

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-02-07

宏观策略

2025 年 02 月 07 日

宏观深度报告 20250205: 技术帖: 美国非农是如何进行“修正”的——#海外经济

核心观点: 2023 年以来, 美国非农就业数据出现频繁、大幅的“修正”, 引发市场对于美国就业数据真实性的质疑。我们从非农数据修正的原理展开, 发现数据的修正更多源自调查问卷反馈的滞后、不同调查统计的口径分歧、估算模型的失真等问题, 而非刻意“粉饰太平”, 但也同时反映了美国就业市场存在的小企业经营恶化、非法移民对就业的贡献等现象。2 月 7 日公布 1 月非农就业数据时, BLS 将就 2024 年全年数据进行修正, 我们预计此次数据的下修幅度可能是很大的、同时失业率存在上修风险, 届时需要关注数据修正给市场带来的负面冲击。

宏观深度报告 20250204: 春节出行和消费数据显著提升

“以旧换新”政策的加力扩围已经开始带动商品消费增速回暖, 社零有望录得开门红。

宏观点评 20250203: 关税硝烟起, 黄金创新高——春节期间海外市场四大热点

核心观点: 1 月 27 日至 2 月 3 日, 海外市场由 DeepSeek、特朗普关税新政两条主线引发的避险情绪主导, 美股、大宗商品下跌, 美债、美元指数上涨, 黄金创下历史新高。向前看, DeepSeek 的问世或对过往“逢跌即买”的美股策略构成挑战, 科技股给美股带来的不确定性与波动率提高。就特朗普关税新政而言, 其节奏略超预期, 短期关注中美针对关税的协调进展, 而从全年维度看, 特朗普关税政策上料仍然存在诸多拉扯, 今年对华关税大概率是渐进式的; 但在特朗普 2025 年完成移民、减税政策的推进后, 关税政策很可能是 2026 年 11 月中期选举前特朗普最重要的政治筹码, 我们认为特朗普很可能在 2026 年完全兑现 60%关税承诺。

宏观点评 20250127: 市场震荡收关, deepseek 点燃 AI 产业链

事件 A 股成交额小幅缩量, 大盘走势分化, 午盘后市场弱势。银行、煤炭等高股息板块支撑市场, deepseek 大模型发布带动相关产业链大涨。沪指下跌 0.06% 至 3250.60 点, 较 24 年末下跌 3.02%; 创业板指下跌 2.73% 至 2063.82 点, 较 24 年末下跌 3.63%; 风格指数方面, 代表大盘股的沪深 300 下跌 0.41% 至 3817.08 点, 较 24 年末下跌 2.99%; 中证 500 下跌 1.07% 至 5589.34 点, 较 24 年末下跌 2.38%。行业层面, 银行上涨 1.40%, 公用事业上涨 1.38%, 建筑材料上涨 1.33%, 通信下跌 3.97%, 电子下跌 2.92%, 机械设备下跌 2.24%。市场成交额为 11275.94 亿元, 较前一交易日缩量 1061.39 亿元, 北向资金总成交 1663.21 亿元; 南向资金净买入 90.77 亿元。板块方面, 长线资金入市更青睐高股息板块, 银行、煤炭、公用事业上涨。中国人工智能初创企业发布最新模型 DeepSeek-R1, 引发全球 AI 行业关注, DeepSeek 合作商指数上行, AI 概念股上涨。中国宠物市场规模在 2024 年实现了 7.5% 的稳健增长, 总额跃升至 3002 亿元人民币的新高度, 宠物经济指数上涨。观点 今日为春节前最后一个交易日, 市场风格走向由科技点燃, 最后回归至高股息走强。一月来看, 整体涨幅居前的行业排序依次为有色、银行、汽车、传媒、机械, 高

晨会编辑 孙婷

执业证书: S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

股息、消费、TMT 和 中游制造皆存在机会，可能对今年全年的风格有所指示。春节期间海外市场可能产生波动，春节后，经济数据、政策预期、业绩均将逐步兑现，资金有望在春节后继续活跃，方向仍呈现消费、科技、制造和红利大方向的轮动格局，主线有待明朗。长期来看，政策增量与转向已经有明确动向，落地的速度也在进一步加快，在预期证伪之前，市场情绪底部有支撑，整体仍有向上空间。 风险提示：市场风格变化，资金进场意愿不足，政策落地不及预期

固收金工

固收深度报告 20250205：上市公司资源能否以及如何助力城投平台转型？

总结与观点：1) 持股上市公司的城投平台凭借拥有上市公司业务资源和分红收益而具备相对可观的转型成功可能性，其中持股结构稳定、所属地方实力雄厚且转型意愿强烈、所持股上市公司所在行业护城河宽广的城投平台具有更高的关注价值，如浙江、广东、江苏、四川、重庆等区域的平台公司，其利润来源的相对稳定、经营风险的相对分散有助于降低该城投平台的偿债压力和违约风险、降低该平台存续债券估值受板块舆情的影响。2) 由于化债工作的持续推进，城投板块融资端趋紧的方向预计维持，平台公司“发展资本”来源将明显受限，而通过持有上市公司股份来实现业务多元化、业务“破圈”化的可行性及有效性或有所抬升。 风险提示：上市公司股价波动；城投持股上市公司相关政策变化；数据统计偏差。

固收深度报告 20250204：从城投债提前兑付看再投资压力

再投资压力预计几何：1) 从票面利率视角衡量当前城投板块的再投资压力：全国票面利率在 5% 以上的高票息城投债存量规模较 2023 年末共计缩减 19,472.73 亿元，较 2022 年末共计缩减 23,045.8 亿元，缩减幅度分别达到 44.94% 和 49.14%，意味着城投债二级市场的再投资压力翻倍。2) 从估值收益率视角衡量当前城投板块的再投资压力，全国到期收益率在 5% 以上的高收益城投债存量规模已大幅收缩至 237.66 亿元，相较于 2023 年末的 11,954.18 亿元，其下降幅度高达 98%，同样佐证城投债二级市场的再投资压力已成倍增加。3) 城投债板块内高票息、高收益资产规模的大幅削减为机构投资者的资产配置带来一定的扰动，一方面由于同等信用资质下难以寻得与往期匹配的收益率水平，另一方面市面债券结构的变化使得资产的多样化分配难度增大，逐利行为的一致性和资产规模的下降的共同作用不断挤压套利空间，导致有配置需求的投资者需被动忍受收益风险性价比的下降或通过采取久期策略来牺牲流动性以谋求更高的收益回报，再投资压力的累增或导致板块投资情绪分歧。4) 结合全国各区域的高票息和高收益城投债存量规模的变化情况来看，江苏、浙江、天津、四川、湖南、江西、贵州、重庆等地区的城投债再投资承压程度较高，表明若该类再投资压力较大的区域的城投债提前兑付额增长较快，则提示相应区域内的“资产荒”加剧的速度或进一步加快，关注该类区域配置机会的投资者或需加快配置节奏。 风险提示：城投债政策变化；数据统计偏差；基准利率波动。

行业

2025，国产 AI 机会正启——字节生态篇

投资建议：我们认为字节的投入加速了国内 AI 大模型及应用的进展，未来有望给算力、数据/IP 提供商及下游细分链条上的合作伙伴（营销、内容安全、多模态技术、AI 玩具、AI 眼镜、AI 耳机等）带来业务增量和投资机会；国内 AI 应用亦有望迎来更多落地。具体标的上：1) 数据：建议关注掌阅科技、海天瑞声、视觉中国、丝路视觉等。2) AI 玩具及情感陪伴方向：推荐昆仑万维、建议关注实丰文化、乐鑫科技、盛天网络、汤姆猫、奥飞娱乐等。3) AI 硬件：端侧芯片及模组建议关注恒玄科技、全志科技、移远通信、乐鑫科技、润欣科技、中科蓝讯、星宸科技、兆易创新、瑞芯微、广和通、移远通信、美格智能、翱捷科技等；端侧零部件及组装环节建议关注歌尔股份、亿道信息、天键股份、龙旗科技、康耐特光学、华勤科技、瑞声科技等。4) AI 工具：推荐美图公司、万兴科技、创业黑马等。5) AI 游戏：推荐巨人网络、恺英网络等。6) AI 电商：推荐焦点科技、值得买、华凯易佰、吉宏股份、建议关注返利科技、光云科技等。风险提示：模型能力提升不及预期，字节 AI 业务进展不及预期，竞争格局变化。

