

# 晨会纪要

| 数据日期: 2025-02-05 | 上证综指    | 深证成指     | 沪深300指数 | 中小板综指    | 创业板综指   | 科创50    |
|------------------|---------|----------|---------|----------|---------|---------|
| 收盘指数(点)          | 3229.48 | 10164.22 | 3795.08 | 10921.33 | 2744.68 | 982.82  |
| 涨跌幅度(%)          | -0.64   | 0.08     | -0.57   | 0.46     | 0.88    | 2.90    |
| 成交金额(亿元)         | 5211.03 | 7684.49  | 3460.16 | 2570.91  | 3786.66 | 1304.36 |

## 晨会主题

### 【常规内容】

#### 宏观与策略

固定收益投资策略: 2025年2月转债市场研判及“十强转债”组合  
固定收益专题研究: 固定收益专题报告-提前兑付的城投债有哪些特征?  
固定收益周报: 转债市场周报-资金流入趋势不改, 正股波动率对择券胜率尤为关键  
策略专题: 2月策略观点——以我为主, 灵活应对

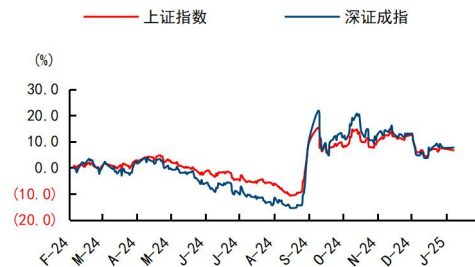
#### 行业与公司

商贸零售行业 2月投资策略暨 2024 年年报前瞻: 政策催化仍有望延续, 静待行业基本面拐点  
商贸零售行业快评: 消费增长新范式思考系列-破局“降级与内卷”的增长新模型, 从老铺黄金和毛戈平谈起  
化工行业月报: 氟化工行业: 2025 年 1 月月度观察-制冷剂价格继续上涨, 氟化工企业四季度业绩大增  
公用环保 2025 年 2 月投资策略: 24 年全社会用电量 9.85 万亿 kWh (+6.8%), 公用环保 24Q4 基金持仓梳理  
行业投资策略: 春节数据解读暨 2 月投资策略: 黄金周出行热度不减, 入境游、下沉消费结构亮点突出  
电子行业专题: 电子 AI+ 系列专题报告(六): DeepSeek 重塑开源大模型生态, AI 应用爆发持续推升算力需求  
行业专题: 半导体专题: 多相电源是增量蓝海市场, 看好国产替代机遇  
电子行业周报: 光伏产业链周评(2月第1周)-24 年国内光伏新增装机同比增长近三成, 美国暂停 IRA 资金审批  
电新行业周报: 风电/电网产业链周评(2月第1周)-国管海域海风开发渐近, 国家发文保障新能源消纳空间  
证券行业 2025 年 1 月报: 指数行动方案下的新打法  
非银行业快评: 关于深化新能源车险高质量发展的点评-完善车险生态, 打通承保“痛点”

#### 金融工程

金融工程月报: 券商金股 2025 年 2 月投资月报  
金融工程日报: 开年首日沪指高开低走, DeepSeek 概念股全线爆发

#### 市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

#### 主要市场指数 02月06日

|          | 收盘指数     | 涨跌幅%  |
|----------|----------|-------|
| 道琼斯      | 33597.92 | 0     |
| 纳斯达克     | 10961.46 | -0.48 |
| S&P500   | 3801.78  | -0.44 |
| 法国 CAC40 | 6000.24  | -0.72 |
| 德国 DAX   | 14261.19 | -0.57 |
| 日经 225   | 27574.43 | -0.4  |
| 恒生       | 20597.09 | -0.92 |

#### 基金指数 02月06日

|        | 收盘指数    | 涨跌幅%  |
|--------|---------|-------|
| 债券基金指数 | 3235.02 | 0.09  |
| 股票基金指数 | 9714.52 | -0.63 |
| 混合基金指数 | 8965.97 | -0.80 |

#### 汇率 02月06日

|        | 收盘指数/价 | 涨跌幅%  |
|--------|--------|-------|
| 欧元兑美元  | 1.04   | 0.23  |
| 美元兑人民币 | 7.27   | 0.3   |
| 美元兑港币  | 7.78   | -0.01 |
| 美元兑日元  | 152.59 | -1.13 |

#### 非流通股解禁 02月06日

| 名称   | 解禁数量(万股)  | 流通股增加% | 解禁日期       |
|------|-----------|--------|------------|
| 霍普股份 | 2880.00   | 100.00 | 2025-01-28 |
| 浙版传媒 | 180000.02 | 100.00 | 2025-01-23 |
| 洪兴股份 | 6497.49   | 100.00 | 2025-01-22 |
| 云南旅游 | 6857.37   | 100.00 | 2025-01-16 |
| 广百股份 | 18692.79  | 100.00 | 2025-01-06 |
| 德才股份 | 2865.13   | 100.00 | 2025-01-06 |
| 上海凤凰 | 550.77    | 100.00 | 2024-12-23 |
| 金圆股份 | 6613.75   | 99.54  | 2024-12-20 |

## 【常规内容】

### 宏观与策略

#### ◆ 固定收益投资策略:2025 年 2 月转债市场研判及“十强转债”组合

数据真空期市场风险偏好有望提升，利率小幅上行不改资金流入趋势，转债估值高位做多正股波动率对择券胜率尤为关键：

1 月沪指先下后上，小盘指数与红利风格在部分时段表现此起彼伏，验证增量资金有限背景下权益仍以结构性行情为主，对市场风格判断决定组合相对表现；展望 2 月，前期抑制市场风险偏好的几大因素（上市公司 2024 年业绩预披露、特朗普上台后第一阶段新政、新日历年机构调仓等）皆已落地，且处于宏观经济数据与上市公司财报真空期，基本面数据或不构成影响市场走向的主要矛盾；考虑到春节期间重要事件中，国产大模型进展偏积极、美对华加征 10%关税、美联储因通胀高企就业景气暂缓降息均属此前所预期之内，开市后投资者风险偏好有望保持相对高昂状态；风格上，从历年日历效应来看，春季躁动时期小盘及成长或更占优，阶段性避免对美出口敞口较大的公司；

