

首席周观点：2025 年第 6 周

2025 年 2 月 6 日

首席观点

周度观点



刘航 | 东兴证券电子行业首席分析师

S1480522060001, 021-25102909, liuhang-yjs@dxzq.net.cn

电子行业：维信诺（002387.SZ）：重大资产重组有序推进，公司积极响应 OLED 中尺寸需求

公司拟进行重大资产重组收购合肥维信诺，助力巩固 AMOLED 国内领先地位。根据 2024 年 12 月 26 日公司的发布重大资产重组公告：上市公司拟向合屏公司、芯屏基金、兴融公司发行股份及支付现金购买其所持有的合肥维信诺 40.91% 股权，本次交易前，维信诺持有合肥维信诺 18.18% 股权。交易完成后，维信诺将持有合肥维信诺 59.09% 股权，合肥维信诺将成为上市公司控股子公司。标的公司在国内 AMOLED 领域的技术和量产优势明显，一方面其建设的第 6 代全柔 AMOLED 产线，是目前国内先进的中小尺寸平板显示产线，较上市公司目前已经建设完成的产线在技术上有进一步提升，可适应更高端的终端应用场景，提升上市公司在技术和产品上的竞争力；另一方面标的公司规划产能 3 万片/月，重组后可提升上市公司整体产能和资产规模，发挥规模优势，并在生产、研发、采购和销售等方面与上市公司实现较强的协同效应。本次交易对上市公司提升整体 AMOLED 出货规模、拓展下游客户和新型应用领域、抢占并巩固 AMOLED 国内领先身位具有重要意义。

AMOLED 全球市场规模稳步扩大，渗透率持续提升，公司积极投建 8.6 代 AMOLED 产线。随着智能终端设备的发展以及其终端厂商对 OLED 显示面板的进一步认可，AMOLED 全球市场规模稳步扩大，从智能手机领域向平板、笔电、车载显示面板等领域不断渗透。根据 Omdia 数据显示，2023 年至 2028 年，预计 IT 产品 AMOLED 面板出货年复合增长率达 56%，车载显示 AMOLED 面板出货年复合增长率达 49%，AMOLED 将进一步提升中尺寸增量市场份额。公司积极响应 AMOLED 中尺寸市场需求，布局高世代 OLED 产线，根据公司 2024 年 8 月 30 日公告，为积极响应 AMOLED 中尺寸市场需求，公司与合肥市政府签订了《维信诺第 8.6 代 AMOLED 生产线项目投资合作备忘录》，拓展以平板、笔电、车载等为代表的中尺寸应用领域。

公司产品量价齐升，2024 年前三季度营收增长显著。2024 年前三季度公司实现营业收入 58.47 亿元，同比增长 41.95%；实现归母净利润为 -17.97 亿元，同比增长 29.22%，产品量价齐升，盈利能力同比大幅改善。2024 年前三季度公司整体毛利率为 -8.05%，较 2023 年前三季度提升 27.51 pcts，主因系产品价格上涨及产品结构优化。现金流方面较 2023 年前三季度有显著改善，得益于公司营收规模增大及销售回款增加，前三季度经营活动产生的现金流为 5.86 亿元，同比增加 184.88%。受中尺寸 AMOLED 产品销售规模较大幅度增加，公司营收增长显著。

公司盈利预测及投资评级：公司是手机 OLED 领军企业，受益于高端产品渗透与国产化进程，公司业绩迎来释放期。预计 2024-2026 年公司 EPS 分别为-1.61 元，-1.03 元和-0.11 元，维持“推荐”评级