半导体行业点评报告：关注 DeepSeek 推动 AI 应用带来的推理需求，利好国产设备

训练卡侧重大模型，推理卡侧重实际应用：2022 年 OpenAI 大模型推出前，全球推理和训练的 AI 芯片销售金额占比约各 50%，二者最大的区别在于应用场景不同——训练卡造模型、推理卡用模型。训练卡以英伟达的 H100、A100 等型号为主，推理卡以 A30、A10、T4、4090 等型号为主。2023 年开始大模型需求增长带动训练卡需求，英伟达收入的增长主要来自训练卡，收入占比达到 70-80%，推理卡增速较为平稳，因为传统小模型推理应用没有大幅增长、大模型的实际应用还不完备。伴随 AI 从模型研发转向规模化应用，算力重点逐步从训练转向推理：1 月 20 日 deepseek-R1 模型发布并开源，以 RL 路径实现了大模型的底层范式创新，大幅降低了先进模型的训练+推理成本，模型层面的差距迅速缩小，为推理侧的实际应用爆发打下基础，未来的 AI 投入不再盲目“大力出奇迹”，逐渐将重心从预训练转向推理。

看好 AI 需求带动国产供应链，国产设备有望受益：过去训练卡基本为英伟达独供，对应所需要的 3D 堆叠等先进工艺都由台积电进行代工；而推理卡不一定需要 3-5nm 的先进工艺，在国产 12nm 工艺平台上也有很强性价比，目前国内 IC 设计公司天数智芯、沐曦、燧原、登临等企业已经着手将推理卡移植在国产供应链，例如盛合晶微、中芯国际等，相关的国产供应链如先进封装有望受益。

根据我们的推算：（1）推理卡以华为昇腾 310 为例，一个约 300 平方毫米，一片 12 寸晶圆面积约 7 万平方毫米，则 1 片 12 寸的晶圆可产出约 215 个推理卡，再考虑 70% 的良率，实际产出约 150 个推理卡，按照目前静态来看，我国推理卡市场需求约 200 亿、单个推理卡 2 万块，

则 100 万个推理卡需要 6600+片 12 寸晶圆。（2）训练卡以华为昇腾 910B

为例，一个约 1000 平方毫米，一片 12 寸晶圆面积约 7 万平方毫米，则 1 片 12 寸的晶圆可产出约 58 个训练卡，再考虑 30% 的良率，实际产出约 17 个训练卡，按照目前静态来看，100 亿资本投入对应约 5000 台 GPU 服务器、4 万个训练卡，则 4 万个训练卡需要 2300+片 12 寸晶圆。

投资建议：（1）先进封装：晶盛机电（减薄机）、迈为股份（切磨抛+键合

机)、华海清科(减薄机)、盛美上海(电镀机)、芯源微(涂胶显影+键合机)、拓荆科技(键合机)、德龙激光(切片机)。(2)后道封测:华峰测控、长川科技。(3)前道

机械设备行业点评报告:春节期间催化频出,大模型加速迭代有望助推机器人产业落地

投资建议: 看好三条人形机器人重要产业链 1) T链主线: 推荐【三花智控】【拓普集团】【绿的谐波】【北特科技】【五洲新春】【鸣志电器】等; 2) 华为链: 推荐【雷赛智能】【赛力斯】【埃夫特】【兆威机电】【中坚科技】【拓斯达】等; 3) 多产业链共振: 推荐【优必选】【中大力德】【柯力传感】【安培龙】等, 建议关注【豪能股份】。 风险提示: 人形机器人量产进展不及预期, 人形机器人技术更迭不及预期, 宏观经济波动风险。

推荐个股及其他点评

比亚迪(002594): 1月销量点评: 销量同比大增49%, 出口突破历史新高

盈利预测与投资评级: 我们维持公司 24-26 年归母净利润的预期 400/510/611 亿元, 同增 33%/27%/20%, 对应 PE 20/16/13x, 给予 25 年 25x, 目标价 438 元, 维持“买入”评级。 风险提示: 原材料价格波动, 销量不及预期。

骄成超声(688392): 2024 年业绩快报点评: Q4 业绩超市场预期, 新业务开启高速增长

盈利预测与投资评级: 考虑到新业务放量超预期, 我们上修修公司 24-26 年归母净利润至 0.8/1.4/2.7 亿元(此前预期 0.4/1.2/2.3 亿元), 同比 +27%/+59%/+98%, 对应 PE52/32/16x, 维持“买入”评级。 风险提示: 下游需求不及预期, 技术迭代不及预期, 原材料价格波动风险。

爱旭股份(600732): 2024 年业绩预告点评: 行业低谷业绩承压, ABC 出货持续高增

盈利预测与投资评级: 因光伏产业链竞争加剧, 电池价格持续下行, 我们下调公司 24-26 年归母净利润至 -53.7/7.7/17.9 亿元(前值为 -10.0/16.4/26.0 亿元), 同比 -809%/114%/132%。考虑后续行业供需预计修复, ABC 产品存在溢价, 给予“增持”评级。 风险提示: 政策不及预期, 竞争加剧等。

柳工(000528): 2024 年业绩预告点评: 减值加速导致业绩不及预期, 看好 25 年利润高增

盈利预测与投资评级: 我们下调公司 24-26 年利润分别为 13.7/20.7/28.5 亿元(前值分别为 15.7/21.1/28.9 亿元), 同比增长 58%/51%/37%, 当前市值对应 PE 为 17/11/8X, 维持“买入”评级。

风险提示: 政策力度不及预期、出海不及预期、国内行业回暖不及预期。

科德数控(688305): 2024 年业绩预告点评: 业绩稳步增长, 产品销售多元化注入增长动力

盈利预测与投资评级: 考虑到公司产品多元化进程加速, 募投产能建设稳步推进, 我们上调公司 2024-2026 年归母净利润预测分别为 1.30(原值 1.19)/1.78(原值 1.71)/2.59(原值 2.52) 亿元, 当前市值对应 PE 分别为 52/38/26 倍, 考虑到公司是国产高端五轴机床领域稀缺资产, 维持公司“增持”评级。 风险提示: 制造业复苏不及预期, 五轴机床需求不及

宏观策略

宏观深度报告 20250205：技术帖：美国非农是如何进行“修正”的——#海外经济

核心观点：2023 年以来，美国非农就业数据出现频繁、大幅的“修正”，引发市场对于美国就业数据真实性的质疑。我们从非农数据修正的原理展开，发现数据的修正更多源自调查问卷反馈的滞后、不同调查统计的口径分歧、估算模型的失真等问题，而非刻意“粉饰太平”，但也同时反映了美国就业市场存在的小企业经营恶化、非法移民对就业的贡献等现象。2 月 7 日公布 1 月非农就业数据时，BLS 将就 2024 年全年数据进行修正，我们预计此次数据的下修幅度可能是很大的、同时失业率存在上修风险，届时需要关注数据修正给市场带来的负面冲击。

月度修正：每月 BLS 公布美国非农就业数据时，会同时修正前两个月的数据，这一频繁的数据修正与其编制方法密切相关，即企业存在延迟反馈问卷的现象。疫情危机后，CES 企业调查的初次反馈率持续下降，同时非农的下修变得愈发频繁，这一现象背后的真相可能是：小型企业的经营状况开始变差，反馈问卷也更加怠慢，而延迟反馈的更糟糕的问卷造成了数据的下修。因此，近期非农频繁的下修虽说是一个“技术问题”，但也侧面反映了在美国经济下行周期的背景下，小型企业经营环境恶化的现实。

基于失业保险的校准。BLS 在每年 2 月会对上一年全年数据做出全面的“年度校准”，其内容包括基于失业保险数据、企业生死模型、人口普查数据进行的校准。其中，为了弥补 CES 调查样本的有限性问题，BLS 根据基于企业失业保险记录的就业和工资季度普查数据（QCEW），在次年 2 月对非农就业进行年度校准。23H2 以来，QCEW 就业与 CES 非农就业之间的分歧不断加大，这或与不同问卷对非法移民的统计有关：QCEW 基于失业保险数据，难以捕捉到非法移民，且不存在 CES 调查对兼职就业的重复统计问题，而这正是疫情后美国新增就业的重要贡献之一。因此，2024 年 8 月 BLS 基于 QCEW 对 2024 年 3 月数据初步校准的大幅下修可能是“矫枉过正”的，即忽略了非法移民的就业。

基于生死模型的校准。企业成立与倒闭对就业净增长存在影响，但其在就业统计中存在滞后性，对此，BLS 引入企业净出生-死亡模型（NBD），对这一效应进行估算。每年 2 月，BLS 同样会对上年 NBD 的预测数据进行校准。2024 年 2 月 BLS 的校准显示，截至 2023 年 3 月，NBD 模型累计高估了 330 万的总就业。这一现象这与模型假设有很大关系：NBD 模型假定因企业成立与倒闭带来的净就业增长趋势相对稳定，而疫情危机以来，美国新注册企业数目增速大幅加快。随着近期新注册企业数目的降低，NBD 模型给非农带来的高估也面临着更大的下修风险。

