领跑。个股方面，本周若羽臣（+12.0%）、博士眼镜（+10.0%）、东方集团（+9.4%）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。

【农林牧渔】猪价进一步下行空间有限，二育及仔猪价格高企对猪价形成托底——行业周报-20250209

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：猪价进一步下行空间有限，二育及仔猪价格高企对猪价形成托底

年后淡季猪价开启阶段性下行，二育及仔猪价格上涨对猪价形成托底。据涌益咨询，截至2025年2月9日，全国生猪均价14.38元/公斤，较春节前-1.47元/公斤。春节后步入猪肉消费淡季，生猪屠宰量逐步恢复正常，猪价逐步开启下行。但仔猪价格相对高位运行或刺激养殖户由外购仔猪育肥转为二次育肥进而对猪价形成托底，预计后市猪价下行空间有限。

二育栏舍利用率低，存在较大进场空间。2025年1月10-20日行业销至二育生猪占实际销量比重降至0.43%（同比-0.81pct，环比-0.36pct），二育栏舍利用率下行至13%（同比-19pct，环比-5pct）。受年后淡季猪价悲观预期影响，行业二育群体于年前提前卖猪且进场谨慎，二育栏舍利用率创2023年以来新低，低栏舍利用率为后续新一轮二育进场打开空间。

仔猪价格上涨既彰显乐观预期，亦对猪价形成支撑。截至2025年2月6日，规模场15kg仔猪价格升至653元/头，周环比+24元/头，同比+148元/头，仔猪价格高于2022年以来同期。仔猪价格上行受冬季仔猪腹泻供给偏紧、养殖户预期乐观等因素影响，年后仔猪补栏旺季仔猪价格或延续高位运行，仔猪补栏对应5个月后生猪出栏，仔猪价格上行对近远月猪价均形成支撑。

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。供给端，2024年末我国生猪存出栏仍未恢复至2023年同期水平，行业能繁缓慢增加叠加冬季仔猪腹泻等疫病催化，2025年猪价中枢仍有支撑。需求端，宏观政策加码带动消费复苏。生猪板块当前估值处近年来相对低位，低位配置价值显现。

周观点：生猪板块业绩持续兑现，转基因产业化扩面提速

生猪板块业绩持续兑现，板块投资价值显现。推荐：牧原股份、温氏股份、巨星农牧、华统股份、天康生物。

供需双驱猪鸡共振向上，看好白鸡景气抬升。推荐圣农发展、禾丰股份。

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。

本周市场表现（1.26-2.7）：农业跑输大盘 1.17 个百分点

本周上证指数上涨 1.63%，农业指数上涨 0.46%，跑输大盘 1.17 个百分点。子板块来看，种子板块领涨。个股来看，中基健康（+24.58%）、粤桂股份（+9.04%）、神农科技（+7.18%）领涨。

本周价格跟踪（1.26-2.7）：本周草鱼、鲈鱼、对虾、豆粕期货价格环比上涨

生猪养殖：2 月 7 日全国外三元生猪均价为 15.98 元/kg，较上周持平；仔猪均价为 31.96 元/kg，较上周持平；白条肉均价 21.48 元/kg，较上周持平。2 月 7 日猪料比价为 4.8:1。自繁自养头均利润 134.32 元/头，环比持平；外购仔猪头均利润-28.52 元/头，环比持平。

