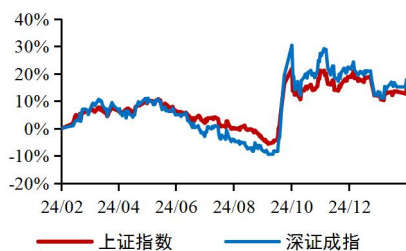


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 2 月 7 日 星期五

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	3,270.66	1.27
深证成指	10,393.63	2.26
沪深 300	3,842.83	1.26
中小板指	6,505.71	2.95
创业板指	2,120.75	2.80
科创 50	1,011.22	2.89

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】

- 【山证煤炭公用】电力月报-12 月用电量增速环比回升，看好后续需求修复
- 【行业评论】消费者服务：2025 年春节假期旅游市场点评-首个非遗春节旅游市场平稳增长，反向出行拉升低线城市旅游热
- 【行业评论】计算机：DeepSeek 有望推动 AI 应用生态加速繁荣
- 【公司评论】森麒麟(002984.SZ)：森麒麟-全年业绩高增长，摩洛哥工厂放量可期
- 【行业评论】诺华制药（Novartis）更新：2024 年业绩符合指引，肿瘤、自免、慢病创新药陆续放量



【今日要点】

【山证煤炭公用】电力月报-12月用电量增速环比回升，看好后续需求修复

胡博 hubo1@sxzq.com

【投资要点】

➤ 电力月度数据：

➤ **12月行情回顾：**12月CS电力及公用事业板块上涨1.49%，沪深300指数上涨0.47%，电力及公用事业跑赢大盘1.02个百分点，涨跌幅位列6/29。中信三级行业分类板块中，火电上涨0.79%，水电上涨7.13%，燃气上涨0.88%。

➤ **用电端：**1-12月全社会用电量实现高速增长，12月除城乡居民用电量外当月同比增速均实现环比回升。1-12月全社会用电量累计实现98521亿千瓦时，同比增长6.8%，较去年同期高0.1pct。12月当月全社会用电量实现8835亿千瓦时，同比增长3.2%。1-12月各部门用电量均维持增长，除城乡居民用电量外当月同比增速均实现环比回升。

➤ **发电端：**1-12月发电量增长；12月核电发电增速提升。1-12月，规模以上电厂累计发电量94181亿千瓦时，同比增长4.6%，较去年同期增加0.57pct，较1-11月下降0.4pct；其中，火电发电量63437亿千瓦时，同比增长1.5%，占比达67.4%；水电发电量12743亿千瓦时，同比增长10.70%，占比13.5%；风电发电量9361亿千瓦时，同比增长11.1%，占比9.9%；核电发电量4449亿千瓦时，同比增长2.7%，占比4.7%；光伏发电量4191亿千瓦时，同比增长28.2%，占比4.4%。12月当月，规模以上电厂发电量8462亿千瓦时，同比增长0.6%；其中火电同比下降2.6%，水电同比增长5.5%，风电同比增长6.6%，核电同比增长11.4%，光伏同比增长28.5%。

➤ **高频跟踪：**12月火电成本端同比改善，来水情况较去年同期有所下降。

➤ 点评与投资建议：

➤ **12月当月用电量增速较11月有所增长，分部门除城乡居民用电量外当月同比增速均实现环比回升。**用电侧，12月我国平均气温较历史同期偏高，全社会及分部门用电增速均维持增长趋势但同比增速较去年同期有所放缓，但随着经济活动复苏，分部门除城乡居民用电量外当月同比增速均实现环比回升。长期来看，未来新质生产力发展及电能替代趋势推动下，用电量需求或将进一步提升，且我们认为短期用电量增速或仍将高于GDP增速；其中长三角及粤皖地区新兴产业布局较早、规模占比较高，且相关产业如光伏制造、AI数据中心等多为新高耗能产业，预期上述地区用电需求增长弹性较大。发电侧，火电板块：短期来看，上游燃料价格大幅反弹可能性较弱，利好火电板块成本端；水电对火电电量挤占影响进一步削弱，预计后续火电电量持续向好；长期来看，煤电容量电价机制逐步推进，通过容量电价回收固定成本的比例逐步提升，两部制电价将持续支撑火电企业稳定盈利能力及分红能力；新型