基于人口普查的校准。除去 CES 企业调查，BLS 也会在每年 2 月对家庭调查（CPS）数据进行校准。CPS 的年度校准主要来自人口控制方法，该方法基于最新的人口普查、净移民等数据进行校准，并对失业率等数据产生影响。2024 年 12 月 19 日，人口普查局更新的统计数据上修了美国移民人口，这将体现在最新年度调整中对 CPS 数据进行的调整中。

2024 年度大校准前瞻。2 月 7 日，美国劳工部将公布 1 月非农数据，并对 2024 年数据做年度校准。我们认为此次数据需要尤其关注以下两点：①2024 年的新增非农就业是否大幅下修，幅度是多少？②2024 年的失业率是否上调？对于非农就业，我们通过对比不同非农问卷口径下 2024 年的美国劳务市场新增就业，预计截至 2024 年 12 月，美国非农总就业人数或存在 93-154 万的下修，这较 2024 年 3

月 81.8 万的初步校准有所增加。对于失业率，由于本次人口普查局的更新统计主要将南部边境的移民数据纳入统计，而这一群体的失业率远高于均值，因此纳入新的非法移民数据意味着 2024 年美国失业率可能将迎来上调。风险提示：模型风险；统计风险；样本风险。

(证券分析师：芦哲 证券分析师：张佳炜 研

究助理：韦祎 研究助理：王茁)

宏观深度报告 20250204：春节出行和消费数据显著提升

春运：节前返程时间前移，节间出行人数显著提升：(1) 截至正月初六 (2025/2/3)，春运已过 20 天，全社会跨区域人员流动量累计达到 48.1 亿，较去年同期增长 7.69%，再次创下历史新高。而根据历年春运前 20 天人员流动量累计占比测算，预计今年春运全社会跨区域人员流动量将累计达到 90.5 亿人次，基本符合交通运输部的预期数据 90 亿人次，成为人员流动量最大的春运假期。(2) 与去年相比，今年春运节前返程时间有所前移，节间出行人数显著提升。以 2023 年和 2019 年为例，节前一周左右开始进入返程高峰，跨区域人员流动量明显提升，而今年节前两周左右跨区域人员流动量便开始回升，节前一周则进一步提速。而从节间来看，初二至初五跨区域人员流动量录得 12.3 亿人次，同比去年同期回升 5.8%，一定程度上反映出今年春节假期出游热度明显提升。(3) 分结构来看，各种出行方式同比均有提升，自驾游占比趋于稳定。截至正月初六 (2025/2/3)，铁路、公路、水路和民航跨区域人员累计流动量较去年同期相比分别回升 6.6%、7.8%、10.6% 和 7.1%。而公路运输中自驾游比重基本趋于稳定，从占比来看今年春运前 20 天自驾出行人员占比达到了 81.5%，较去年同期的 82.1% 下降 0.6%。春节消费：境外游热度回暖，“以旧换新”效果有所显现：(1) 出境游热度延续回暖，但仍略低于 2019 年同期。根据航班管家的国际航班数据，从节前一周至正月初五，国际航班日均执飞量录得 2327 架，较去年同期回升 26.1%，表征出境游热度继续回暖，但仍未恢复至疫情前的水平，录得 2019 年同期的 85.8%。此外，根据携程发布的数据，春节首日跨境游订单较去年春节同期增长超三成，其中门票、租车预定订单大涨超七成，机票、酒店、火车票、民宿等均呈两位数增长，进一步佐证出境游热度的回暖。(2) 电影票房方面，截至初六春节档观影人数及总票房均已创历史新高，日均票房较去年同期回升 22.2%。根据灯塔专业版的预测数据，预计初七当日票房将录得 10.88 亿，春节档总票房录得 93.37 亿，而截至初六春节档观影人数和总票房已经录得 1.62 亿和 82.49 亿，均已超过 2024 年的历史最高值，从日均观影人数和票房来看，也有望超过 2021 年，成为最强春节档。(3) 春节消费回暖或指向社零迎来“开门红”。多条线索指向春节消费热度回暖：(1) 据网联清算有限公司相关数据，2025 年除夕当天 (2025 年 1 月 28 日)，银联、网联共处理支付交易 40.54 亿笔，较去年除夕 (2024 年 2 月 9 日) 增长 25.74%；(2) 据天猫数据显示，截至 1 月 30 日 24 点，春节前三天 (除夕、初一、初二) 手机品类成交同比增长超 50%；(3) 根据商务部相关数据，春节假期前 4 天 (1 月 28 日至 31 日)，全国重点零售和餐饮企业销售额比去年同期增长 5.4%，重点监测零售企业家电、通讯器材销售额同比增长 10% 以上。从上述数据可以看出，“以旧换新”政策的加力扩围已经开始带动商品消费增速回暖，社零有望录得开门红。国内宏观数据：工业利润年底回升、制造业 PMI 年初下降：(1) 2024 年，全国规模以上工业企业实现利润总额 74310.5 亿元，比上年下降 3.3%。按月来看，12 月当月利润同比 +11%，四季度工业企业利润降幅较三季度大幅收窄 12.7 个百分点。往后看，PPI 何时转正是影响 2025 年企业利

润的关键因素。2024 年受到强出口和国内“两新”政策的拉动，工业需求并不算弱，但 2025 年出口和“两新”带来的需求利好都在减弱。以激发内需为主的稳增长政策力度和效果将成为决定工业需求的主要因素，一旦工业需求好转，PPI 同比增速由负转正，企业盈利会有更好表现。(2) 1 月制造业 PMI 为 49.1%，环比下降 1 个点；服务业 PMI 为 50.3%，环比下降 1.7 个点；建筑业 PMI 为 49.3%，环比下降 3.9 个点。对于制造业 PMI 的下跌，春节因素可以解释约 6 成。回顾过去半年，制造业 PMI 所代表的经济景气度在 8 月触底后开始回升，10-12 月连续 3 个月位于 50% 的荣枯线上，1 月再次跌至荣枯线下。1 月景气度的下行，固然有动能减弱的影响，但春节带来的返乡、停工等因素影响更大。此前 2005-2024 年有 7 年春节落在 1 月，剔除掉 2023 年 1 月和 2009 年 1 月两次特殊情况后（分别对应疫后复苏和金融危机后的反弹，制造业 PMI 环比分别高达 3.1% 和 4.1%），剩余 5 个年份 1 月制造业 PMI 环比有 4 个年份为负，均值为 -0.56%，最大降幅是 2006 年 1 月的 -2.2%。因此，今年 1 月制造业 PMI 环比下跌 1 个点，有约 6 成是春节的季节性因素可以解释的。风险提示：（1）海外政策波动较大，海外需求不确定性较高；（2）国内市场短期跟随环境波动，政策推进节奏不及预期；（3）测算基于较多假定，可能存在一定误差。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：李昌萌 证券分析师：占烁）

宏观点评 20250203：关税硝烟起，黄金创新高——春节期间海外市场四大热点

核心观点：1 月 27 日至 2 月 3 日，海外市场由 DeepSeek、特朗普关税新政两条主线引发的避险情绪主导，美股、大宗商品下跌，美债、美元指数上涨，黄金创下历史新高。向前看，DeepSeek 的问世或对过往“逢跌即买”的美股策略构成挑战，科技股给美股带来的不确定性与波动率提高。就特朗普关税新政而言，其节奏略超预期，短期关注中美针对关税的协调进展，而从全年维度看，特朗普关税政策上料仍然存在诸多拉扯，今年对华关税大概率是渐进式的；但在特朗普 2025 年完成移民、减税政策的推进后，关税政策很可能是 2026 年 11 月中期选举前特朗普最重要的政治筹码，我们认为特朗普很可能在 2026 年完全兑现 60% 关税承诺。一、DeepSeek 冲击美国科技股基本面，同时也对集中度过高的美国科技股估值造成冲击。向前看，DeepSeek 的问世对过往“逢跌即买”的美股策略构成挑战，在 AI 应用端迟迟未出现新品、估值与集中度过高的背景下，科技股给美股带来的不确定性与波动率将显著增加。二、特朗普关税新政开场，避险情绪升温。2 月 1 日，特朗普宣布加拿大、墨西哥和对华关税方案落地，2 月 3 日称“肯定会”对欧盟征税。上任第三周，特朗普 2.0 贸易战已全面开启。对我国国内出口而言，短期落地 10% 关税、预期最终会落地更高乃至 60% 关税的预期料继续强化国内企业抢出口行为，对于美国通胀与美联储政策的短期影响则相对有限。向前看，尽管关税新政落地节奏略超我们预期，但从其政策风格来看，2025 年特朗普关税政策上料仍然存在诸多拉扯，今年对华关税大概率是渐进式的，难出现对华全面加征 60% 关税的情形。但在特朗普 2025 年完成移民、减税政策的推进后，关税政策很可能是 2026 年 11 月中期选举前特朗普最重要的政治筹码，我们认为特朗普很可能在 2026 年完全兑现 60% 关税承诺。三、偏鸽的 FOMC 与偏弱的美国 GDP。春节期间密集发布的美国增长数据延续韧性、通胀数据则符合预期；美联储 1 月 FOMC 会议如期维持政策利率在 4.25-4.5% 不变，发布会表态偏鸽，令前期市场的紧货