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。

【煤炭开采】煤价暂稳叠加美国提高关税，煤炭攻守兼备——行业周报-20250209

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

本周要闻回顾：煤价暂稳叠加美国提高关税，煤炭攻守兼备

本周动力煤（Q5500）CCTD 报价 761 元/吨，较节前环比跌 1 元/吨；秦港平仓价报价 753 元/吨，较节前环比持平。从供给端来看，截至 2 月 2 日，晋陕蒙三省 442 家煤矿开工率 67.8%，环比下跌 12.3 个百分点，春节期间煤矿放假致煤炭供应减弱。从需求端来看，沿海八省电厂日耗合计 152.8 万吨，环比上涨 45.9%，本周寒潮影响还在持续，上海等 7 个省会、直辖市气温创出今冬新低，支撑电厂日耗回升，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 87.8%，环比提升 4.35pct，本周布伦特原油报价 74.6 元/吨，环比下跌 3.5%，虽然特朗普对伊朗限制措施加码，但在美国加征关税及美国石油库存增加背景下，原油价格震荡下行，而在当前煤油价差下，煤化工成本依旧明显；此外，本周水泥开工率为 1.1%，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。中国国务院关税税则委员会 2 月 4 日宣布，自 2025 年 2 月 10 日起，将对原产于美国的部分进口商品加征关税，其中对美国煤炭、液化天然气加征 15% 关税。2024 年中国自美国进口煤炭总量 1213 万吨，占全年进口煤炭总量比例约 2.2%，其中自美国进口炼焦煤量约 1067 万吨，占全年炼焦煤进口量比例约 8.7%，占全年炼焦煤总供应量比例约 1.8%，故此次加征关税对炼焦煤进口供给影响相对更大，或一定程度上抬升国内炼焦煤进口成本。

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。

【计算机】周观点：DeepSeek 开启 AI 平权时代——行业周报-20250209

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 刘道遥（分析师）证书编号：S0790520090001

市场回顾：本周（2025.2.5-2025.2.7），沪深300指数上涨1.98%，计算机指数上涨13.47%。

周观点：DeepSeek 开启 AI 平权时代

（1）DeepSeek 惊艳全球，DAU21 天突破 2000 万

一方面，1月20号DeepSeek团队推出了全新开源模型DeepSeek-R1，一夜之间模型在Github上收获了4k+star，轰动国内外大模型领域。另一方面，DeepSeek应用自2025年01月11日发布，截至1月31日上线仅21天，日活跃用户DAU2215万，达ChatGPT日活用户的41.6%。DeepSeek的迅速走红，一是得益于其优越的性能，其在数学、代码、自然语言推理等任务上，性能比肩OpenAI的o1模型正式版；二是由于其在本钱端的优势，DeepSeek-R1API服务定价为每百万输入tokens1元（缓存命中）/4元（缓存未命中），每百万输出tokens16元，输出API价格只有OpenAIo1的3%。

（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AzureAI Foundry和GitHub上提供。1月30日起，AWS的用户可以在AmazonBedrock和AmazonSageMakerAI中部署DeepSeek-R1模型。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，推理侧算力及AI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；二是大模型性能大幅提升同时本钱降低，叠加AIAgent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

DeepSeek 开启 AI 平权时代，AI 应用端及推理侧算力有望广泛受益。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，受益标的包括每日互动、高伟达、汉得信息、新致软件、泛微网络、汉王科技、汉仪股份、三六零、万兴科技、彩讯股份、福昕软件、普元信息等。

推理侧算力，推荐淳中科技、海光信息、中科曙光、浪潮信息等，受益标的包括优刻得、青云科技、首都在线、寒武纪、紫光股份、工业富联、景嘉微、远东股份等；华为昇腾链，推荐软通动力、神州数码、卓易信息等，受益标的包括诚迈科技、高新发展、广电运通、烽火通信、拓维信息。