电力系统建设下火电辅助服务收入有望提升；火电标的商业模式改善下的新价值点仍有待市场挖掘。水电板块：短期来看，来水持续性需持续跟踪；长期来看，水电资本开支高峰已过，市场化改革背景下电价或仍将上行，且随着资本结构的持续优化，分红比例仍有提升空间。风电板块：受益于风资源边际改善及装机增长，风电发电量高增，长期来看，海风项目仍处于进度初期后续景气度有望持续提升，我们认为福建省海上风电具有风资源好、靠近负荷中心的优势，消纳压力小，后续机组建设成本降低及技术升级改造、竞配电价机制的优化以及部分公司直配额度的获取有望提高海风项目收益率水平。

- 建议关注：区域优势更为显著的长三角火电公司【皖能电力】、【申能股份】、【浙能股份】、【上海电力】；福建海风项目推进下的弹性标的【中闽能源】；充分受益电力市场改革成果的全国性电厂【国电电力】、【华电国际】；业绩稳健红利逻辑的【长江电力】。
- 风险提示：电力市场化交易造成上网电价波动；动力煤价格上涨；用电需求不及预期。

【行业评论】消费者服务：2025年春节假期旅游市场点评-首个非遗春节旅游市场平稳增长，反向出行拉升低线城市旅游热

王冯 wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

- 事件描述：
- 春节小长假旅游市场整体情况：春节假期 8 天，全国国内出游 5.01 亿人次，同比增长 5.9%；国内出游总花费 6770.02 亿元，同比增长 7.0%。
- 事件点评：
- 交通运输：自驾出行仍是春运主力，铁路、航空、道路客运等营业性客运量增长势头明显。2025 年春节假期 8 天，全社会跨区域人员流动量超 23 亿人次，同比增长 6%。其中，铁路客运量 9612 万人次，公路人员流动量 21.88 亿人次，水路客运量 935.3 万人次，民航客运量 1828.58 万人次。春节假期期间，受走亲访友、旅游出行等影响，正月初三起，全国客流迅速上升，每日客流均超 3 亿人次，省际出行占比约 25%。
- 出入境游：春节假期共 1436.6 万人次中外人员出入境，较去年春节同期增长 6.3%。其中，内地居民出入境 767.1 万人次/+5%；港澳台居民 573.7 万人次/+5.6%；外国人 95.8 万人次/+22.9%。
- 免税：2025 年春节黄金周期间三亚离岛免税销售额达 14.4 亿元。其中，2 月 1 日-4 日，单日免税销售额连续四日突破 2 亿元。2025 年以来截至 2 月 5 日，免税销售额同比增长 18.1%，购物人数、进店人数分别增长 21.9%和 13.8%，创历史同期新高。
- 餐饮：促消费政策叠加节假日效应，餐饮、零售消费市场热力十足。据商务部商务大数据监测，

2025 年春节期间，全国重点零售与餐饮企业销售额同比增长 4.1%，网上零售额同比增长 5.8%。消费品“以旧换新”政策持续显效，重点监测零售企业家电、通讯器材销售额同比增长 10% 以上。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%，年夜饭线上预定量同比增长 305%。

- **投资建议：**2024 年 12 月“春节”正式入选联合国教科文组织人类非物质文化遗产代表作名录，2025 年春节是申遗成功后的首个春节，且假期天数增加至 8 天，团聚属性+假期天数延长推动居民消费热情提升。我们建议关注：1) 出入境游：2025 年预计免签政策带动入境游持续恢复；2) 酒店：县域城市反向旅游等出行方式带动下沉市场住宿需求增长，酒店行业整体连锁化率和产品结构仍有较大提升和优化空间。3) 餐饮：品质化服务和注重性价比的“小而美”的餐饮业态和模式迎来发展时刻。
- **风险提示：**居民消费水平不及预期风险；极端天气影响居民出行风险；行业系统性风险。