币情绪边际缓解。向前看，我们预计特朗普的关税、移民、减税政策很难给 1-4 月的通胀带来显著上行影响，而基数效应、油价与居住通胀在这一时期给通胀带来的短期下行推动更大，加之驱赶非法移民对新增就业的冲击，预期通胀和就业市场短期的加速回落仍可能促成美联储 3 月的降息。在关税冲击未有持续、大幅超预期升级的情形下，强美元行情料出现一个季度的阶段性走弱。四、鸽派 FOMC、黄金进口关税与去美元化叠加带动黄金价格再创新高。春节期间，黄金价格先跌后涨，现货黄金于 1 月 31 日创下 2812.45 美元/盎司的历史新高。黄金新高一方面来自 1 月 FOMC 发布会上 Powell 偏鸽的表态，另一方面来自市场担心特朗普对黄金加征进口关税的担忧，导致芝加哥交易所加速黄金进口。此外，DeepSeek 对美国科技股的冲击也一定程度强化了黄金去美元化的中长期逻辑。短期看，出于关税担忧引发的黄金进口或放大黄金的短期波动，LME 市场黄金现货的短缺容易引发逼空，让黄金短期快涨快跌。中期看，我们预计降息交易仍有望最早于 3 月再度重现，弱美元有望驱动黄金继续上涨。长期看，DeepSeek 对美元科技霸权的冲击或仅仅只是一个开始，去美元化对黄金的支持料构成黄金上涨长期且稳定的支撑因素。风险提示：特朗普政策落地节奏与预期相差较大；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机；通胀下行速率不及预期。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：张佳炜 研

究助理：韦祎 研究助理：王茁）

宏观点评 20250127：市场震荡收关，deepseek 点燃 AI 产业链

事件 A 股成交额小幅缩量，大盘走势分化，午盘后市场弱势。银行、煤炭等高股息板块支撑市场，deepseek 大模型发布带动相关产业链大涨。沪指下跌 0.06% 至 3250.60 点，较 24 年末下跌 3.02%；创业板指下跌 2.73% 至 2063.82 点，较 24 年末下跌 3.63%；风格指数方面，代表大盘股的沪深 300 下跌 0.41% 至 3817.08 点，较 24 年末下跌 2.99%；中证 500 下跌 1.07% 至 5589.34 点，较 24 年末下跌 2.38%。行业层面，银行上涨 1.40%，公用事业上涨 1.38%，建筑材料上涨 1.33%，通信下跌 3.97%，电子下跌 2.92%，机械设备下跌 2.24%。市场成交额为 11275.94 亿元，较前一交易日缩量 1061.39 亿元，北向资金总成交 1663.21 亿元；南向资金净买入 90.77 亿元。板块方面，长线资金入市更青睐高股息板块，银行、煤炭、公用事业上涨。中国人工智能初创企业发布最新模型 DeepSeek-R1，引发全球 AI 行业关注，DeepSeek 合作商指数上行，AI 概念股上涨。中国宠物市场规模在 2024 年实现了 7.5% 的稳健增长，总额跃升至 3002 亿元人民币的新高度，宠物经济指数上涨。观点 今日为春节前最后一个交易日，市场风格走向由科技点燃，最后回归至高股息走强。一月来看，整体涨幅居前的行业排序依次为有色、银行、汽车、传媒、机械，高股息、消费、TMT 和中游制造皆存在机会，可能对今年全年的风格有所指示。春节期间海外市场可能产生波动，春节后，经济数据、政策预期、业绩均将逐步兑现，资金有望在春节后继续活跃，方向仍呈现消费、科技、制造和红利大方向的轮动格局，主线有待明朗。长期来看，政策增量与转向已经有明确动向，落地的速度也在进一步加快，在预期证伪之前，市场情绪底部有支撑，整体仍有向上空间。风险提示：市场风格变化，资金进场意愿不足，政策落地不及预期

（证券分析师：芦哲 证券分析师：潘京 证

券分析师：李昌萌）

固收金工

固收深度报告 20250205:上市公司资源能否以及如何助力城投平台转型?

观点 城投平台持股上市公司的地域分布情况: 1) 截至 2025 年 1 月中旬, 全国共有 217 家城投平台持有 307 家上市公司股份, 平均持股比例约 32.35%, 其中绝对控股比例约 14.33%。2) 其中, 四川、浙江、广东、江苏、上海、山东地区城投平台入股上市公司的市值位居前列, 江苏、山东、浙江、广东、四川地区持股上市公司的城投平台数量位居前列, 广东、浙江、四川、江苏、山东地区的城投平台持股的上市公司数量位居前列, 表明区域内上市公司数量与区域内持股上市公司的城投平台数量之间具有一定正相关关系, 可见区域本身的上市公司资源是否充沛较大程度上决定当地城投平台持股上市公司的可行性与积极性, 进而对城投平台借助所持股上市公司的利润分配和业务布局来优化造血能力、尝试产业化转型提供一定支撑。3) 地方经济实力在持股上市公司的城投平台的地域分布中发挥重要作用, 即地方经济实力越强的区域其城投平台持有的上市公司股份总市值越多, 二者呈现显著正相关性, 主要原因或在于经济实力较强的地区的产业资源更为丰富、业务质地更为优良, 且通常具有成熟的核心产业集群和配套政策, 因此可以通过资源倾斜和政策优惠带动本地上市公司自身发展, 故一方面城投平台通过入股上市公司实现多行业布局以及利润补充, 另一方面上市公司取得稳定的资金流入和信用背书亦有助于其市值增长, 进而吸引更多的优质项目落地, 从而实现地方政府、城投平台、产业经济三方均可受益的良性循环。 城投平台持股上市公司的行业分布情况: 1) 全国范围内城投平台持股的上市公司行业分布呈现较高集中度, 且各地区城投平台持股的上市公司所属行业数量与该地区的经济发达程度和产业结构密切相关。2) 制造业: 上市公司数量占城投持股上市公司中的“半壁江山”, 主要或源于: a) 业务板块对基础设施建设的依赖性较强, 与多数城投平台的主营业务关联度较高, 故吸引地方城投平台的投资; b) 通常拥有稳定的现金流和较高的市场份额, 或可为入股的城投平台带来稳定的股息回报; c) 地方政府对于制造业产业链的支持力度较高, 故城投平台注资符合地方政策导向, 同时未来城投平台向制造业转型的难度或可降低。3) 电力、热力、燃气及水生产和供应业: 属于“公用事业类”企业, 其业务经营在地方往往具有垄断性, 致使此类上市公司具有天然的“护城河”, 因此城投平台持股该行业上市公司一方面源于对该护城河的青睐, 另一方面则出于政策引导, 即通过平台的股权控制可帮助地方政府对行业内上市公司实施宏观调控。4) 房地产业和建筑业: 同样属于城投平台主营业务领域, 通过入股该行业上市公司, 城投平台可借助上市公司成熟的市场化运作经验完成从传统基建向更加市场化、前沿化的经营模式转型, 同时提升城投平台对下游市场的敏感度, 但持股该行业上市公司可能将平台暴露于行业下行和政策不确定性的风险, 故预计未来持股该行业的平台数量或有减少, 通过该途径进行转型的优先度或有降低。 城投平台交叉持股上市公司情况: 1) 截至 2025 年 1 月中旬, 持股区域外上市公司数量较多的区域包括山东、四川、广东等, 持股区域外上市公司数量占本地城投平台持股上市公司总数比例较高的区域包括山东、重庆、云南、四川、陕西等, 城投平台持股的目标区域主要集中于广东、江苏、上海、浙江等。2) 数据表明交叉持股现象是否多发与本区域内上市公司资源以及本区域内城投平台持股上市