风险提示：宏观经济环境下行风险；政策落地不及预期等。

【食品饮料】春节动销符合预期，大众品机会更显著——行业周报-20250209

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：春节动销平稳过渡，食品表现优于白酒

2月3日-2月7日，食品饮料指数跌幅为0.1%，一级子行业排名第25，跑输沪深300约2.1pct，子行业中调味发酵品（+2.8%）、保健品（+2.7%）、白酒（+0.1%）表现相对领先。春节白酒动销基本符合预期，节奏前缓后急，回款与动销节奏均较往年延后。整体来看动销同比下滑，但消费结构分化显著：高端名酒品牌凭借强大的品牌影响力，销售动销保持稳健，茅台、五粮液、汾酒表现较好。大众消费集中在100-200元价格带，成为市场消费主力；次高端300元以上价位虽有部分产品动销良好，但整体增长动力不如大众价位段。春节过后，经销商和终端门店会有库存压力，不过市场价格相对稳定，渠道秩序处于较好水平。大众品中：（1）零食春节期间销售较好，消费者返乡时间提前，有力地带动了下沉市场的消费提前启动。各类终端渠道在春节期间都迎来了消费热潮，消费者在采购零食时更加注重综合体验。（2）调味品春节期间终端需求有好转，餐饮及家庭渠道同步回暖，其中餐饮修复更加明显。（3）乳制品呈现弱复苏趋势，二三四线城市成为乳制品消费的重要增长点，中高端产品在这些城市的市场渗透率逐渐提高。整体来看春节大众品动销普遍优于白酒。春节期间餐饮复苏为部分品类带来了增长机遇，在大众价格带内，产品结构优化和新兴渠道拓展仍是行业发展动力，但库存压力、市场竞争加剧等问题也是客观存在。当前我们建议关注成长性较好的零食板块、处于复苏势头的复合调味品以及啤酒板块，以及下半年关注乳制品行业原奶价格变化带来的反转机会。白酒估值与预期均处于低位，可择机低位进行配置。

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。

【化工】节后行情稳定，萤石、制冷剂静待旺季新一轮涨势——氟化工行业周报-20250209

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 毕挥（分析师）证书编号：S0790523080001 | 李思佳（联系人）证书编号：S0790123070026

本周（2月5日-2月7日）行情回顾

本周氟化工指数上涨0.64%，跑输上证综指1.00%。本周（2月5日-2月7日）氟化工指数收于3126.34点，上涨0.64%，跑输上证综指1.00%，跑输沪深300指数1.34%，跑输基础化工指数1.20%，跑输新材料指数4.79%。

氟化工周行情：制冷剂、萤石淡季坚挺，春季行情可期

萤石：据百川盈孚数据，截至2月07日，萤石97湿粉市场均价3,662元/吨，较节前持平；2月均价（截至2月07日）3,662元/吨，同比上涨11.76%；2025年（截至2月07日）均价3,662元/吨，较2024年均价上涨3.30%。

又据氟务在线跟踪，节后萤石市场仍处于假期后的调整阶段。矿企开工维持低位。后续市场逐渐明朗，产业链供需面皆利好，市场将迎新一波上涨行情。

制冷剂：截至02月07日，（1）R32价格、价差分别为43,500、29,944元/吨，较上周分别持平、-0.07%；（2）R125价格、价差分别为43,000、25,320元/吨，较上周分别持平、持平；（3）R134a价格、价差分别为44,000、25,987元/吨，较上周分别持平、-0.31%；（4）R410a价格为43,000元/吨，较上周持平；（5）R22价格、价差分别为33,000、22,990元/吨，较上周分别持平、-0.35%。其中外贸市场，（1）R32外贸参考价格为42,000元/吨，较上周持平；（2）R125外贸参考价格为42,000元/吨，较上周持平；（3）R134a外贸参考价格为42,000元/吨，较上周持平；（4）R410a外贸参考价格为42,000元/吨，较上周持平；（5）R22外贸参考价格为32,000元/吨，较上周+6.67%。

又据氟务在线跟踪，R22报盘上涨至35500元/吨；R32需求预期增速明显，当前零售报盘提升2000元/吨至43000元/吨，内外市场节奏预计同步；R134a货源紧缺现象难以缓解，企业报盘提升到44000元/吨；R404、R507因R143、R125原料提价逐步传导，多品种主流报盘43000-44000元/吨；R142b企业惜库情绪升级，R152a市场走货价格持续上涨，出厂价格提升至24000元/吨。节后市场陆续回归，但依旧等待元宵节后需求陆续复苏，按当前制冷剂市场表现来看2024年行业去库成为2025年市场新高的助推器，阶梯性上涨趋势不改。