1 月以来人民币汇率变化及美联储降息预期下降导致债券市场货币宽松预期有所调整，广谱利率阶段性小幅上行，但债市调整未对资金持续流入转债市场构成影响，1 月可转债 ETF 规模继续稳定增加，数个交易日出现正股等权指数收跌但转债等权指数收涨现象，反映市场配置力量充裕，资金逢低加仓；资产荒的大背景、利率低位+股市结构性行情的大类资产格局下，资金对稳健低波资产的追逐是转债配置力量保持充裕的核心原因，转债转股溢价率在股或债没有大幅下跌的背景下或延续高位；

转债高估值状态带来对择券带来较大挑战，正股波动率对转债择券胜率尤为关键，若将波动率分拆成估值和业绩两个层面：

估值弹性大：1. “国产”大模型性能获全球专业人士认可，一方面关注 DeepSeek 合作商及国产算力产业链公司（节前 PCB、树脂材料等已有所表现），另一方面关注其他垂类 AI 应用相关；2. 国内车企加码智能化布局、FSD 入华推进、华为合作车型大卖，汽车智能化板块催化密集，关注智能化趋势下选配率提升的汽车零部件；此外 1 月马斯克更新 Optimus 出货量计划，人形机器人作为普适性最强、产业化进入关键期的重要 AI 应用方向，转债可参与度也强于其他 AI 应用领域；

业绩有望增长：1. 消费板块方面，2024 年家电及汽车补贴政策取得较好效果，2025 年补贴政策延续，且范围有望扩大至家居用品等领域，相关公司业绩自 24Q4 起或边际改善；此外微信礼赠功能利好适合小额送礼场景的消费品，如乳制品、宠物食品、化妆品、小家电等；2. 关注集采降费的边际变化，医药及医疗器械 2025 年有望迎来业绩反转；

偏股型低溢价率个券方面，关注：1. 前期公告不赎回日期仍较长的转债个券；2. 红利资产弹性普遍不如成长或周期类，资金流入对溢价率较高的偏债型转债价格利好或不明显，低利率环境下资金寻求能够提供稳定现金流的类债券资产配置，主要关注中证红利等主要指数成分股；

综合市场观点及转债价格、溢价率、余额等，2025 年 2 月“十强转债”组合为：奕瑞转债、蓝天转债、华康转债、佩蒂转债、仙乐转债、保隆转债、东材转债、韦尔转债、立讯转债、冠宇转债；

证券分析师： 王艺熹（S0980522100006）、赵婧（S0980513080004）、董德志（S0980513100001）

联系人： 吴越

#### ◆ 固定收益专题研究:固定收益专题报告-提前兑付的城投债有哪些特征？

本文梳理了近些年国内城投债的非条款提前兑付情况，以史为鉴。

城投债提前兑付有序进行：截至 2024 年 12 月 31 日，持有人会议通过议案并且发布了提前兑付公告的城投债共 1,253 只，总金额 6,367 亿元。节奏上来看，2016 年至今城投债大致经历了两轮提前兑付潮。一是 2017 年到 2018 年三季度，2017 年四季度提前兑付速度明显加快，2018 年三季度提前兑付速度放缓并趋于平稳，2018 年共提前兑付 1,923 亿。二是 2023 年三季度至今，此轮兑付潮多集中在 2023 年第

四季度和 2024 年第四季度兑付，兑付速度波动较大，整体呈现先增长后下降再增长的趋势。

城投债提前兑付的原因：过去十多年，我国城投债提前兑付的主要原因是发行人优化债务结构，降低融资成本。发行人因为获得了更低成本的资金来源，比如地方政府债和银行贷款等资金，有能力提前兑付高成本的旧债务，以降低整体的债务成本。另外也有部分发行人存量债务较少，通过提前兑付来降低信息披露成本。

城投债提前兑付的特征：

地区分布：辽宁、贵州、山东、湖南、浙江、江苏及黑龙江提前兑付规模较高，这与其得到的置换债及特殊再融资债规模偏高有关。

等级分布：提前兑付债券的发行人外部评级以中低评级为主。

券种分布：企业债和私募债占比较高。

兑付类型分布：面值兑付是最主要的兑付方式，同时面值+补偿的兑付方式也有所增加。

行政等级分布：县市级占比走高，地市级占比降低。

风险提示：本报告为历史分析报告，不构成任何对市场走势的判断或建议，使用前请仔细阅读报告末页“免责声明”。

证券分析师： 赵婧（S0980513080004）、陈笑楠（S0980524080001）、董德志（S0980513100001）

## ◆ 固定收益周报:转债市场周报-资金流入趋势不改，正股波动率对择券胜率尤为关键

节前一周市场焦点（1月20日-1月27日）

股市方面，节前一周权益市场总体震荡，美国政府推出“星际之门”计划，带动AI概念股表现靠前，此外受国新办举行引导中长期资金入市相关发布会影响，大金融板块表现也较好。

债市方面，节前一周债券市场震荡偏强；受特朗普上台首日未对华加征关税影响，汇率压力相对缓解，周内央行进行历史上最大规模14天逆回购，资金压力有所减轻；10年期国债收益率1月27日收于1.63%，较前周下行1.97bp。

转债市场方面，节前一周转债个券多数上涨，中证转债指数全周+0.65%，价格中位数+0.17%，我们计算的转债平价指数全周+0.49%，全市场转股溢价率与上周相比+0.06%。个券层面，福新（机器人&年报预增）、新致（AI应用）、欧通（数据中心电源）、震裕（机器人）、拓普（机器人）涨幅靠前；远信（拉幅定形机）、伟隆（排水阀门）、松原（汽车安全防护系统）转债跌幅靠前。