【行业评论】计算机：DeepSeek 有望推动 AI 应用生态加速繁荣

方闻千 fangwenqian@szxq.com

【投资要点】

- **事件描述：**
- 1 月 20 日，DeepSeek R1 模型正式发布，在数学、代码、自然语言推理等任务上的性能比肩 OpenAI o1 正式版，目前已在网页端、APP 端和 API 全面上线。DeepSeek 在开源 DeepSeek R1 Zero 和 DeepSeek R1 两个 660B 模型的同时，蒸馏并开源了 6 个小模型，其中 32B 和 70B 模型在多项能力上实现了对标 OpenAI o1 mini 的效果。
- **事件点评：**
- DeepSeek R1 和 V3 模型在强化学习、MoE 架构、MTP、PTX 编程等多个维度进行全方位优化，整体性能对齐国际顶尖大模型。DeepSeek 模型优异的性能主要得益于其团队在多个维度进行系统性优化，其中，1) 强化学习：DeepSeek R1 模型直接从 V3 基础模型实施强化学习训练，成为首个无监督微调的强化学习训练模型，在激发模型自我学习能力的同时降低数据标注的成本；2) MoE：相比于 GShard 等传统 MoE 架构，DeepSeek MoE 专家粒度更细，其拥有 256 个路由专家和 1 个共享专家，能够大幅提升模型性能；3) MTP：即多 token 预测，通过提前预测部分输出 token，DeepSeek 模型效率得到显著提升；4) PTX 编程：DeepSeek 开创性地采用类似汇编语言的英伟达并行线程执行（PTX）编程，而非完全依赖 CUDA，PTX 作为一种非常接近底层硬件的指令集架构，使 DeepSeek 团队能够实现更细粒度的优化操作。此外，DeepSeek 还支持 FP8 精度训练、使用多头潜在注意力机制等实现高效训练和推理。
- **对应用的影响：**模型性能提升叠加调用成本下降，AI 应用发展有望加速。凭借架构创新和工程优化，DeepSeek 用更少的数据和更低的成本就研发出性能比肩 OpenAI o1 的模型，目前包括国内的百度、腾



讯及海外的微软、亚马逊等在内的大型 CSP 均已接入 DeepSeek 模型，通过其云平台向 AI 应用开发者及用户输出模型能力。同时，DeepSeek R1 的使用成本大幅低于 o1 模型，DeepSeek R1 API 的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，而 o1 的输入价格为每百万 tokens 55 元（缓存命中）/110 元（缓存未命中），输出价格为每百万 tokens 438 元。基于 DeepSeek 等低成本的高性能模型，上层 AI 应用的开发及落地有望加速，根据 AI 产品榜数据，DeepSeek APP 上线 20 天日活突破 2000 万，已成为全球增速最快的 AI 应用，同时，部分初创公司已开始从 OpenAI 模型向 DeepSeek 切换，其中，企业级 AI 代理开发商 SuperFocus 将从 GPT-4o 等模型转向 DeepSeek。