重要公司公告及行业资讯

【制冷剂】淄博市生态环境局发布山东东岳绿冷年产6万吨R32扩产项目环评，此项目为利用现有5000吨/年R143a装置建设1套1.1万吨/年的R32装置。2025年东岳制冷剂R32配额总量为56312吨，现有在产R32产能仅为40000吨，为弥补产能不足，东岳集团预计改建项目于2025年4月建成投产。

受益标的

推荐标的：金石资源、巨化股份、三美股份、昊华科技等。其他受益标的：东阳光、永和股份、东岳集团、新宙邦等。

风险提示：下游需求不及预期，价格波动，行业政策变化超预期等。

【通信】DeepSeek 算力告急，AI 巨头资本开支仍高企，AI 算力及运营商或迎戴维斯双击——行业周报-20250209

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

DeepSeek 算力告急，全球 AI 巨头资本开支高企

2025年2月6日，DeepSeek因服务器资源紧张已暂停API服务充值。谷歌2024Q4资本开支为142.8亿美元，预计2025年资本开支约为750亿美元，Meta2024Q4资本开支为148.4亿美元，预计2025年资本开支约为600-650亿美元，微软FY2025Q2资本开支为226亿美元，预计FY2026将根据强劲的需求信号继续投入，亚马逊2024Q4资本开支为263亿美元，预计2024Q4年化资本支出率将代表2025年全年资本开支水平（即263x4，约1050亿美元）。

三大运营商接入全部Deepseek模型，有望迎“盈利+估值”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、中国移动相继宣布接入DeepSeek大模型，意味着DeepSeek成为国内首个获三大电信巨头支持的国产AI大模型。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，运营商有望迎“盈利+估值”戴维斯双击，建议重视三大运营商投资机遇。

2025 年“AI 硬件+AI 应用”齐飞，全面看好 AI 全产业链

我们认为 DeepSeek 服务器资源的紧张反映了三条重要逻辑：(1) DeepSeek 的规模发展需要算力做支撑，长期有望大幅提升 AI 算力需求，利好国产 AI 算力产业链；(2) DeepSeek 需求火爆，有望带动全球 AI 模型+AI 应用发展持续超预期，而 AI 应用的发展也需要推测侧算力做支撑，利好 AI 应用+AI 算力产业链；(3) DeepSeek 带动全球军备竞赛加剧，近期海外巨头谷歌、Meta、微软、亚马逊资本开支均亮眼，利好全球 AI 算力产业链。我们维持判断 2025 年为“AI 硬件+AI 应用”齐飞的大年：(1) 国内重点看好“AIDC 产业链+端侧 AI+运营商”三条主线；(2) 海外依旧看好 CPO、光通信、液冷、服务器电源、AEC&铜连接、空芯光纤等投资机会。

我们全面看好 AI 全产业链。一、端侧 AI。(1)【AI 手机】推荐标的：中兴通讯等；(2)【AI 玩具&机器人&自动驾驶】推荐标的：广和通等。二、AIDC 产业链。(1)【AI 芯片】受益标的：中兴通讯等；(2)【AIDC 机房】推荐标的：润泽科技等；(3)【CDN】受益标的：网宿科技等；(4)【液冷】推荐标的：英维克等；(5)【服务器】推荐标的：中兴通讯等；(6)【服务器电源】受益标的：欧陆通等；(7)【铜连接】受益标的：博创科技等；(8)【交换机及芯片】推荐标的：盛科通信等；(9)【光通信&CPO】推荐标的：中际旭创等；(10)【柴油发电机】受益标的：科泰电源等；(11)【变压器】受益标的：金盘科技等。三、运营商。受益标的：中国移动、中国电信、中国联通。

风险提示：5G 建设不及预期、AI 发展不及预期、中美贸易摩擦

【化工】建议关注粘胶短纤、氯化钾、炭黑等节后涨价品种——行业周报-20250209

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 宋梓荣（联系人）证书编号：S0790123070025