风险提示：（1）客户导入不及预期；（2）扩产进度不达预期；（3）OLED 产品渗透不及预期。

参考报告：《维信诺（002387.SZ）：重大资产重组有序推进，公司积极响应 OLED 中尺寸需求》，2025-01-24



张天丰 | 东兴证券金属首席分析师

S1480520100001, 021-25102914, Zhang_tf@dxzq.net.cn

金属行业：2025 年投资展望--流动性周期切换叠加库存周期开启或催化金属行业强势周期再现

我们自 2019 年至今持续深度有效的追踪黄金行业定价变化。2019-2024 年，我们从 1000 美元/盎司附近明确提示黄金行业历史大底显现，我们在业内首个提出巴塞尔协议 III 提升黄金资本属性，我们对黄金行业定价逻辑进行细致拆分并且于黄金升至 2000 美元/盎司后再度在强市场分歧下坚定呼吁关注黄金资产的配置机会。当前，我们认为黄金在资本属性再定义下的定价逻辑质变将推动金价攀升至 3000 美元/盎司之上。

黄金市场的定价逻辑已经发生质变。传统的纯金融属性定价方式显现弱化，而商品供需属性的定价方式明显强化，黄金金融属性决定价格弹性而供需属性决定价格韧性。

黄金供需：已进入商品定价层面上结构性偏紧状态，价格将呈现趋势性的易涨难跌。供需基本面将决定黄金定价的底部中枢，供需结构偏紧是 2022 年及 24 年 5-6 月金价显现强抗跌性的原因。

黄金供应：全球矿产金供应已进入低增长阶段，矿金产出成本提升与供给增速承压相印证。2013 年全球矿产金供给增速高点过后显现趋势性下滑，至 2020 年受疫情影响该数据已出现近 5% 的收缩。2011-2016 年均产量增速+4.16%，但 2017-2022 年均产量增速仅为 0.67%，2023 年全球矿产金实际产量增速仅有 0.53%。从十年供给维度观察，近十年全球矿产金年均产量仅维持在 3420 吨左右。考虑到矿产金供给占黄金供给总量约 75%，显示全球黄金实际有效供给已经极为刚性。此外，地下开采生产成本的提高及矿石品位下滑导致矿产金生产成本的攀升，24 年中旬全球黄金全部维持成本已升至 1358 美元/盎司，考虑到近两年新增项目融资成本的攀升及大宗商品价格的高企，预计全球黄金生产成本近两年将维持高位，意味着全球矿产金供给仍将呈刚性承压特点。

黄金需求：已经发生结构性质变，需求具有强韧性及强弹性。近十年黄金消费结构性变化显

示，央行及ETF消费增速增长明显；而珠宝首饰、金条金币和科技消费维持稳定特征。全球黄金年均消费量均值约4350吨，其中央行购金连续两年升至1000吨之上，推动黄金需求曲线右移20%以上并带动黄金现货溢价攀升；实物持仓ETF近两年受利率成本偏高影响而持续流出，考虑到利率市场常态化的回归，预计2025年开始将由净流出转至每年约450吨左右净流入，对后期黄金需求仍有10%以上的推动空间。

央行购金的最本质原因：巴塞尔协议III确定黄金在银行体系中由三级资产转为一级资产。巴塞尔协议III自2019年3月29日起：各国央行可以将按市值计价的黄金持有量计算为现金持有量。黄金成为与货币具有同等地位的一级资产，即可用以扩充资产负债表的核心资产。黄金货币属性强化，对美元形成趋势性替代。

黄金传统金融市场定价层面：避险溢价、汇率平价、流动性溢价及通胀平价四大核心要素均在发酵。从1971年以来的数据观察，黄金在通胀率2%-5%及高于5%阶段的平均年回报率分别达到8.5%及22.5%，远高于同期商品平均涨幅。如果观察滞胀阶段，黄金是滞胀时期最佳的配置资产，年度平均回报率达到20%，远高于商品、债券及股票类资产。当前黄金价格未能有效反映通胀溢价，现货黄金定价仍将显现易涨难跌，远期黄金通胀平价价格或至3000美元/盎司之上。