公司的意愿具有强相关性。a) 从持股外省市上市公司的区域角度而言，本区域内上市公司资源相对匮乏的区域城投平台更倾向于向外持股，不仅系可选范围受限，也系择优投资的合理选择；b) 从被持股上市公司的外省市区域角度而言，本区域内上市公司资源相对丰富意味着该区域具备更完备的产业链和更稳定的盈利能力，因此更易接收到来自于其他地区的交叉持股偏好，目的在于借力经济强省补足自身产业链缺陷、提高自身抗风险能力。 总结与观点：1) 持股上市公司的城投平台凭借拥有上市公司业务资源和分红收益而具备相对可观的转型成功可能性，其中持股结构稳定、所属地方实力雄厚且转型意愿强烈、所持股上市公司所在行业护城河宽广的城投平台具有更高的关注价值，如浙江、广东、江苏、四川、重庆等区域的平台公司，其利润来源的相对稳定、经营风险的相对分散有助于降低该城投平台的偿债压力和违约风险、降低该平台存续债券估值受板块舆情的影响。2) 由于化债工作的持续推进，城投板块融资端趋紧的方向预计维持，平台公司“发展资本”来源将明显受限，而通过持有上市公司股份来实现业务多元化、业务“破圈”化的可行性及有效性或有所抬升。 风险提示：上市公司股价波动；城投持股上市公司相关政策变化；数据统计偏差。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

固收深度报告 20250204：从城投债提前兑付看再投资压力

观点 存量规模视角：1) 从城投债的提前兑付到二级市场再投资压力的抬升，核心逻辑主要包括两方面：a) 化债引起的城投债存量规模下降，可投资标的减少但市场上资金充裕，供需失衡情形下，大量买盘会持续推高债券价格，估值收益率相应降低；b) 化债过程中，高票面利率或高到期收益率的中低评级城投债往往优先被偿付或置换，而之后再新发的城投债票面利率伴随基准利率不断下破低位而持续下行，致使城投板块票息收益及持有到期收益均随之下行。2) 城投债提前兑付总量：a) 历年来城投债提前兑付额会在大规模化债期间显著上涨，而城投债余额规模与债券数量的增速在期间则呈现同向降低态势，考虑到城投债提前兑付与化债进度之间存在时滞，因此本轮化债后续提前兑付额大概率将进一步增长，故预计城投债余额规模与债券数量的增速均可能在当前基础上进一步下降。b) 结合化债期间城投板块新增融资受限这一情况而言，表明一方面城投债加速兑付导致资产总量收缩，另一方面城投板块的供给没有得到及时有效的补充，致使整体城投债存量规模进入下降通道，而资金面的总体宽松、宏观经济环境的不确定性叠加化债方针对中短期内城投信仰的巩固，引起机构投资者配置需求不降反升，供需不对等的情况进一步加剧市场上可供投资的城投债资产紧缺，推动“资产荒”加剧。c) 不同区域之间的省际差异或提示“资产荒”可能会先波及提前兑付额和兑付比例较高的区域，尤其是债务压力较大或退平台、退名单积极的区域，相对其余区域其“资产荒”程度或更为严峻。因此，挖掘此类区域内潜在高收益城投债机会难度增加的速度或快于提前兑付额尚可但存量规模亦不小的区域，即尽管化债进度较快将提升区域内存续个券的整体安全性，但化债进度较慢区域内存续个券提供可观收益空间的可能性或相对更高。3) 城投债提前兑付结构：a) 票面利率：城投平台加速偿还票面利率较高的存量债券的行为符合化债工作推进的重要目的之一，即通过置换和压降两种方式降低地方存量债务利息负担，释放被高息债务所捆绑的资金量，但这一行为也同步对债券市场造成高票息、高回报资产体量的消退。因此，在当前利率持续下行、优质资产缩量的形势下，城投债的提前兑付势必将造成市场上高收益资源的进一步稀缺，

而市场对收益水平和回撤波动的要求仍偏刚性，故机构投资者面临快速抬升的再投资压力，被动在久期选择和资质选择上采取更为激进的策略，不仅操作空间变窄、操作难度增加，流动性和灵活性亦有所下降，收益风险性价比明显降低。b) 主体行政等级、主体评级、剩余期限、债券余额：评级一般、即将到期以及存量规模尚可的城投债相对更易被发行人选择提前兑付，而此类债券通常可为投资人提供短期内较良好的收益风险性价比，因此同样佐证城投债的提前兑付对于相对较高估值收益率的资产体量的负面影响，或造成机构投资者的再投资压力抬升。 收益率及票面利率视角：1) 到期收益率：当前较低水平收益率的城投债占据主导，即高收益城投债稀缺，并且城投板块内收益率下行幅度更大的品种为弱资质城投平台发行的低评级个券，而该类个券系过去机构投资者票息收益及持有到期价差收益的主要来源，城投债的提前兑付将导致其被提前偿付，而机构投资者将因此损失相关的利息收益并难以寻得同样收益水平的稳健资产。换言之，到期收益率的下行走势凸显提前兑付对高收益资产体量以及投资者再投资压力的冲击。2) 票面利率：a) 利率在过去十年期间的波动下行不仅带来城投债收益率的下行走势，亦引起新发城投债票面利率的不断走低，因而原本的高票息城投债个券在提前兑付潮中被优先偿付或置换后，无论募资用途是“以旧换新”抑或项目专属，同一发行人主体新发行的城投债票面利率也在不断突破此前低点。b) 城投债一级市场的票面利率下行态势或在降息预期护航下延续，票面利率预计难以维持以往的较高水平，这一变化不仅将间接导致城投板块持有到期价差收益的变薄，还将直接导致城投板块票息收益的下滑。换言之，城投债票面利率的快速压降会逐步构成过去与现在的收益率水平之间的“真空”状态并进而引发高收益资产的稀缺加剧，造成显著的再投资压力。考虑到存量城投债规模较高的地区倾向于提前兑付城投债，意味着可能更易遭受“资产荒”的波及，因此存量城投债规模处于中等水平的地区的存续高票息城投债或在当下适宜积极关注。 再投资压力预计几何：1) 从票面利率视角衡量当前城投板块的再投资压力：全国票面利率在 5% 以上的高票息城投债存量规模较 2023 年末共计缩减 19,472.73 亿元，较 2022 年末共计缩减 23,045.8 亿元，缩减幅度分别达到 44.94% 和 49.14%，意味着城投债二级市场的再投资压力翻倍。2) 从估值收益率视角衡量当前城投板块的再投资压力，全国到期收益率在 5% 以上的高收益城投债存量规模已大幅收缩至 237.66 亿元，相较于 2023 年末的 11,954.18 亿元，其下降幅度高达 98%，同样佐证城投债二级市场的再投资压力已成倍增加。3) 城投债板块内高票息、高收益资产规模的大幅削减为机构投资者的资产配置带来一定的扰动，一方面由于同等信用资质下难以寻得与往期匹配的收益率水平，另一方面市面债券结构的变化使得资产的多样化分配难度增大，逐利行为的一致性和资产规模的下降的共同作用不断挤压套利空间，导致有配置需求的投资者需被动忍受收益风险性价比的下降或通过采取久期策略来牺牲流动性以谋求更高的收益回报，再投资压力的累增或导致板块投资情绪分歧。4) 结合全国各区域的高票息和高收益城投债存量规模的变化情况来看，江苏、浙江、天津、四川、湖南、江西、贵州、重庆等地区的城投债再投资承压程度较高，表明若该类再投资压力较大的区域的城投债提前兑付额增长较快，则提示相应区域内的“资产荒”加剧的速度或进一步加快，关注该类区域配置机会的投资者或需加快配置节奏。 风险提示：城投债政策变化；数据统计偏差；基准利率波动。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