本周行业观点：建议关注粘胶短纤、氯化钾、炭黑等节后率先涨价品种

(1) 粘胶短纤：短期下游复工带动价格上涨，远期行业供给较少带动景气增长。据 Wind 数据，截至 2 月 6 日，粘胶短纤价格、价差分别为 1.37 万元/吨、3,111 元/吨，较春节前（1 月 27 日，下同）上涨 0.92%、上涨 5.89%。上游原料市场价格坚挺，成本端支撑尚存，场内库存水平不高，加之下游纱厂装置开工负荷持续提升，业者对后市信心充足，部分粘胶短纤厂家报价上调，场内高价货源增多，粘胶短纤价格小幅上涨。未来粘胶短纤新增供给较少，下游需求恢复，行业景气度有望稳步增长。(2) 氯化钾：下游复工复产，需求恢复，价格上涨。据百川盈孚数据，截至 2 月 6 日，氯化钾现货价格为 2,619 元/吨，较春节前上涨 1.35%。春假结束前，下游需求淡，发运也受限，结束后，随着报价追高，下游积极性增长，具体成交刚需跟进。(3) 炭黑：炭黑价格走势偏强，仍存持续推涨意向。据百川盈孚数据，本周 N330 主流商谈价格参考 6400-7000 元/吨，市场均价与春节前相比上调 200 元/吨。节后回来煤焦油招标价格走势强势维稳，且后市存有偏强预期，短期内炭黑方面存有支撑。叠加前期订单周期较长，出量较大，前期订单商谈完毕后，原料价格持续宽幅上涨，但炭黑价格未见明显波动，故而收假后，炭黑挺涨意向较为明显，报盘纷纷上调。

本周行业新闻：我国对美国部分进口商品加征关税，含煤炭原油等产品等

【关税】我国对美国部分进口商品加征关税，含煤炭原油等产品。据化工在线公众号报道，国务院关税税则委员会 4 日发布公告表示，经国务院批准，自 2025 年 2 月 10 日起，对原产于美国的部分进口商品加征关税。公告明确，自 2025 年 2 月 10 日起，对原产于美国的部分进口商品加征关税：对煤炭、液化天然气加征 15% 关税，对原油、农业机械、大排量汽车、皮卡加征 10% 关税。

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

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

16 / 22

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。

【计算机】华为小艺接入 DeepSeek，鸿蒙生态建设有望加速——行业点评报告-20250207

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 李海强（分析师）证书编号：S0790524070003

事件：华为小艺接入 DeepSeek

2 月 5 日，华为终端 BG 首席执行官何刚在微博发文透露，华为小艺助手已接入 DeepSeek，小艺 App 的智能体广场已上线 DeepSeek-R1 的 Beta 版，升级至原生鸿蒙最新版本即可体验。DeepSeek 有望补齐小艺 AI 能力，用户可通过小艺助手与 DeepSeek 对话，实现更加无缝的 AI 体验。

谷歌、苹果或面临反垄断调查，看好国产操作系统成长机遇

2 月 4 日，市场监管总局官网宣布，因谷歌公司涉嫌违反反垄断法，市场监管总局依法对谷歌公司开展立案调查。另据彭博社报道，国内监管机构考虑调查苹果一系列商业政策，重点关注苹果公司对应用开发者收取的高额佣金及其封闭的应用生态系统。根据 Counterpoint Research，2024 年一季度华为鸿蒙 HarmonyOS 在中国市场的份额已上升至 17%，在中国市场首次超越苹果 iOS，成为国内第二大操作系统，并在此后两个季度持续保持。我们认为谷歌、苹果或面临反垄断调查，有望进一步催生国产操作系统成长机遇。

HarmonyOSNEXT (5.0) 进展积极，2025 更值得期待

余承东在 2025 年新年信中表示，2024 年，鸿蒙生态迎来历史性突破，HarmonyOSNEXT (5.0) 正式发布，鸿蒙原生应用和元服务上架 2 万余个、鸿蒙开发者超过 720 万名、生态设备超 10 亿台，从内到外全栈自研的 HarmonyOSNEXT 实现了操作系统核心技术的自主可控，打破移动操作系统两极格局。2025 年，鸿蒙生态将采取压强投入，将 10 万个应用这一生态成熟的标志视作未来半年到一年时间的关键目标，原生鸿蒙用户挑战亿级。2025 年将是原生鸿蒙关键一年，有望为产业链伙伴带来可观业务增量。我们看好华为鸿蒙产业崛起趋势，建议重视生态伙伴投资机遇。