- **对算力的影响：**推理算力需求有望爆发，国产芯片厂商将充分受益。在训练端，虽然 DeepSeek V3 论文中公布的 557.6 万美元训练成本仅考虑了正式训练阶段，不包括与此前架构、算法和数据研究及消融实验相关的成本，但我们认为，基于 DeepSeek 的算法创新和工程优化效果显著，其总训练成本仍将显著低于其他主流模型，而这将推动中小型大模型厂商沿着 DeepSeek 的路径再次大力投入模型研发，从而助推训练算力需求持续增长；在推理端，DeepSeek 有望促进 AI 应用发展提速，进而显著刺激推理算力需求。由于 AI 推理对单个集群的算力要求远低于训练，而更关注推理效率和性价比，ASIC 以及国产芯片有望逐步抢占英伟达 GPU 的份额，目前华为昇腾、海光信息、寒武纪、昆仑芯等国产 AI 芯片第一梯队厂商正加速追赶英伟达，其中，昇腾 910B 已基本可对标 A100，成为国内互联网厂商国产训练芯片的首选，而寒武纪、海光信息、昆仑芯新一代主力产品思元 590、深算三号、昆仑芯 3 代未来有望对 H20 形成替代。
- **投资建议：**DeepSeek 在保持高性能的同时降低使用成本，将加速 AI 应用发展，进而推动推理算力需求快速增长，同时，基于 DeepSeek 蒸馏的小模型将加快模型在端侧场景的落地，因此重点关注 1）各领域的头部 AI 应用厂商，包括金山办公、汉得信息、彩讯股份、万兴科技、三六零、新致软件、泛微网络、能科科技、润达医疗等；2）国产算力芯片厂商，包括海光信息、寒武纪等；3）AI 服务器厂商，包括四川长虹、神州数码、拓维信息、浪潮信息、中科曙光、华勤技术等；4）算力云厂商，包括青云科技、优刻得等；5）端侧硬件厂商，包括美格智能、移远通信、广和通、乐鑫科技、中科蓝讯、恒玄科技等。
- **风险提示：**AI 产品落地不及预期，行业竞争加剧风险，技术研发进展不及预期。

【公司评论】森麒麟(002984.SZ)：森麒麟-全年业绩高增长，摩洛哥工厂放量可期

李旋坤 lixuankun@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- 1 月 23 日，公司发布《2024 年度业绩报告》，预计 2024 年实现归母净利润 21.0-23.6 亿元，同比增长 53.45%-72.45%；扣非归母净利润 20.4-23.0 亿元，同比增长 56.37%-76.30%；基本每股收益为 2.03-2.28

元/股，同比增长 40.97%-58.33%。其中，预计 2024Q4 实现归母净利润 3.74-6.34 亿元，同环比分别 -0.27%~69.07%/-42.28%~-2.16%；扣非归母净利润为 3.22-5.82 亿元，同环比分别 -7.20%~67.72%/-51.14%~-11.68%。

➤ 事件点评

➤ **PCR 海外市场需求旺盛，公司产品持续供不应求。**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，累计同比增长 9.2%；出口累计 6.8 亿条，同比增长 10.3%，2024 年轮胎消费端持续景气。公司高品质、高性能轿车及轻卡轮胎产品在海外市场也持续供不应求。

➤ **2024 年原材料同比大幅上涨，成本压力仍存。**原材料方面，据我们统计，2024Q1-Q4 轮胎原材料价格指数平均值环比分别增长 0.4%/ 6.5%/ 5.0%/ 4.7%。多家企业曾开展多轮产品提价，传导成本压力，盈利能力受成本端上涨的负面影响得以减弱。截至 2025 年 1 月 19 日，原材料价格指数为 131.8，较 2024Q4 平均值下降 2.8%，建议持续关注未来原材料价格走势。海运费方面，年内海运费波动较大，当前海运费相对正常，建议关注海运费走势。

➤ **摩洛哥工厂订单需求旺盛，2025 业绩可期。**公司摩洛哥工厂年产 1200 万条高性能轿车、轻卡子午线轮胎项目于 2024 年四季度投产运行。摩洛哥工厂地理位置优越，订单需求旺盛，预计 2025 年大规模放量，随着摩洛哥工厂的产能爬坡放量，公司业绩有望再上一个台阶。

➤ **投资建议预计公司 2024-2026 年净利润分别为 22.3/ 26.0/ 29.7 亿元，对应公司 2 月 5 日收盘价 24.80 元，PE 分别为 11.5/ 9.9/ 8.6 倍。**PCR 轮胎消费端持续景气，公司摩洛哥工厂订单需求旺盛，随着产能爬坡放量，公司业绩有望再上一个台阶。首次覆盖，给予“买入-A”评级。