观点及策略（2月5日-2月7日）

数据真空期市场风险偏好有望提升，利率小幅上行不改资金流入趋势，转债估值高位做多正股波动率对择券胜率尤为关键：

1月沪指先下后上，小盘指数与红利风格在部分时段表现此起彼伏，验证增量资金有限背景下权益仍以结构性行情为主，对市场风格判断决定组合相对表现；展望2月，前期抑制市场风险偏好的几大因素（上市公司2024年业绩预披露、特朗普上台后第一阶段新政、新日历年机构调仓等）皆已落地，且处于宏观经济数据与上市公司财报真空期，基本面数据或不构成影响市场走向的主要矛盾；考虑到春节期间重要事件中，国产大模型进展偏积极、美对华加征10%关税、美联储因通胀高企就业景气暂缓降息均属此前所预期之内，开市后投资者风险偏好有望保持相对高昂状态；风格上，从历年日历效应来看，春季躁动时期小盘及成长或更占优，阶段性避免对美出口敞口较大的公司；

1月以来人民币汇率变化及美联储降息预期下降导致债券市场货币宽松预期有所调整，广谱利率阶段性小幅上行，但债市调整未对资金持续流入转债市场构成影响，1月可转债ETF规模继续稳定增加，数个交易日出现正股等权指数收跌但转债等权指数收涨现象，反映市场配置力量充裕，资金逢低加仓；资产荒的大背景、利率低位+股市结构性行情的大类资产格局下，资金对稳健低波资产的追逐是转债配置力量保持充裕的核心原因，转债转股溢价率在股或债没有大幅下跌的背景下或延续高位；转债高估值状态带来对择券带来较大挑战，正股波动率对转债择券胜率尤为关键。

风险提示：海外市场动荡，存在不确定性。

证券分析师： 王艺熹（S0980522100006）、赵婧（S0980513080004）、董德志（S0980513100001）  
联系人： 吴越

## ◆ 策略专题:2月策略观点——以我为主，灵活应对

投资思路 1：灵活应对贸易不确定因素 •美国对墨西哥、加拿大加征关税，体现特朗普长期以来的单边主义倾向，以边境和芬太尼问题为由加征关税背后是对贸易逆差、美国国家安全问题的考量。2月5日下午外交部举行例行记者会，发言人表示中方对此强烈不满、坚决反对，中方采取的措施是维护自身正当权益的必要之举。贸易战、关税战没有赢家，施压威胁对中国行不通。中方敦促美方纠正错误的做法，通过平等的磋商解决各自的关切，推动中美关系稳定、健康、可持续发展。潜在关税影响下，2025年我国出口或呈现前高后低的节奏。投资思路，关注两个维度：一是产业链在国内形成但国产化程度偏低的企业，主打产业升级的逻辑；二是产业链被动外移且国产化程度较高的企业，主打技术可控的投资逻辑。•黄金作为非主权属性的全球“无国籍货币”，在地缘博弈加剧下正成为国家储备多元化及民间财富保值的核心载体。短期来看，美国对外关税预期扰动下，全球避险储备资产的进口需求激增或放大黄金价格弹性，LME 现货流动性趋紧或引发技术性逼空，加剧市场双向波动风险。中期来看，1月美联储发布会上鲍威尔偏鸽的表态重塑美联储降息路径，弱美元周期将驱动金价中枢上移。

投资思路 2：年报预告下的配置线索 •一级行业方面，预喜率高于 50%的仅有有色金属、石油石化、美容护理、非银金融和综合 5 个行业，公用事业接近 50%。其中上游预喜率较高的行业，扭亏样本对预喜率起到了一定的拉动作用，美容护理、非银金融、公用事业扭亏样本对预喜率的驱动效应低于上游。具体到个股驱动力上，通信、非银已披露市值 top3 样本 2024Y 业绩增速在 60%以上。•细分行业方面，从预喜率视角出发，工程机械、保险、贵金属、养殖业预喜率在 70%以上，12 个二级行业预喜率在 60%+。中位数增速方面，保险(+135%)、航空机场(+109%)领先；互联网电商(+77.6%)、电子化学品(+75.2%)、贵金属(+64.4%)、电机(+60.6%)相对领先。综合头部个股驱动、业绩变化原因看，TMT 部分细分板块（元件、消费电子、电子化学品等）颇具亮点。•中观视角寻找产成品/终端品价格回暖，中间价差维持不变或者增厚的行业：中游的农副食品加工业、化学原料及化学制品制造业、新能源业、高端装备制造业、航空运输业互联网及软件信息技术服务业；以及下游的计算机通信电子设备及仪器仪表制造业、健康医疗、住宿业、非金属矿物品业。

投资思路 3：交易 DeepSeek 新浪潮 •1月20日 DeepSeek R1 发布，性能比肩 OpenAI-O1，推动 AI 生态繁荣发展，引入 MLA 和 MoE、基于 GRPO 全自动强化学习框架令其拥有更低的训练成本，使用 GPU 底层 PTX 编程或突破英伟达 CUDA 壁垒。我们认为，DeepSeek 之于产业链中上游“卖铲人”/Supplier，从“规模优先”到“效率优先”的迭代方向使得先进算力刚需预期有松动，但应用场景的爆发式增长后，“卖铲人”仍有确定性机会，受益全程但波动放大；DeepSeek 之于产业链下游，各行业的数字化转型进程加速，预计将带动国内云厂商利润率向海外云厂商靠拢。“AI+企业服务”、“AI+数据安全”、“AI+广告电商”等方向百花齐放。以史为鉴，硅基替代浪潮下，当前不论是“卖铲人”还是“淘金者”的产业格局均未定型，产品+业绩是“常胜将军”穿越周期的必要条件，从普涨到分化段关注分子端弹性与现金流质量。