投资建议

鸿蒙领域重点推荐软通动力、中国软件国际、润和软件等，受益标的包括诚迈科技、普元信息、彩讯股份、润达医疗、云鼎科技、亚华电子、智微智能、九联科技、东方中科等；

昇腾/鲲鹏算力领域重点推荐神州数码、卓易信息等，受益标的包括高新发展、烽火通信、广电运通、拓维信息、常山北明等。

风险提示：产业落地不及预期；市场竞争加剧风险；公司研发不及预期风险等。

【电子】AI+端侧之 AIPC：大模型+生产力，本地化部署第一站——行业点评报告-20250206

陈蓉芳（分析师）证书编号：S0790524120002

核心观点：PC 凭借高性能硬件和生产力属性有望成为端侧模型落地首站

近期 DeepSeekR1 模型受到广泛关注，其通过架构与算法创新显著降低开发成本，并达到较为理想的模型效果，同时支持不同级别蒸馏模型（目前支持 1.5/7/14/32/70/671B 参数）的本地部署，在把大模型“缩小”的过程中尽可能地保留其能力。随着 DeepSeek 等模型在 PC 端本地部署的推进，有望带动用户体验到更高效、个性化的

AI 服务。此背景下，我们强调：模型能力决定产品体验，PC 产品体验的质变有望会带动换机浪潮。

为何本地部署第一站是 PC：强大的硬件能力与生产力属性

(1) PC：终端最宽裕的硬件性能。PC 可扩展性强，能够配置更高性能的 GPU、NPU 等以高效处理复杂运算，同时也有更大的空间配置更多存储与内存，保证模型顺利运行，手机及智能眼镜等载体则较为受限。(2) PC：AI+生产力直击消费者痛点。PC 包含生产力工具和个人管家两大属性，AIPC 能够在办公时快速处理文档、分析数据；生活里规划日程、管理事务；创作时提供灵感、高效完成设计，如豆包 2024 年 9 月发布文生视频模型，手机等设备在上述场景相对受限。

为何消费者需要 AIPC：个性化与复杂生产的需求

AIPC 的核心在于通过本地运行大模型，更定制化、更高效、更安全地解决个性化的问题。此前，AIPC 已经能够完成文生文、文生图、自动报告生成及 AI 本地知识库等功能，但由于模型能力限制，通常采用云+端混合模型方案。而目前，从 DeepSeekR1 蒸馏出的模型性能进一步提升，例如 DeepSeek-R1-Distill-Qwen-32B 分别在 AIME2024 和 MATH-500 上取得了 72.6%和 94.3%的成绩，并在大多数基准上显著超过了 OpenAI-o1-mini。同时，联想、华为等品牌厂商也将 Deepseek 接入其系统，以为用户带来更加智能、便捷的 AI 交互体验。

产业链影响猜想：

整机：整机厂在 AIPC 落地过程中起决定性的整合作用，完成技术收敛和产业缝合，交付完整的 AIPC 体验。有望受益 AIPC 渗透带来的换机需求。存储：AIPC 渗透有望带动存储需求增长与性能升级。据美光，70B 参数 4 位精度的 Llama2 模型完成 1.4Token/s 的输出大约需要 42GB 内存。少于 10B 参数的模型也需要大约 2GB 的增量内存。从联想元启系列 AIPC 观察，32GB 内存+1TB 闪存或为标配。散热：AIPC 算力与功耗提升带动散热需求，均热板/石墨散热片等高价值方案可期。PCB：低损耗+HDI 或为 PCB 的两大趋势。结构件：轻量化高端化趋势明显，此外 AI 也促进 PC 定义，如华为预计 3 月将推出的折叠屏 PC 也将带动相关需求。