➤ 风险提示

➤ **原材料价格波动风险。**公司生产所用的主要原材料近年来价格出现较大波动。由于轮胎产品售价调整相对滞后，难以及时覆盖原材料价格上涨对成本的影响，各类原材料价格波动短期内对公司的盈利能力构成不利影响。

➤ **国际贸易摩擦风险。**近年来，美国、巴西、阿根廷、澳大利亚等一些国家和地区针对我国轮胎出口陆续开展“反倾销”调查，美国通过“双反”及 301 调查限制我国轮胎企业对美出口；欧盟地区为限制从中国进口轮胎，制定欧盟轮胎标签法规，提高轮胎技术标准，限制中国轮胎在欧盟市场的销售。

➤ **新项目不及预期风险。**若公司航空胎项目、西班牙项目和摩洛哥项目进度缓慢可能影响产能释放，对公司生产经营造成不利影响。

➤ **汇率波动风险。**公司海外营收占比较高，汇率波动给公司经营带来的不确定性风险。

【行业评论】诺华制药（Novartis）更新：2024 年业绩符合指引，肿瘤、自免、慢病创新药陆续放量

魏贇 weiyun@sxzq.com

- **肿瘤、免疫等管线推动业务长期稳步增长。**2024 年公司收入 503 亿美元 (+12%)，净利润 119 亿美元 (+45%)。根据公司预计 5 款新药销售峰值可达 190 亿美元，司库奇尤单抗、奥法妥木单抗、伊普可泮、阿思尼布、Pluvicto 峰值为 70、40、30、30、20 亿美元。在研管线注册阶段、3 期临床分别为 8 项、32 项。根据指引 2024-2029 年收入 CAGR+5%。
-
- **瑞波西利拓展到早期乳腺癌，阿思尼布拓展到 CML 一线，Pluvicto 将拓展标签。**2024 年肿瘤业务收入 147 亿美元 (+16%)，瑞波西利 30 亿美元 (+49%)，新增 HR+/HER2-早期乳腺癌适应症。Pluvicto 14 亿美元 (+42%)，PSMA 阳性紫杉烷前 mCRPC 美国将上市，拓展用药人群。阿思尼布收入 6.9 亿美元 (+68%)，FDA 批准阿思尼布一线 Ph+ CML-CP。
-
- **英克司兰单药降脂读出优效，伊普可泮等肾病新药陆续上市。**2024 年心血管、肾病、代谢业务收入 86 亿美元 (+36%)，英克司兰收入 7.5 亿美元 (+114%)，英克司兰单药降低 LDL-C 优于依折麦布。Lpa ASO 药物 pelacarsen 将于 2026 年上市。肾病新药将陆续上市，伊普可泮 IgA 肾病美国上市，C3 肾小球病提交 FDA。IgA 的 APRIL 单抗 zigakibart 将 2027 年上市。
-
- **HS、IV 推动 IL-17 单抗放量，BTK、BAFF-R 抑制剂将上市。**2024 年司库奇尤单抗收入 61 亿美元 (+25%)，新增的 HS 适应症、IV 静脉注射剂型推动销售增长。根据公司披露，有多种自免适应症的 BTK 抑制剂 Remibrutinib 和 BAFF-R 抑制剂 ianalumab 分别将在 2025、2026 年上市。
-
- **奥法妥木单抗快速增长，OAV101 IT 达到 3 期终点。**2024 年神经科学收入 47 亿美元 (+47%)，2024 年奥法妥木单抗 32 亿美元 (+49%)，ALITHIOS 试验中，90% 的一线患者 6 年里没有独立于复发活动的残疾进展。AAV 疗法 OAV101 IT 3 期达到主要终点，对未经治疗的 2 型 SMA 患者 Hammersmith 运动功能量表扩展版总分有所增加，运动功能改善。
-
- **风险提示：**产品适应症拓展不及预期风险，专利到期风险，市场竞争加剧风险等。

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