行业

2025，国产 AI 机会正启——字节生态篇

国内 AI 产业正进入加速时刻。(1) 模型：2024 年是大模型继续探索能力边界的一年，也是大模型间技术差距逐步缩小的一年，体现在：其他大模型玩家与 OPENAI 的差距缩小、开源模型与闭源模型差距缩小、中国大模型与海外顶尖大模型差距缩小。大模型一家独大的局面并不可持续。进入 2025 年，1 月 DeepSeek 开源推理模型 DeepSeek-R1，以更低的成本实现接近 OpenAI 推理模型 O1 的性能，快速成为全球上线后增速最快的 AI 原生应用。我们看好在 DeepSeek 这类玩家贡献下，国内大模型整体能力与海外顶尖模型的差距进一步缩小，并以更低的推理成本推动 AI 技术更广泛更深入的落地。值得关注的是，在其他细分方向，如技术所处阶段更早的视频生成模型，国内玩家正逐渐追平海外顶尖水平，2025 年我们期待国内以快手为代表的头部玩家在视频生成关键技术上进一步取得突破，推动 AI 视频在创意/娱乐行业渗透率加速提升。(2) 应用：2024 年国内 AI 原生 APP 用户规模及粘性正快速提升，MAU 在网民中的渗透率从 24 年 1 月的 3% 提升到 12 月的 11%。12 月全球 MAU TOP15 的 AI APP 中，中国公司产品占据 4 个席位，字节的豆包排名第二。国内 AI 技术正持续渗透多个应用场景，我们看好在技术进步和成本下降的背景下 2025 年加速发展。为什么说字节链是最值得重视的 AI 产业机会之一？字节已成为目前大厂中在 AI 领域布局最激进的玩家。TOP 级资源（资金、流量）+ 创新者的姿态，相比百度、阿里等大厂，字节在大模型领域起步较晚，但内部极为重视，创始人张一鸣亲自下场，从其不断加码的资本开支、高薪聘请 AI 顶尖人才、大模型持续追赶、应用领域全方位推进可看出字节重视程度。字节产业链充满机会：(1) 豆包大模型虽非顶尖，但正在快速追赶。根据 MMLU 等国际权威基准测试以及国内 SUPERCLUE 测试结果，豆包大模型与国际顶尖大模型、国内头部大模型的差距正逐渐缩小。2024 年，豆包大模型支撑超过 50 个应用场景，其中豆包成为国内最受欢迎的 AI 产品，通过火山引擎豆包大模型服务 30 多个行业，日均 tokens 调用量超 4 万亿，较 5 月增长 33 倍。(2) 字节积极推进降低模型成本，推动应用加速。大厂中字节大模型率先大幅降价，国内大模型价格进入“厘时代”。大模型作为 AI 产业重要基建，其价格降低有望通过更低的试错成本提高企业大模型使用意愿，助力更多开发者开发 AI 应用，推动国内 AI 产业加速。(3) 字节正在打造新的 AI 生态，且愿意让利合作伙伴，产业链上下游玩家迎来新红利。字节目前在 AI 领域采用全面进攻姿态，不管是面向多个垂类行业寻找大模型落地场景，还是在硬件终端和 C 端应用展开更多关于 AI AGENT 形态的探索，这一过程都需要合作伙伴一起建设生态。字节跳动一向也偏好先让利和扶持合作伙伴，共同将蛋糕做大，并最终与优质的合作伙伴实现共赢。因此我们看好在字节当前大力投入打造 AI 大生态的过程中，多个产业链迎来新的发展红利。字节 AI 生态及产业机会框架初探：云：火山引擎有望弯道超车，助字节卡位 AI 时代重要基建。字节向外推出云服务的时间较晚，在客户基础、传统云基础产品等方面存在不足。但随着大模型训练推理需求不断增多，云服务客户还关心大模型相关的 AI infra 等能力，这方面所有云厂商都在同一起跑线，而火山引擎的迭代速度几乎是厂商里面最快的，有望实现弯道超车。2024 年上半年火山引擎在国内 GENAI IaaS 服务厂商中排名第 2，豆包大模型日均 token 使用量从

2024 年 5 月的 1200 亿增长至 12 月的 4 万亿，增长 32 倍。展望 2025 年，随着字节豆包大模型能力增强和成本降低，火山引擎以更高性价比和更专业的 GENAI 云服务拓展更多行业客户，其份额有望进一步提升，助力字节卡位 AI 时代重要的基建环节。随着云调用量提升，特别是推理需求增加，字节有望加大算力相关投入，服务器、AI 芯片、PCB、散热等产业链环节的合作公司有望受益于订单增长。 模型服务/开发：火山方舟+扣子+HiAgent，完善模型服务生态。HiAgent 和扣子 coze 降低了企业/开发者开发 agent 的成本，更好加速 AI 应用迭代，建议关注字节降低模型开发门槛后对垂类 AI 应用加速发展带来的潜在影响。 应用：（1）AI 助手豆包。豆包提供了优秀的用户体验，叠加大规模买量等原因，豆包 APP 一跃成为全球用户数第 2 大的 AI 应用；期待其 PC 端在学习办公场景的渗透率提升。我们认为豆包有望成长为新的多端流量入口，与字节达成合作的营销、内容安全、多模态技术等服务商有望受益。（2）AI 娱乐猫箱：猫箱作为一款类 character.ai 应用，已成为字节旗下用户规模第二大的 C 端 AI 原生应用。我们认为猫箱有望成为国内 AI 时代重要的娱乐内容形态代表，成为继抖音等短视频之后年轻人新的娱乐应用，这个过程中手握优质 IP 资源的公司有望拓展 IP 变现方式。（3）AI 教育豆包爱学：建议关注大模型推理性能增强对 AI 教育行业的影响、产品重大迭代及用户增长趋势；（4）AI 创作即梦：我们估计即梦视频生成能力在国内处在第二梯队，但基于模型亮点、生成效率和高效产品迭代等原因，我们看好其在创作者端占据一定心智及长期发展潜力，后续建议关注开源技术进步、团队技术人才变动及模型重大迭代。（5）AI 端侧：随着字节豆包、DeepSeek、阿里通义等国产大模型生态共荣，我们看好端侧赛道的投资机会。举例来看，在 AI 玩具、AI 宠物、AI 眼镜、AI 耳机、AI 音箱等智能硬件中，豆包实时语音大模型能够为其赋予更强大的语音交互功能，使这些硬件不再仅仅是简单的播放设备或执行单一任务的工具，而是可以与用户进行深度互动的智能伙伴，拓展了智能硬件的应用场景和功能边界。 投资建议：我们认为字节的投入加速了国内 AI 大模型及应用的进展，未来有望给算力、数据/IP 提供商及下游细分链条上的合作伙伴（营销、内容安全、多模态技术、AI 玩具、AI 眼镜、AI 耳机等）带来业务增量和投资机会；国内 AI 应用亦有望迎来更多落地。具体标的上：1）数据：建议关注掌阅科技、海天瑞声、视觉中国、丝路视觉等。2）AI 玩具及情感陪伴方向：推荐昆仑万维、建议关注实丰文化、乐鑫科技、盛天网络、汤姆猫、奥飞娱乐等。3）AI 硬件：端侧芯片及模组建议关注恒玄科技、全志科技、移远通信、乐鑫科技、润欣科技、中科蓝讯、星宸科技、兆易创新、瑞芯微、广和通、移远通信、美格智能、翱捷科技等；端侧零部件及组装环节建议关注歌尔股份、亿道信息、天键股份、龙旗科技、康耐特光学、华勤科技、瑞声科技等。4）AI 工具：推荐美图公司、万兴科技、创业黑马等。5）AI 游戏：推荐巨人网络、恺英网络等。6）AI 电商：推荐焦点科技、值得买、华凯易佰、吉宏股份、建议关注返利科技、光云科技等。 风险提示：模型能力提升不及预期，字节 AI 业务进展不及预期，竞争格局变化。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：马天翼
证券分析师：鲍嫻颖 证券分析师：郭若娜）

半导体行业点评报告：关注 DeepSeek 推动 AI 应用带来的推理需求，利好国产设备

投资要点 训练卡侧重大型模型，推理卡侧重实际应用：2022 年 OpenAI 大模型推出前，全球推理和训练的 AI 芯片销售金额占比约各 50%，

二者最大的区别在于应用场景不同——训练卡造模型、推理卡用模型。训练卡以英伟达的 H100、A100 等型号为主，推理卡以 A30、A10、T4、4090 等型号为主。2023 年开始大模型需求增长带动训练卡需求，英伟达收入的增长主要来自训练卡，收入占比达到 70-80%，推理卡增速较为平稳，因为传统小模型推理应用没有大幅增长、大模型的实际应用还不完备。伴随 AI 从模型研发转向规模化应用，算力重点逐步从训练转向推理：1 月 20 日 deepseek-R1 模型发布并开源，以 RL 路径实现了大模型的底层范式创新，大幅降低了先进模型的训练+推理成本，模型层面的差距迅速缩小，为推理侧的实际应用爆发打下基础，未来的 AI 投入不再盲目“大力出奇迹”，逐渐将重心从预训练转向推理。看好 AI 需求带动国产供应链，国产设备等有望受益：过去训练卡基本为英伟达独供，对应所需要的 3D 堆叠等先进工艺都由台积电进行代工；而推理卡不一定需要 3-5nm 的先进工艺，在国产 12nm 工艺平台上也有很强性价比，目前国内 IC 设计公司天数智芯、沐曦、燧原、登临等企业已经着手将推理卡移植在国产供应链，例如盛合晶微、中芯国际等，相关的国产供应链如先进封装等有望受益。根据我们的推算：（1）推理卡以华为昇腾 310 为例，一个约 300 平方毫米，一片 12 寸晶圆面积约 7 万平方毫米，则 1 片 12 寸的晶圆可产出约 215 个推理卡，再考虑 70% 的良率，实际产出约 150 个推理卡，按照目前静态来看，我国推理卡市场需求约 200 亿、单个推理卡 2 万块，则 100 万个推理卡需要 6600+片 12 寸晶圆。（2）训练卡以华为昇腾 910B 为例，一个约 1000 平方毫米，一片 12 寸晶圆面积约 7 万平方毫米，则 1 片 12 寸的晶圆可产出约 58 个训练卡，再考虑 30% 的良率，实际产出约 17 个训练卡，按照目前静态来看，100 亿资本投入对应约 5000 台 GPU 服务器、4 万个训练卡，则 4 万个训练卡需要 2300+片 12 寸晶圆。投资建议：（1）先进封装：晶盛机电（减薄机）、迈为股份（切磨抛+键合机）、华海清科（减薄机）、盛美上海（电镀机）、芯源微（涂胶显影+键合机）、拓荆科技（键合机）、德龙激光（切片机）。（2）后道封测：华峰测控、长川科技。（3）前道制程：刻蚀+薄膜沉积设备北方华创、中微公司，量测设备中科飞测、精测电子，薄膜沉积设备拓荆科技、微导纳米等。风险提示：下游扩产速度不及预期，设备国产化进程不及预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意）