配置建议：以我为主，灵活应对 •不需要在当下进行景气验证的进攻品种交易层面予以关注：AI Agent、大模型下游应用端、科创 ETF、低空经济等，跟随产业链核心催化进行交易；•自下而上基于贸易不确定因素构建组合：1）产业升级：产业链在国内形成但国产化程度偏低的企业；2）技术可控：二是产业链被动外移且国产化程度较高的企业；红利资产短期超额收益进一步收敛；•中期维度关注供需前景优化的细分行业：机械（通用设备、自动化设备）略占优，电力设备（风电、光伏）2025 年或迎底部拐点；弱美元周期将驱动金价中枢上移。

风险提示：美联储货币政策不确定性；海外地缘政治冲突加剧；文中提及个股均为客观数据梳理，不构成投资推荐的依据。

证券分析师： 王开（S0980521030001）、陈凯畅（S0980523090002）

## 行业与公司

### ◆ 商贸零售行业 2 月投资策略暨 2024 年年报前瞻-政策催化仍有望延续，静待行业基本面拐点

2024 年消费基本面仍有所承压，政策密集出台静待拐点。2024 年全年，社会消费品零售总额同比+3.5%。其中，商品零售同比增长 3.2%，服务零售额同比增长 6.2%。整体居民消费仍处于稳步回暖趋势中，但居民消费能力和消费信心仍有进一步释放的潜力。具体来看各细分板块业绩前瞻情况：

1) 美容护理：2024 年化妆品社零下滑 1.1%，行业表现较为平淡，但预计板块公司收入端预计好于行业大盘，主要受益于明确的国货替代趋势。不过随着线上渠道同质化竞争加剧，部分品牌的利润端表现有所承压。其中具备强产品迭代能力，以及对渠道切换把握敏锐的上市龙头仍有望实现远好于行业的增长表现。2) 黄金珠宝：2024 年黄金珠宝行业社零下滑 3.1%，去年二季度以来由于金价持续高位波动，推升了非刚需首饰金品类的消费者观望心理，行业需求承压，但预计四季度开始在旺季需求催化下，板块企业终端销售环比有所好转，但各企业由于品类占比和经营模式差异，利润端仍将持续分化。3) 跨境电商：收入端受益于海外需求稳步增长和国内政策助推，但利润端预计分化较为明显，短期在地缘政治局势不明朗的背景下，企业经营存在因贸易关税、运费波动等外部因素带来的成本费用端扰动，其中具备平台化运营能力，和具备较强品牌力的企业预计相对抗风险能力更强。4) 商超百货：从行业数据来看，2024 年百货业态社零下滑 2.4%，而超市业态增长 2.7%。当前消费力仍待释放背景下，渠道价格端仍有压力。同时板块内主要企业处于转型期，基本面仍待拐点，其中顺应当前性价比消费趋势，积极通过供应链升级，打造如奥特莱斯、硬折扣店等业态企业，表现相对更优。

投资建议：维持板块“优于大市”评级。整体消费板块在当前大环境抑制需求释放背景影响下，2024 年业绩均有所承压，但 2025 年在政策刺激，企业转型等自上而下多维度催化下，板块有望迎来困境反转行情。具体子板块来看：1) 传统零售：促消费政策有望带来需求刺激，企业自身积极围绕商品力、服务力进行业态调改创新，同时国改、市值管理等有望推动价值重估。推荐：百联股份、重庆百货、名创优品、永辉超市等。2) 黄金珠宝：板块业绩受金价高位压制需求释放，但估值已较充分反映悲观预期，2025 年受益促消费政策、金价企稳等有望迎来业绩边际改善。主要推荐：老凤祥、周大生、老铺黄金、周大福等。3) 美容护理：业绩基本面在消费领域横向对比仍具备优势，且品牌化及国产替代的长叙事仍在延续，龙头企业的板块历史估值弹性亦较大。推荐：丸美生物、珀莱雅、巨子生物、登康口腔等。4) 跨境电商：海外电商消费景气度延续，而对未来关税贸易政策的不确定性担忧，龙头品牌力具备向终端提价传导成本的能力，同时也可通过区域市场多元化弱化影响。主要推荐：小商品城、安克创新等。

风险提示：消费复苏不及预期；行业竞争加剧；企业管理层变化等。

证券分析师： 张峻豪（S0980517070001）、柳旭（S0980522120001）、孙乔容若（S0980523090004）

### ◆ 商贸零售行业快评：消费增长新范式思考系列-破局“降级与内卷”的增长新模型，从老铺黄金和毛戈平谈起

近两年来，老铺黄金和毛戈平等国内高端品牌在大环境承压下持续呈现逆势高速增长，打破了当前市场主流的“消费降级”和“内卷式竞争”的论调，两者与国内同业差异化的品牌定位，商业模式及经营杠杆，均有着一定的研究和参考意义。

国信零售观点：首先，虽然宏观环境波动带来了一定的消费力承压，但在当前国内消费品供给日益丰富以及需求结构多元化的背景下，一个产品的价值已不能简单在同品类赛道下去比较，老铺与毛戈平的高定价均是基于特定客群和特定场景的定位，通过精细化打磨的产品和服务，强化消费者认同，最终形成强有力的品牌忠诚度和竞争壁垒，从而带来业绩增长空间的确定性。

其次，不同于此前的加盟开店以及电商获客两种经营杠杆模式，老铺黄金与毛戈平依托强品牌和强服务，实现了公域裂变获客与私域成交沉淀的结合，既保障了营销传播裂变效率，也提升了盈利能力，从而带来当前业绩的高成长性。

最后，由于两者的特殊品牌定位和差异化经营模式，所带来的在当前环境下较为稀缺的增长确定性和高成长性。我们认为在定价过程中应更多考虑其自身远期空间的测算来判断，而淡化同品类但模式传统的同业标的估值基准，并在后续基于其潜在竞争格局变化，用户群体需求变化以及自身品牌力变化来进行修正。

整体来看，我们继续看好老铺黄金以及毛戈平等国内细分高端品牌，通过前期坚守定位下积累的品牌优势，并在当前通过差异化经营杠杆实现破圈式增长，从而在目前的消费市场环境下，独具高增长的稀缺性。