风险提示：全球流动性超预期紧缩，央行购金节奏发生趋势性逆转，黄金现货大幅折价交易等。

参考报告：《金属行业 2025 年投资展望：流动性周期切换叠加库存周期开启或催化金属行业强势周期再现》，2024-12-24



刘田田 | 东兴证券轻工纺服首席分析师

S1480521010001, 010-66554038, liutt@dxzq.net.cn

商贸零售行业：春节消费活力足，2025 重点关注兴趣消费

2025 年春节整体数据良好，消费活力初现。2025 年春节期间，全国消费市场呈现出强劲的增长态势。商务部数据显示，春节假期前四天，全国重点零售和餐饮企业销售额比去年同期增长 5.4%，重点监测餐饮企业营业额同比增长 5.1%。此外，全国重点监测零售企业家电、通讯器材销售额同比增长 10% 以上。

结构性亮点突出，服务消费爆发。餐饮消费方面，新华社 2 月 2 日的报道援引美团数据显示，“年夜饭预订”“年夜饭餐厅推荐”相关搜索量月环比提升 256%，年夜饭线上预订量同比增长 305%，1 月以来，该平台“非遗”主题团购套餐订单量同比增长超 2 倍。电影票房方面，2025 年春节档电影票房再创新高，大年初一票房为 18.05 亿元，观影人次为 3515.12 万。截至 2 月 2 日春节档电影总票房突破 70 亿元。春黄金珠宝方面，春节期间黄金价格涨幅较好，消费者购买黄金的热情高涨。我们认为随着消费代际变迁，即 Z 世代成为消费主力，推动各

种服务消费，尤其是悦己型服务消费的增长。

以旧换新政策在春节期间继续激发活力。随着消费品以旧换新政策落地，更多“换新”过大年成为春节一个重要现象。商务部数据显示，年初至1月31日0时，全国共收到2025年汽车以旧换新报废更新补贴申请5.7万份；消费者购买12大类家电以旧换新产品179.3万台，申请手机、平板、智能手表（手环）3类数码产品购新补贴1714.5万件。

春节期间的消费趋势有望延续。未来消费趋势看，需求端短期政策需精准发力针对耐用品消费、农村市场等潜力领域，可加大以旧换新补贴、完善县域商业体系。创新加强供给创造需求，通过文旅IP打造、国潮品牌升级、银发经济开发等，培育新消费增长点。

展望2025年，政策有望持续激活消费市场活力，消费呈现出商品消费向性价比倾斜，服务消费向兴趣消费倾斜的趋势。2024年12月中共中央政治局会议表示要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。会议将扩大内需提升至重要位置，反映了提振消费的必要性和重大决心。根据各部门后续解读来看，创新型消费和服务型消费或为未来发展的主要方向。聚焦到2025年，我们认为消费整体呈现出以下特点：一是，整体的消费风格仍偏向理性和高性价比；二是，从“商品消费”转向“服务消费”，消费者更愿为健康、文化、情感体验付费。围绕“情绪消费”的赛道，如潮玩、美妆，以及会因此获益的线下零售渠道，和围绕“新”的赛道，包括新概念、新消费客群、新技术等在2025年预计有好的表现。

投资策略：未来建议关注以下细分赛道的机会：1、继续关注化妆品、医美悦己型消费。化妆品关注国货美妆龙头市场份额提升，医美行业渗透率提升带动市场扩容，关注新品上市后新增长曲线的打造。2、潮玩行业，“兴趣消费”的直接受益者。兴趣消费相关概念仍是消费增长的主力。直接生产或运营IP的品牌商和零售商是IP经济和谷子经济兴起的最大受益者，如泡泡玛特、名创优品等。

风险提示：消费需求不足，政策出台落地不及预期，市场竞争加剧等

参考报告：《商贸零售行业：春节消费活力足，2025重点关注兴趣消费》，2025-02-05



任天辉 | 东兴证券机械首席分析师

S1480523020001, 18810872791, renth@dxzq.net.cn

机械行业：人形机器人或解决定制化痛点

人形机器人有望解决定制化痛点。根据企业的杜邦分析模型，资产回报率为价格、销量和周转率的函数，价格对应着满足定制化的较高毛利率；销量对应着大批量生产的成本摊薄；周转率对应着提高生产效率的敏捷生产低库存。工业机器人的普及解决了低成本、批量化、大规模生产的痛点，而工业互联网利用传感器和互联网让生产设备互联，通过动态配置的单元