机械设备行业点评报告：春节期间催化频出，大模型加速迭代有望助推机器人产业落地

投资要点 宇树机器人登上春晚演出舞台，硬件成熟度与协调性表现出色 2025 年央视春晚舞台上，宇树机器人参演节目《秧 BOT》，在节目中展现出较高的硬件成熟度和运控协调性。宇树机器人的高协调性得益于：①搭载 3D 激光雷达，应用全自动定位与导航技术确保定位准确；②采用先进的组网方案与算法模型，保证机器人步伐稳健动作稳定；③全身舞蹈动作基于强化学习模型展开，成熟的硬件关节确保力矩输出稳定。 特斯拉召开 24Q4 财报电话会，指引 2025 年 Optimus 量产达千台级别 美国东部时间 2025 年 1 月 29 日，特斯拉召开 2024 年第四季度财报电话会议。会议中马斯克表示，2025 年特斯拉将实现千台级别的 Optimus 量产目标，并率先在特斯拉汽车工厂内部闭环使用。目前 Optimus 的量产设计暂未完全定型，真正的量产二代版本将于 2026 年推出，并预计于 2026 年下半年开始向特斯拉以外的公司交付 Optimus。特斯拉目前正在设计的产线目标实现月产 1000 台 Optimus，预计 2026 年年中有望设计产线实现月产 10000 台

Optimus。通过提高量产规模，Optimus 成本有望逐步下降，当年产量达 100 万台时，Optimus 生产成本有望降低至 2 万美元。大模型训练门槛降低，AI 端加速演进有望助推具身智能产业化进程加速。2025 年 1 月 20 日，深度求索（DeepSeek）正式发布 DeepSeek-R1 模型，同步开源模型权重。成本方面，DeepSeek-R1 模型的 API 调用费用为 16 元/百万 tokens，而 GPT-O1 的 API 调用费用为 60 美元/百万 tokens，较低的 API 调用费用侧面反映出 DeepSeek-R1 模型的训练费用要低于 OpenAI-o1 模型。性能方面，DeepSeek-R1 模型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。综合考虑成本与性能表现，DeepSeek-R1 模型的性能性价比优于 OpenAI-o1 模型。当地时间 2025 年 2 月 4 日，Figure 机器人创始人 Brett Adcock 宣布终止与 OpenAI 的合作关系，并表示 Figure 在全自主研发的、完全端到端机器人 AI 方面取得了重大突破，未来 30 天内，公司将向外界展示“人形机器人上从未见过的东西”。Brett Adcock 早期在接受 Techcrunch 采访时表示要在现实世界中解决具身智能问题，必须垂直整合机器人 AI 模型，而非依靠外包。人形机器人要实现多场景的商业化应用落地，仍需解决智能化的应用问题，AI 入局将助推人形机器人产业化进程加速。DeepSeek-R1 模型的推出证实了 AI 在成本端与性能端都在快速迭代，Figure 与 OpenAI 结束合作证明机器人本体公司未来有望垂直整合具身智能产业链。人形机器人作为 AI 的最佳载体，有望伴随 AI 技术的进步充分受益，不断加速产业化进程。投资建议：看好三条人形机器人重要产业链 1) T 链主线：推荐【三花智控】【拓普集团】【绿的谐波】【北特科技】【五洲新春】【鸣志电器】等；2) 华为链：推荐【雷赛智能】【赛力斯】【埃夫特】【兆威机电】【中坚科技】【拓斯达】等；3) 多产业链共振：推荐【优必选】【中大力德】【柯力传感】【安培龙】等，建议关注【豪能股份】。风险提示：人形机器人量产进展不及预期，人形机器人技术更迭不及预期，宏观经济波动风险。

（证券分析师：周尔双 研究助理：钱尧天）

推荐个股及其他点评

比亚迪（002594）：1 月销量点评：销量同比大增 49%，出口突破历史新高

投资要点 1 月销量 30 万辆，同增 49%，出口超预期。比亚迪 1 月销 30.1 万辆，同环比+49%/-42%，含海外销 6.6 万辆，同环比+83%/+16%，超市场预期。主要系“比亚迪深圳”顺利出坞作业，装载量达 9200 辆，累计滚装船装载量超 3 万辆，公司出海进入加速期，产能规划 100 万辆+，覆盖东南亚、南美、欧洲等市场。25 年 e4.0 平台+智驾平权+dmi 出海，我们预计公司销量 500 万辆+，其中出口翻番至 80 万辆+。插混份额维持近 60%，夏 MPV 首月销量破万。比亚迪 1 月插混乘用车销 17.1 万辆，同环比+79%/-43%，占比 57.7%，同环比+10.0/-1.5pct；纯电乘用车销 12.5 万辆，同环比+19%/-40%，占比 42.3%，同环比-10.1/+1.5pct。夏 MPV 1 月正式上市，售价 24.98-30.98 万，首月销量破万，汉 L、唐 L 等重磅车型即将上市，品牌力持续向上。高端车型方面，#腾势 1 月销量 1.2 万辆，环降 22%；#仰望 销量 286 辆，环降 8%；#方程豹 销 0.6 万辆，环降 46%。结构方面，比亚迪 1 月本土销量 23.4 万辆，同增 42%，海外销 6.6 万辆，同增 83%，高端销量 1.8 万辆，同增 15%，出口+高端化进一步贡献增量。 1 月电池装机

同增 37%，二代刀片发布在即。比亚迪 1 月累计装机 15.5GWh，同环比 +37%/-34%，二代刀片发布在即，续航+快充有望全面提升。比亚迪 24 年装机 195gwh，同增 29%，实际出货 270gwh，同增 40-50%，其中动力自供 195gwh，外供 25gwh，储能 50gwh。25 年看，我们预计动力自供 250GWh，动力外供 25gwh，储能 70gwh，电池实际出货 345gwh，同增 30%。

盈利预测与投资评级：我们维持公司 24-26 年归母净利润的预期 400/510/611 亿元，同增 33%/27%/20%，对应 PE 20/16/13x，给予 25 年 25x，目标价 438 元，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动，销量不及预期。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：黄细里
 证券分析师：阮巧燕 证券分析师：朱家佟)

骄成超声 (688392): 2024 年业绩快报点评: Q4 业绩超市场预期, 新业务开启高速增长

投资要点 Q4 业绩超市场预期。24 年收入 5.8 亿元，同增 11%，归母净利 0.8 亿元，同增 31%，扣非净利 0.4 亿元，同增 9%；其中 Q4 收入 1.8 亿元，同环比+151%/+6%，归母净利 0.6 亿元，同比扭亏，环比+323%，扣非净利 0.5 亿元，同比扭亏，环比+575%，业绩超市场预期。

配件耗材收入超预期，带动盈利水平恢复。根据我们测算，24 年看，公司配件耗材收入 1.8 亿元，同增 67%，占比总收入超 30%，同增 10pct，超预期；线束+IGBT 收入 1.3 亿元，同增 257%，新业务步入收获期；极耳焊收入 1.5 亿元，同降 54%，后续随着下游扩产恢复、比亚迪二代刀片等新品放量，订单有望开启恢复；其他收入 1.2 亿元，同增 120%，主要系非金属焊接收入提升，后续预计恢复正常。盈利方面，公司 24 年归母净利率 14.5%，同增 1.9pct，随着新品+耗材占比持续提升，盈利水平有望进一步恢复。