证券分析师： 张峻豪（S0980517070001）、柳旭（S0980522120001）、孙乔容若（S0980523090004）

## ◆ 化工行业月报：氟化工行业：2025 年 1 月月度观察-制冷剂价格继续上涨，氟化工企业四季度业绩大增

1 月氟化工行情回顾：截至 1 月末（1 月 27 日），上证综指收于 250.60 点，较 12 月末（12 月 31 日）下跌 3.02%；沪深 300 指数报 3817.08 点，较 12 月末下跌 2.99%；申万化工指数报 3261.94，较 12 月末下跌 0.57%；氟化工指数报 1283.43 点，较 12 月末下跌 0.58%。1 月氟化工行业指数跑输申万化工指数 0.01pct，跑赢沪深 300 指数 2.41pct，跑赢上证综指 2.44pct。据我们编制的国信化工价格指数，截至 2025 年 1 月 27 日，国信化工氟化工价格指数、国信化工制冷剂价格指数分别报 1135.49、1611.87 点，分别较 11 月底+1.41%、+4.72%。

制冷剂内销价格方面，据氟务在线，截至 1 月 27 日，R22 市场报盘上涨至 35500 元/吨，体现了工厂对配额缩量后的供给担忧；R125 报盘 42000 元/吨；R134a 货源紧缺现象难以缓解，散水控量发货，企业报盘提升到 44000 元/吨附近；R32 春季需求预期增速明显，当前零售报盘提升至 43000 元/吨；R404、R507 因 R143、R125 原料提价逐步传导，现阶段市场上涨 1000-2000 元/吨，多品种主流报盘 43000-44000 元/吨；R142b 企业惜库情绪升级，封盘不报之下报价混乱。外贸市场方面，近期外贸 R22、R32、R134a、R410a、R125 市场整体表现向好，企业将 R32、R125、R410、R134a 品种报价均上调至 42000 元/吨以上，R22 内外贸报价协同一致，R404、R507 受益于 R125 市场价格上涨，当前企业出厂提价至 42000 元/吨，内外贸价差快速收敛。

2024 年制冷剂出口数据出炉，R32 出口量价齐升。2024 年来，我国不同品类制冷剂出口情况出现分化。2024 年 1-12 月，我国 R22 出口 8.15 万吨，同比-13.67%；R32 单质出口 5.70 万吨，同比+14.69%；R125/R143a/R143 出口 1.75 万吨，同比-22.22%；R134a 出口 12.45 万吨，同比-10.50%。此外，混配制冷剂 R410A 折合 R32 出口量在 4.04 万吨附近，综合推算，2024 年制冷剂 R32 出口总量在 9.74 万吨附近，2024 年度 R32 的外用配额为 9.76 万吨，年度外用配额基本消化完毕。R134a 外用配额消耗在 95%左右，下半年出口表现较好。R125/R143 系列出口量持续下滑，根据 R125/R143 系列出口推算，R125 外用配额消耗约为 70%，R143a 消化约 75%。出口价格方面，截止至 2024 年 12 月出口均价，R22、R32、R134a 等产品外贸价格与内贸价格仍然倒挂：外贸价格低于内贸价格，但 R32 价差快速收敛。此外，根据氟务在线报盘，近期外贸 R22、R32、R134a、R410a、R125 市场整体表现向好，企业将 R32、R125、R410、R134a 品种报价均上调至 42000 元/吨以上，R22 内外贸报价协同一致，R404、R507 受益于 R125 市场价格上涨，当前企业出厂提价至 42000 元/吨，零售市场方面企业对外报盘更进一步上调。

2025 年制冷剂配额核发，看好产品长期景气度延续。2024 年 12 月 16 日，生态环境部发布《关于 2025 年度消耗臭氧层物质和氢氟碳化物生产、使用和进口配额核发情况的公示》，生态环境部受理了 48 家企业提交的 2025 年度二代制冷剂生产、使用配额申请，受理了 67 家企业提交的 2025 年度三代制冷剂生产、进口配额申请，并对最终各企业生产、进口二代、三代制冷剂配额进行了公示。其中 HCFCs 落实年度履约淘汰任务，生产量削减了 4.99 万吨，减幅 23.37%；三代制冷剂生产和使用总量控制目标保持在基线值，维持了 2024 年的生产配额总量为 18.53 亿吨 CO<sub>2</sub>、内用生产配额总量为 8.95 亿吨 CO<sub>2</sub>、进口配额总量为 0.1 亿吨 CO<sub>2</sub>，在具体细分品类上，根据 2024 年的供需情况，R32、R125、R143a 相比 2024 年配额有所增加，R134a 相比 2024 年有所减少。我们认为，制冷剂配额政策的严肃性将持续，在供给端长期强约束的背景下，我们持续看好制冷剂产品长期景气度的延续。

2024 年空调生产基数较高，2025 年国补政策延续。2024 年来，在国补政策刺激下，国内家电空调市场

从 8 月开始回转，并在四季度进入了年底冲刺阶段；海外市场受欧美夏季高温、海外补库需求持续、美国降息刺激消费、新兴市场特别是东南亚和拉美地区的快速增长影响，2024 年家用空调外销量同比快速提升。2025 年，空调原材料价格居于高位，制冷剂价格也在不断上行，2025 年一季度存在去年高基数的增长压力。但国补政策延续，我国三四线城市市场较大且基数较小，未来增长空间可观。出口方面，去年受春节假期影响，基数较小，且海外客户订单增长需求仍然存在，预计今年一季度空调出口仍将快速增长。此外，特朗普关税目前暂未明显提升，抢出口现象也未出现，预计随着海外补库尾声接近，出口增速将回落至个位数。根据国家统计局数据显示，2025 年 12 月中国空调产量 2369 万台，同比上涨 10.06%；1-12 月累计产量 23187 万台，同比增长 8.12%。据产业在线家用空调排产报告显示，2025 年 1 月家用空调内销排产 724 万台，同比-1.1%；2 月排产 727 万台，同比+19.8%；3 月排产 1380 万台，同比+11.7%；4 月排产 1402 万台，同比+14.0%。2025 年 1 月家用空调出口排产 990 万台，同比+10.7%；2 月出口排产 866 万台，同比+38.6%；3 月出口排产 1113 万台，同比+10.4%；4 月出口排产 1075 万台，同比+9.2%。