式生产，从过去落后的面向库存生产模式转变为面向订单生产模式，在一定程度上缩短了交货期，并能够大幅度降低库存，甚至零库存运行。当前工业生产的最后一个痛点在于低成本、大规模、及时性满足客户定制化的需求，而人形机器人作为人工智能的载体，以强大的灵活性和交互性将传统的笨重而固定的生产线嵌入到工业制造的各个环节，打通了消费者个性化需求的最后一公里。从整机成本来看，核心零部件分别是传感器、电机、丝杠和减速器。

传感器或存较强的差异化盈利空间。尽管传感器行业市场规模庞大，但是传感器行业需要较高的定制化程度，需要匹配产品进行长周期的逆向研发才能推出专用的传感器，通用化程度较低，没有大单品的逻辑，因此也提供了较强的差异化盈利空间。有望受益标的：柯力传感（603662）、东华测试（300354）。

电机需要高度定制化生产。目前电机市场参与者众多，电机型号纷繁复杂，针对人形机器人的电机需要高度定制化生产，目前供应链格局仍具有较大的不确定性。其中，空心杯电机是人形机器人灵巧手的关键零件，空心杯应用领域较高端，设计及制造壁垒高，市场空间相对无刷、伺服等通用产品更小。国内部分厂商在空心杯领域亦有布局，未来随人形机器人普及有望打开市场空间。有望受益标的：鸣志电器（603728）、兆威机电（003021）、拓邦股份（002139）、微光股份（002801）。

丝杠标准化程度较高。丝杠作为传动部件，是标准化程度较高的零部件产品，相对于人形机器人其他零部件，其核心壁垒在于高端机床等设备和批量化生产能力。丝杠是将旋转运动变成直线运动的传动附件，具备较高的承载力和精度。有望受益标的：恒立液压（601100）、贝斯特（300580）。

减速器国产替代空间广阔。减速器是连接动力源和执行机构的中间机构，具有匹配转速和传递转矩的作用，是机器人使用的精密传动装置。根据负载不同，减速器可划分为谐波减速器、行星减速器和RV减速器，部分领域减速器已可以实现国产替代。有望受益标的：双环传动（002472）、绿的谐波（688017）、中大力德（002896）。

工业机器人在场景应用具有先发优势。整机制造方面，当前全球参与者已经有数十年的研发经验，波士顿动力Atlas、本田ASIMO、KAIST HUBO、优必选Walker、Agility Digit均为经典产品代表。国内厂商包括小米、小鹏、傅利叶、智元、宇树、达闼、追觅、开普勒等厂商也在加速入局人形机器人领域。正如前文提到，人形机器人既需要极强的运动控制能力，也需要强大的感知和计算能力。与工业机器人一样，未来人形机器人主要核心竞争力来自于应用场景的嵌入，正如国产工业机器人控制器与外资的差距主要在软件层面，国内在硬件上具备生产能力，但在算法水平和二次开发平台易用性方面与国际水平有差距。控制器的算法对运动精度有直接影响，国外四大机器人家族在控制器算法方面具有先发优势，尤其在规模大、增速高的汽车、3C等行业应用经验积累深厚。从2023年工业机器人细分领域增速来看，部分细分领域出货量下滑，需求阶段性饱和。针对需求不振的市场现状，国产机器人企业推广高附加值应用，逐步替代其他自动化设备和有一定技术壁垒的人工，针对细分行业提供多样化服务、丰富产业矩阵、增加专机研发，更加注重性价比。未来人形机器人的普及有望为国产机器人厂商提供全新起点，进而缩小差距。人形机器人产业链或依托较为成熟的工业机器人产业链。可关注在细分领域具有竞争优势的工业机器人厂商。有望受益标的：汇川技