线束+IGBT 高速增长，打开后续增长空间。新业务看，①高压线束+IGBT 国产化率低，单台价格和盈利相比极耳焊更高，我们预计毛利率超 60%，且耗材用量大、损耗更快。公司已独家突破 120 平焊接技术，在快充/高压端逐渐成熟后，公司产品有望充分收益，目前已获主流线束厂订单，24-26 年预计翻倍增长；②复合集流体滚焊机已获头部锂电厂订单，铝箔滚焊设备 24 年开启放量，我们预计出货 2-3gwh，单 gwh 价值量 400 万元，毛利率预计超 50%，25 年我们预计出货 10gwh+，此外铜箔滚焊设备 25 年或开启放量。

盈利预测与投资评级：考虑到新业务放量超预期，我们上修公司 24-26 年归母净利润至 0.8/1.4/2.7 亿元（此前预期 0.4/1.2/2.3 亿元），同比+27%/+59%/+98%，对应 PE52/32/16x，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期，技术迭代不及预期，原材料价格波动风险。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕
 证券分析师：朱家佟)

爱旭股份 (600732): 2024 年业绩预告点评: 行业低谷业绩承压, ABC 出货持续高增

投资要点 事件：公司发布 24 年业绩预告，预计 24 年归母净利润亏损 47.5-58.5 亿元，扣非归母净利润亏损 47.5-57.5 亿；测算 24Q4 归母净利润亏损 19.2-30.2 亿，扣非归母净利润亏损 11.4-21.4 亿。ABC 出货高增、25 年进一步增长。我们测算公司 24Q4 ABC 组件出货约 3.4-3.5GW，环比高增。ABC 组件成本持续优化，24 年底电池非硅成本已减至 0.22-0.23 元/w，我们预计 25 年有望进一步降本优化。公司 25 年 ABC 组件出货目标为 20GW，我们预计 Q1 出货或有望持续环增，盈利及现金流持续优化。电池开工低位盈利承压、25 年有望逐步回暖。我们测算公司 24Q4 PERC 电池出货约 4GW+，TOPCon 电池

出货约 1-2GW，受产业价格压力+开工率低位影响，电池经营性承压。同时考虑叠加资产减值，整体报表业绩承压。展望 25 年随行业自律价格有望回暖，计提减值有望轻装上阵。盈利预测与投资评级：因光伏产业链竞争加剧，电池价格持续下行，我们下调公司 24-26 年归母净利润至 -53.7/7.7/17.9 亿元(前值为 -10.0/16.4/26.0 亿元)，同比-809%/114%/132%。考虑后续行业供需预计修复，ABC 产品存在溢价，维持“增持”评级。风险提示：政策不及预期，竞争加剧等。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男
证券分析师：徐铨嵘)

柳工 (000528): 2024 年业绩预告点评: 减值加速导致业绩不及预期, 看好 25 年利润高增

投资要点 Q4 利润低于预期，主要系减值加速计提&费用增长。24 年公司预计实现归母净利润 12.6-14.8 亿元，同比+45%-70%，中位数 13.7 亿元，同比+58%；扣非归母净利润 10.7-12.8 亿元，同比+87%至 125%，中位数 11.7 亿元，同比+106%。Q4 单季度归母净利润-0.6-1.5 亿元，同比-250%至+273%，中位数 0.5 亿元，同比+11%。公司 Q4 利润不及预期（此前预期约 2 亿），我们判断主要系公司减值加速计提&研发高增：①混凝土机械：公司主动收缩混凝土业务，减少未来风险；②农机：公司农机业务正处于推广期，存在部分存货和坏账风险减值；③研发端：Q4 加大超大型产品、电动化、农机等新产品研发投入。预计土石方 2025 年国内外均边际改善，看好全年利润高增。行业层面，预计 25 年内销将受益于下游基建回款端边际好转&雅鲁藏布江电站等大项目支撑，土石方机械销量有望实现双位数以上增长；海外来看，25 年预计亚非拉等新兴地区仍有望保持快速增长。公司土石方机械收入占比较高，有望在收入端实现较高增速。利润端，随着国内土石方市占率逐步提升，规模效应下毛利端将迎来明显改善；且 25 年减值计提拖累减少，资产质量较高，有望在利润端实现高增。根据公司此前发布的经营计划，2025 全年营收约 346 亿，净利率实现 6%以上，对应利润 20.8 亿元，按照 24 年中位数 13.7 亿元计算，25 年利润增速超 50%。我们判断公司 2025 年仍是工程机械板块利润增速最快的龙头之一，利润率相较于其他工程机械龙头仍有较大提升空间，业绩增长确定性强。二次回购用于股权激励，长期股价有支撑、业绩有保障。2024 年 12 月 19 日公司发布二期股份回购公告，称公司拟使用自有资金及股票回购专项贷款资金通过集中竞价的方式回购部分公司股票用于股权激励或员工持股计划，回购总金额不低于 3 亿元且不超过 6 亿元。截至 2025 年 1 月 10 日，公司二次回购股份占比已达到 1.03%，加上 2024 年 7 月首次回购的 0.98%，公司已经累计回购 2%股份，彰显公司长期发展信心，保障业绩可持续性。盈利预测与投资评级：由于公司 Q4 业绩预告低于此前预期，我们下调公司 24-26 年归母净利润预期至 13.7/20.7/28.4 亿元（前值分别为 15.7/21.1/28.9 亿元），同比增长 58%/51%/37%，当前市值对应 PE 为 17/11/8X，维持“买入”评级。风险提示：政策力度不及预期、出海不及预期、国内行业回暖不及预期。

(证券分析师：周尔双)

科德数控 (688305): 2024 年业绩预告点评: 业绩稳步增长, 产品销售多元化注入增长动力

投资要点 2024 年全年业绩高增符合预期，产品多元化进程加速 2025 年 2 月 5 日，公司发布 2024 年业绩预告。预计 2024 年实现营收 6.05 亿元，同比+33.88%；实现归母净利润 1.30 亿元，同比+27.91%；实现扣非净利润 1.05 亿元，同比+36.75%。2024 年公司营收和归母净利润

提升可观，主要系 2024 年公司销售订单快速增长，产品多元化进程加速，除五轴立式加工中心、五轴卧式铣车复合加工中心、五轴卧式加工中心等高端数控机床产品外，2024 年新增了柔性自动化产线的销售订单，上述原因导致公司 2024 年销售收入和净利润较 2023 年同比均有所增长。截至 2024 年底，公司总资产 22.49 亿元，较期初增长 49.95%，归母所有者权益 18.27 亿元，较期初增长 61.13%，主要系：2024 年公司收到定增募集资金 6 亿元，以及 2024 年经营成果增加所有者权益，从而带动公司资产总额显著增长。积极参与国家政府项目，获得实际补助资金 4736 万元。根据公司公告，公司近日共收到总计人民币 6909 万元的政府补助，其中包括国家项目补助资金 5693 万元和制造强省项目补助资金 1216 万元。考虑部分项目后续需对项目的参研单位拨付部分补助款项，扣除该部分后预计公司实际获得的补助资金合计为人民币 4736.4 万元，均与资产相关。2024 年公司预计实现归母净利润 1.30 亿元，政府补助约占归母净利润总额的 36%。推出 2024 年限制性股票激励计划，彰显长期发展信心。2024 年 10 月 29 日公司发布 2024 年限制性股票激励计划（草案），拟向激励对象授予总计不超过 88.74 万股股票，约占本激励计划草案公告时公司股本总额的 0.87%，本次激励计划授予对象主要为公司董事、高管、核心技术人员及骨干。行权条件方面，2025 年股票解除限售条件为当年营收相比 2023 年增长 50% 以上或净利润增长 40% 以上，2026 年股票解除限售条件为当年营收相比 2023 年增长 70% 以上或净利润增长 55% 以上（营收增长目标与利润增长目标二者满足其一即可），对应 2023-2026 年营收/净利润复合增长率在 19% 和 16% 以上（以解除限售最低条件计算）。公司推出股权激励彰显对未来业绩的信心，另外股权激励围绕公司核心高管与技术人员展开，高度绑定公司核心骨干人员，未来有望进一步激发成长活力。盈利预测与投资评级 考虑到公司产品多元化进程加速，募投产能建设稳步推进，我们上调公司 2024-2026 年归母净利润预测分别为 1.30（原值 1.19）/1.78（原值 1.71）/2.59（原值 2.52）亿元，当前市值对应 PE 分别为 52/38/26 倍，考虑到公司是国产高端五轴机床领域稀缺资产，维持公司“增持”评级。风险提示 制造业复苏不及预期，五轴机床需求不及预期，行业竞争加剧。（证券分析师：周尔双）

免责声明

东吴证券股份有限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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>