本月氟化工要闻：巨化股份发布 2024 年年度业绩预增公告、三美股份发布 2024 年年度业绩预增公告、永和股份发布 2024 年年度业绩预增公告、昊华科技 45 亿配套资金募集完成、三美股份四代制冷剂等项目环评公示、巨化股份 5000t/a 巨芯冷却液-全氟聚醚衍生物工艺研究项目环评公示、巨化股份将设立制冷剂销售部门。

投资建议：2025 年制冷剂配额核发情况公示，二代制冷剂履约加速削减，三代制冷剂 R32 同比增发 4.0 万吨，R22、R32 等品种行业集中度高；需求端受国补政策刺激、欧美补库、东南亚等新兴区域需求增长等因素影响，海内外空调生产、排产大幅提升。二代制冷剂 R22 等品种在供给快速收缩、空调维修市场的支撑下，预计 2025 年将出现供需缺口；三代制冷剂 R32 供给虽同比小幅提升，但 2024 年库存消耗殆尽，需求端也呈现快速增长，预计 2025 年将保持供需紧平衡。我们认为，制冷剂配额约束收紧为长期趋势方向，在此背景下，我们看好 R22、R32 等二代、三代制冷剂景气度将延续，价格长期仍有较大上行空间；对应二代、三代制冷剂配额龙头企业有望保持长期高盈利水平。建议关注产业链完整、基础设施配套齐全、制冷剂配额领先以及工艺技术先进的氟化工龙头企业及上游资源龙头。相关标的：巨化股份、三美股份等公司。

风险提示：氟化工产品需求不及预期；政策风险（氟制冷剂环保政策趋严、升级换代进程加快、配额发放政策变更等）；全球贸易摩擦及出口受阻；地产周期景气度低迷；各公司项目投产进度不及预期；原材料价格上涨；化工安全生产风险等。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、张歆钰（S0980524080004）

## ◆ 公用环保 2025 年 2 月投资策略：24 年全社会用电量 9.85 万亿 kWh（+6.8%），公用环保 24Q4 基金持仓梳理

市场回顾：1 月沪深 300 指数下跌 2.99%，公用事业指数下跌 5.18%，环保指数下跌 4.23%，月相对收益率分别为-2.18%和-1.23%。电力板块子板块中，火电下跌 5.61%；水电下跌 4.32%，新能源发电下跌 6.03%；水务板块下跌 3.80%；燃气板块下跌 6.59%。

重要事件：24 年全社会用电量 98521 亿 kWh（+6.8%），其中规模以上工业发电量为 94181 亿 kWh。分产业来看，第一产业用电量 1357 亿 kWh（+6.3%）；第二产业用电量 63874 亿 kWh（+5.1%）；第三产业用电量 18348 亿 kWh（+9.9%）；城乡居民生活用电量 14942 亿 kWh（+10.6%）。

专题研究：公用环保 24Q4 基金持仓梳理。公用环保板块 24Q4 基金重仓持仓总市值 778.24 亿元，环比下降 12.83%。其中公用事业板块 85 家，持仓总市值 693.07 亿元，环比下降 14.43%；环保板块 50 家，持仓总市值 85.16 亿元，环比增长 2.84%。

投资策略：公用事业：1. 煤价电价同步下行，火电盈利有望维持合理水平，推荐全国大型火电企业华电国际、国电电力以及区域电价较为坚挺的上海电力；2. 国家持续出台政策支持新能源发展，新能源发电盈利有望逐步趋于稳健，推荐全国性新能源发电龙头企业龙源电力、三峡能源以及以及区域优质海上风电企业广西能源、福能股份、中闽能源；3. 装机和发电量增长对冲电价下行压力，预计核电公司盈利仍将维持稳定，推荐核电运营标的中国核电、中国广核；国家电投整合核电资产，打造 A 股第三家核电运

营商，推荐重组标的电投产融；4. 全球降息背景下高分红的水电股防御属性凸显，推荐业绩稳健性和成长性兼具的水电龙头长江电力；5. 燃气推荐具有区位优势，量价张力较强的城市燃气龙头华润燃气，以及具有海气贸易能力，特气业务锚定商业航天的九丰能源。环保：水务&垃圾焚烧行业进入成熟期，自由现金流改善明显，再叠加无风险收益率的持续走低，投资者的预期回报率和风险偏好均有所下降，建议关注环保板块中的“类公用事业投资机会”，推荐光大环境。欧盟 SAF 强制掺混政策生效在即，对原材料需求增加，国内废弃油脂资源化行业有望充分受益，推荐山高环能。