受益标的

(1) 品牌整机及 ODM：联想集团、华勤科技、立讯精密、亿道信息等；(2) 散热：飞荣达、中石科技、思泉新材、隆扬电子等；PCB：奥士康、胜宏科技等；(3) 结构件：春秋电子、领益智造、蓝思科技、光大同创等；(4) 零部件：莱宝高科、翰博高新、汇创达等；(5) 芯片：海光信息、龙芯中科、芯海科技、东芯股份、聚辰股份、澜起科技。

风险提示：AIPC 渗透不及预期、AIPC 产品体验不及预期、下游需求不及预期

【传媒】新品周期驱动增长加 AI 赋能，继续布局游戏板块——行业点评报告-20250206

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004 | 田鹏（分析师）证书编号：S0790523090001

版号增加带来供给释放，游戏行业产品周期向上或继续驱动行业增长

根据伽马数据，2024 年国内游戏市场实际销售收入 3257.83 亿元，同比增长 7.53%，再创新高。游戏用户规模 6.74 亿人，同比增长 0.94%，亦为历史新高点。市场收入与用户规模同步增长其中一个重要原因即 2024 年游戏新品数量有所增加，且出现爆款大作，对市场收入增长带动作用明显。2024 年国家新闻出版署共下发游戏版号 1416 款，版号总数同比增长 32%，版号数量有望延续增长趋势。

伴随版号数量增加及研发周期推进，2025 年新游戏储备也更加丰富，主要包括腾讯：《王者荣耀世界》《无畏契约：源能行动》《洛克王国：世界》《彩虹六号》《怪物猎人》《王者万象棋》等；网易：《无限大》《漫威争锋》《七日世界》《界外狂潮》（3 月 7 日全球公测）、《代号：奇旅》《漫威秘法狂潮》《四方域之诗》等；心动公司：《伊瑟》《仙境传说 RO：守护永恒的爱 2》；恺英网络：《龙之谷世界》（2 月 20 日上线）、《盗墓笔记：启程》（2025 年上线）、《王者传奇 2》；吉比特：《杖剑传说》《亿万光年》《开罗全能经营家》等；完美世界：《异环》等。

2025H1 游戏板块业绩增速有望迎来拐点

2025 年春节期间游戏消费需求火热,《王者荣耀》充值服务器在除夕(1 月 28 日)因访问人数太多出现故障;《和平精英》除夕当天 DAU 超 8000 万。根据申万行业指数,2024 年 Q1-Q3 游戏板块归母净利润同比增速分别为-36%/-30%/-22%,或受 2023 年高基数影响,业绩增速有所下滑。在 2024H1 低基数及新游戏上线后利润逐步释放影响下,2025H1 游戏板块有望迎来业绩增速拐点。此外,苹果在欧盟经过反垄断处罚后,抽成比例从 30%、15% 两档,下调至 17%、10%,未来国内苹果分成或也具备下调空间,进一步增厚游戏公司业绩。

DeepSeek 发布有望加速赋能游戏产业,建议继续加大游戏板块配置力度

DeepSeek 通过其强大的 AI 能力,有望显著提高游戏开发的效率。例如,利用 DeepSeek 可以快速生成数百个符合用户需求的场景,大幅缩短开发周期。DeepSeek 还支持生成游戏角色、编写人物小传、设计剧情等复杂任务,这使得游戏策划和开发变得更加高效。DeepSeek 的低成本优势使其成为游戏开发中的经济选择,其推理成本为每百万 token 0.14 美元,远低于主流模型,大幅降低了企业开发成本,有助于推动 AI 技术在游戏行业的普及。此外,DeepSeek 能够根据游戏开发者的需求生成开放世界地图、剧情设定等创意内容,为游戏提供丰富的玩法和故事背景。DeepSeek JanusPro 版本的多模态能力(如文本生成图像)进一步扩展了游戏内容的可能性。基于行业产品周期向上、业绩有望迎来拐点,以及 AI 赋能,我们建议继续加大游戏板块配置力度,重点推荐心动公司、网易-S、腾讯控股、姚记科技、恺英网络、神州泰岳、哔哩哔哩-W、创梦天地、盛天网络、吉比特、完美世界,受益标的包括星辉娱乐、掌趣科技、巨人网络、游族网络、宝通科技、三七互娱等。