术（300124，强烈推荐）、埃斯顿（002747）。

风险提示：行业政策出现重大变化、市场发展不及预期、技术进步不及预期等。

参考报告：《机械行业：人形机器人或解决定制化痛点》，2024-11-22



刘蒙 | 东兴证券计算机行业分析师

S1480522090001, 18811366567, liumeng-yjs@dxzq.net.cn

计算机行业：DeepSeek 提振国产大模型信心，有望促进 AI 行业发展

事件：（1）2024 年 12 月底，DeepSeek-V3 正式发布，DeepSeek-V3 为自研 MoE 模型，671B 参数，激活 37B，在 14.8T token 上进行了预训练；

（2）2025 年 1 月底，DeepSeek-R1 发布，性能对标 OpenAI o1 正式版。

点评：

算法+工程创新提升 DeepSeek-V3 模型效率，后训练阶段使用强化学习技术增强 R1 推理能力。（1）模型表现优异，DeepSeek-V3 多项评测成绩超越了 Qwen2.5-72B 和 Llama-3.1-405B 等其他开源模型，并在性能上和世界顶尖的闭源模型 GPT-4o 以及 Claude-3.5-Sonnet 不分伯仲；DeepSeek-R1 在后训练阶段大规模使用了强化学习技术，在仅有极少标注数据的情况下，极大提升了模型推理能力。在数学、代码、自然语言推理等任务上，性能比肩 OpenAI o1 正式版；（2）推理效率提升，通过算法和工程上的创新，DeepSeek-V3 的生成吐字速度从 20 TPS 提高至 60 TPS，相比 V2.5 模型实现了 3 倍的提升，使用体验更加流畅；（3）成本大幅降低，DeepSeek-V3 和 R1 在 web 端和 APP 端可免费试用，调用 API 方面，DeepSeek-V3 模型 API 服务定价调整为每百万输入 tokens 0.5 元（缓存命中）/ 2 元（缓存未命中），每百万输出 tokens 8 元；DeepSeek-R1 API 服务定价为每百万输入 tokens 1 元（缓存命中）/ 4 元（缓存未命中），每百万输出 tokens 16 元。

推理与多模态为大模型趋势，成本降低有利于大模型产品商业化落地进程。我们在《计算机行业 2025 年投资展望：信创、AI 应用构投资主线，新质生产力领域具结构机会》（2024 年 12 月 31 日）报告中指出，多模态、复杂推理能力提升仍为大模型迭代趋势，DeepSeek-R1 低成本推出更是加速市场对大模型推理能力提升的认知及需求，有望促进大模型产品商业化落地进程。据 AI 产品榜统计，DeepSeek 应用(APP)日活跃用户 DAU 第 5 天超过 ChatGPT，第 15 天是 ChatGPT 的 2 倍，达 259 万日活跃用户，成为全球增速最快的 AI 原生应用。R1 的推出及爆火验证了市场对大模型能力提升及成本下降的敏感度依然较高，从整个 AI 市场来看，成本下降带来的用户量提升的弹性较大，有望促进整个行业商业化落地进展提速。

投资建议：DeepSeek-V3 及 R1 的推出提振国产大模型信心，验证大模型发展趋势，有望促进大模型商业化落地进程，（1）基础设施供应商如中科曙光、浪潮信息（通信组覆盖）等；（2）已发布通用大模型或积极探索 AI 行业应用落地的科大讯飞、昆仑万维、三六零、拓尔思等公司，以及（3）具备 AI 应用落地场景的相关标的，如金山办公、福昕软件等公司有望受益。

风险提示：大模型产品迭代不及预期、科技摩擦加剧影响行业发展、AI 产品化商业化落地不及预期风险。

参考报告：《DeepSeek 提振国产大模型信心，有望促进 AI 行业发展》，2025-02-06

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我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。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。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利益关系。在法律许可的情况下，我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级(A股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级(A股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526