风险提示：环保政策不及预期；用电量增速下滑；电价下调；竞争加剧

证券分析师：黄秀杰（S0980521060002）、郑汉林（S0980522090003）、刘汉轩（S0980524120001）

联系人：崔佳诚

## ◆ 春节数据解读暨 2 月投资策略：黄金周出行热度不减，入境游、下沉消费结构亮点突出

n 假期港/美股行情回顾：假期港股消费龙头、美股 AI+教育领涨。节前 A 股收盘至今（2025.1.28-2.4）恒生科技涨 6.2%，节后开盘首日港股震荡，但次日即因关税渐进式加征而大涨，叠加春节出行热度不减、假期国产模型持续升温，港股消费龙头、AI+教育应用方向整体领涨。n 春节消费总览：春运期间居民出行热度不减，春节黄金周在高基数下呈现韧性。2025 春运前 21 天全社会跨区域人员流动量同比增长 7.7%，其中铁路、民航客流各增长 6.7%、6.3%，与节前预测相符。春节假期跨区域流动量同比增长 0.8%，考虑去年春节假期从初一起 8 天，今年从除夕起 8 天，参考历史数据除夕和初一一般出行人次偏少，由此带来并不低的基数；同口径初一-初七客流增长 6.2%，出行韧性再获验证。n 结构亮点：跨境游、反向小城旅游、返乡下沉消费成为假期出行亮点。1、跨境游景气度延续，外国人入境游订单翻倍式增长。根据携程平台数据，春节假期跨境游整体订单同比去年增长三成，其中入境游门票订单同比去年增长 180%，入境游酒店订单同比增长超 6 成（2024 年 10-11 月外国人入境客流增长 45%）。2、非遗热门小城表现突出。2024 年年底“春节——中国人庆祝传统新年的社会实践”被列入人类非物质文化遗产代表作名录，携程平台上汕头、莆田、开封、黄山春节旅游订单同比增幅达两至四成。3、返乡带动县城下沉消费好于全国大盘。去哪儿数据显示，今年春节县城酒店预订量同比增长四成，其中高星酒店预订同比去年春节翻番，预订占比超连锁和低星酒店。n 子行业：景区整体相对平稳，本地消费客流景气。景区：部分景区天气因素扰动叠加去年基数不低，整体自然景区客流表现相对平稳，其中峨眉山表现相对突出。演艺：春节假期宋城演艺 13 大千古情春节总场次增长约 6%，西安、上海项目表现突出，其他有所回落。酒店：春节市场预计整体呈现“价格平稳、地域分化”的特点，其中小众目的地的酒店市场增长显著，山西忻州、云南临沧预订量同比增长超 50%。免税：春节前五天三亚国际免税城累计接待超 30 万人次，大年初四单日客流突破 7.6 万人次。本地消费：假期前三天全国 900 多个商圈客流量比去年春节同期增加 21%，假期前四天商务部重点监测零售餐饮销售额同比增长 5%，电影票房创新高，以旧换新带动家电、3C 等消费品双位数增长。n 投资建议：春节黄金周数据在去年高基数下平稳增长再次验证居民出游意愿与出行韧性，结构上下沉消费活力好于整体，免签政策叠加首个非遗春节带动假期入境游高景气，后续国内居民消费力修复与入境旅游在政策提振下均存在较大潜力。目前经济环境和市场风格下建议配置携程集团-S、美团-W、海底捞、同庆楼、学大教育、天立国际控股、亚朵、同程旅行、北京人力、峨眉山 A 等；中线优选中国中免、美团-W、华住集团-S、学大教育、携程集团-S、海底捞、天立国际控股、同程旅行、北京人力、BOSS 直聘、科锐国际、锦江酒店、同庆楼、行动教育、宋城演艺、百胜中国、九毛九、粉笔、海南机场、米奥会展、传智教育、君亭酒店、王府井、峨眉山 A、天目湖、三特索道、黄山旅游、广州酒家、首旅酒店、中青旅、奈雪的茶等。n 风险提示：宏观、疫情等系统性风险；政策风险；收购低于预期、股东减持风险、市场资金风格变化等。

证券分析师：曾光（S0980511040003）、钟潇（S0980513100003）、张鲁（S0980521120002）、杨玉莹（S0980524070006）

## ◆ 电子行业专题：电子 AI+系列专题报告（六）：DeepSeek 重塑开源大模型生态，AI 应用爆发持续推升算力需求

DeepSeek 发展突飞猛进，领跑开源大模型技术与生态，DeepSeek 模型已成为全球现象级模型。

DeepSeek (深度求索) 公司成立于 2023 年 7 月, 是一家致力于实现通用人工智能 (AGI) 的创新型科技公司。2024 年 12 月, DeepSeek-V3 发布, 性能对齐海外领军闭源模型。据官方技术论文披露, V3 模型的总训练成本为 557.6 万美元, 对比 GPT-4o 等模型的训练成本约为 1 亿美元。2025 年 1 月, DeepSeek-R1 发布, 性能对标 OpenAI-o1 正式版。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 月 1 日消息, 据彭博社报道, DeepSeek 的人工智能助手在 140 个市场下载次数最多的移动应用程序排行榜上名列前茅。国外大型科技公司如微软、英伟达、亚马逊等已先后上线部署支持用户访问 DeepSeek-R1 模型。2 月 1 日, 华为云官方发布消息, 硅基流动和华为云团队联合首发并上线基于华为云昇腾云服务的 DeepSeekR1/V3 推理服务。

DeepSeek 通过 MLA 和 DeepSeekMoE 实现高效的推理和低成本训练, 构建 DualPipe 算法和混合精度训练优化计算与通信负载; 通过 (分阶段) 强化学习实现性能突破。多头潜在注意力 (MLA) 通过低秩联合压缩技术, 大幅削减了注意力键 (keys) 和值 (values) 的存储空间, 显著降低了内存需求。DeepSeekMoE 架构采用了更为精细粒度的专家设置, 能够更加灵活且高效地调配资源, 进一步提升了整体的运行效率和表现。DeepSeek 模型对跨节点的全对全通信机制进行优化, 充分利用 InfiniBand 和 NVLink 提供的高带宽。创新性提出了 DualPipe 算法, 通过优化计算与通信的重叠, 有效减少了流水线中的空闲时间。采用 FP8 混合精度训练技术, 不仅极大地加快了训练速度, 还大幅降低了 GPU 内存的消耗。DeepSeek-R1-Zero 通过强化学习架构创新实现突破性性能, 核心技术创新体现在训练效能优化策略、双维度评价体系、结构化训练范式三个维度。DeepSeek-R1 采用分阶段强化学习架构演进, 包括冷启动阶段、面向推理的强化学习、拒绝采样与监督式微调、全场景强化学习等。