风险提示:新游上线时间或表现不及预期;游戏行业政策具有不确定性。

【化工】乙二醇：跬步已积，行将致远——行业深度报告-20250206

金益腾(分析师)证书编号: S0790520020002 | 张晓锋(分析师)证书编号: S0790522080003 | 宋梓荣(联系人)证书编号: S0790123070025

下游聚酯产业链蓬勃发展,未来乙二醇产能增量有限,景气有望继续上行

2020 年以来,乙二醇下游产能均在持续扩产,带动乙二醇需求增长。根据百川盈孚数据,2020 年以来,涤纶短纤、涤纶长丝、聚酯瓶片等主要乙二醇下游均在持续扩产,持续带动乙二醇需求增长。2020-2024 年,涤纶短纤、涤纶长丝、PET 瓶片产能分别增长了 248、779、734 万吨,合计 1,761 万吨,或带动乙二醇需求 590 万吨,乙二醇表观消费量由 2020 年的 1,870 万吨增长至 2024 年的 2,487 万吨。2022 年以来,国内新增产能有限、海外净进口量降低、下游持续扩产,供需共振下,乙二醇景气度持续上行。2024 年 8 月以来,乙二醇乙烯制、煤制工艺开工率呈现上升趋势,乙二醇市场库存持续下降,价格逐渐上涨。2025-2026 年,聚酯产业链仍在继续扩张,而乙二醇产能增量或较为有限,乙二醇重心有望继续上移。

2025-2026 年,聚酯产业链仍将继续扩产,或继续拉动乙二醇需求

涤纶长丝方面,2025 年新增产能总规划为 215 万吨,若规划产能均投产,预计拉动乙二醇需求 72.03 万吨/年;2026 年,涤纶长丝新增产能总规划为 555 万吨,若规划产能均投产,预计拉动乙二醇需求 185.93 万吨/年。涤纶短纤方面,2025 年行业规划新增产能为 88 万吨,2026 年为 60 万吨,两年规划新增产能合计为 148 万吨,若这些新增产能如期投产,有望拉动乙二醇需求 49.58 万吨。我们预计,随着 2025 年国内外宏观经济继续复苏,涤纶长丝、涤纶短纤的这些新增产能有望被逐步消化。PET 瓶片方面,2025 年行业合计规划 360 万吨新增产能,若完全投产,有望拉动乙二醇需求合计 120.6 万吨/年。

乙二醇产能扩张接近尾声,国内、外供应增幅有所减少

2022 年以来,乙二醇产能增长放缓。根据百川盈孚数据,2020-2022 年,乙二醇产能由 1,553.9 万吨增长至 2,577.4 万吨,产能增速分别为 45.81%、34.56%、26.14%,快速的产能投放导致乙二醇供过于求,乙二醇企业利润大幅承压,乙二醇新增产能放缓。2022-2023 年,乙烯制和煤制乙二醇毛利润均为负值,各工艺普遍深度亏损,诸多新增

乙二醇产能规划纷纷取消、放缓。2023-2024 年，乙二醇产能分别为 2,762.2、2,792.2 万吨，同比仅增长 7.32%、1.06%。同时海外装置盈利亦下降，部分海外装置淘汰，乙二醇净进口量也在逐年减少，由 2020 年 1,048 万吨下降至 2024 年的 639 万吨。2023 年以来，乙二醇国内、外供应增量有限。在乙二醇需求增长、产能增幅有限背景下，乙二醇重心有望上移。

【推荐标的】：荣盛石化、恒力石化；

【受益标的】：万凯新材（含转债）、丹化科技（含 B 股）、东方盛虹、卫星化学、新疆天业。

风险提示：部分原先转、停产的煤制乙二醇装置复产、下游聚酯产能扩张不及预期、原油价格大幅下跌。

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