AI 应用爆发在即, 算力需求持续攀升, 关注 ASIC 及服务器产业链。Scaling Law 与 “涌现” 能力是大模型训练遵循的重要法则, 随着 ChatGPT 引领全球 AI 浪潮, 国内外科技公司纷纷发布 AI 大模型, 截至 24 年 7 月, 全球 AI 大模型数量约 1328 个 (其中美国位居第一位, 占比 44%; 中国位居第二位, 占比 36%), 模型的迭代加速、竞争加剧。同时, AI 模型向多模态全方位转变, AI 应用百花齐放, 企业主动拥抱 AI 应用市场。因此, 模型数量、模型参数、数据总量的持续增长及 AI 应用需求推动全球算力爆发式增长。在英伟达 GPU 随着架构的不断演进及算力的成倍增长, 于 AI 大模型训练中得到广泛运用的同时, 为了满足 CSP 客户更高性能和更好功能的需求, 定制化芯片 ASIC 的需求持续提升, 牧本钟摆从标准化逐渐摆向定制化。与之相应的算力基础设施持续建设和升级, 促使国内外云服务商资本开支持续高速增长, 带来 AI 服务器市场规模大幅提升, 预计到 26 年全球 AI 服务器出货量将达到 237 万台, 对应 2023-2026 年 CAGR 为 26%。

重点推荐组合: 中芯国际、翱捷科技、德明利、工业富联、沪电股份、联想集团、国芯科技、澜起科技、芯原股份、龙芯中科、东山精密、景旺电子。

风险提示: 宏观 AI 应用推广不及预期、AI 投资规模低于预期、AI 服务器渗透率提升低于预期、AI 监管政策收紧。

证券分析师: 胡剑 (S0980521080001)、胡慧 (S0980521080002)、叶子 (S0980522100003)、张大为 (S0980524100002)、詹浏洋 (S0980524060001)

#### ◆ 电子行业专题: 半导体专题: 多相电源是增量蓝海市场, 看好国产替代机遇

多相控制器+DrMOS 的多相电源是 XPU 主流供电技术。多相控制器与 XPU 通过协议通信, 不同 XPU 厂商具有不同的协议, 比如英特尔的 SVID、AMD 的 SVI2/3、英伟达的 OVR、基于 ARM 芯片的 AVS 等。DrMOS 是英特尔 2004 年推出的一种高效节能技术, 将驱动 IC 和 MOSFET 上下管集成到同一封装中, 不仅显著减小面积, 还极大降低由多个元件带来的寄生参数, 显著提升电源转换效率。DrMOS 主要有两种方案: 1) 驱动 IC 和 MOSFET 在不同晶圆上生产, 最后合封在一起, 称为合封 DrMOS; 2) 驱动 IC 和 MOSFET 在同一个 Die 上制造, 称为单芯片 DrMOS。多相控制器+DrMOS 的多相电源方案可以为 XPU 提供稳定的工作电压, 已成为其主流供电技术。

多相电源广泛应用于服务器、智驾、PC。1) 服务器领域: 超威 X13SWA-TF 主板供电方案中搭配了 2 颗多相控制器和 13 颗 DrMOS, MPS 预计其在服务器板卡级电源解决方案的可服务市场规模为 15 亿美元, 我们认为 GPU 等算力芯片需求量增加和功耗提高将带动多相电源量价齐升; 2) 智驾领域: 汽车智驾系统中的算力 SoC 芯片通常需要大电流供电, 在 MPS 提供的汽车主芯片电源方案中, 搭配了 2 颗 4 相控制

器和 8 颗 50A 的 DrMOS，汽车多相电源将随着汽车自动驾驶渗透率提高而增长。3) PC 领域：多相电源也用于 PC 主板和显卡，七彩虹的 iGame GeForce RTX 4080 SUPER 供电方案搭配了 3 颗多相控制器和 20 颗 DrMOS。

多相电源是增量蓝海市场，看好国产替代机遇。多相电源随着算力需求增加而增加，属于增量市场；同时由于壁垒高，竞争格局相对较好，属于蓝海市场。目前多相电源供应商主要是海外的 MPS、英飞凌、瑞萨、AOS 等，国内厂商在产品推出上已取得成果，进入客户导入和批量销售初期，后续国产替代进度可期。建议关注国内已布局多相控制器和 DrMOS 产品的公司杰华特、晶丰明源、芯朋微等。

风险提示：国产替代进程不及预期；产品研发不及预期，客户认证和拓展不及预期，行业竞争加剧的风险。

证券分析师： 胡剑（S0980521080001）、胡慧（S0980521080002）、叶子（S0980522100003）、张大为（S0980524100002）、詹浏洋（S0980524060001）

## ◆ 电新行业周报:光伏产业链周评（2 月第 1 周）-24 年国内光伏新增装机同比增长近三成，美国暂停 IRA 资金审批

### 【产业链价格】

主链方面，价格保持相对稳定。近两周，P 型方面，硅料、182 硅片、182 电池片、双玻组件价格环比持平。N 型方面，硅料、182 硅片、高效 TOPCon 双玻组件价格环比持平，高效 TOPCon 电池片价格上涨 0.003 元/W 至 0.293 元/W。数据详见 P6 表 1。本周 N 型硅料单 W 毛利约-0.007 元，硅片+电池+组件一体化单 W 毛利约-0.130 元；P 型硅料单 W 毛利约-0.020 元，硅片+电池+组件一体化单 W 毛利约-0.158 元。

辅材方面，银粉、重质纯碱价格小幅下跌。近两周，银粉价格下跌 30 元/kg 至 7900 元/kg，受此影响，主栅正银价格下跌 6 元/kg 至 7529 元/kg，细栅正银价格下跌 6 元/kg 至 7579 元/kg，背银价格上涨 21 元/kg 至 5030 元/kg。重质纯碱价格下跌 34 元/吨至 1498 元/吨。其他辅材价格基本不变。数据详见 P11 表 4。

2025 年初至今国内光伏组件累计招标 4.23GW，同比-75%，主要原因系并网消纳压力较大以及光伏发电项目回报率降低。2024 年全年累计招标 230.17GW，同比-22%。

组件出口方面，12 月我国组件出口疲软。2024 年 12 月我国光伏组件出口 20.99GW，同比增长 25%，环比增长 9%。其中 12 月组件出口欧洲 5.94GW，同比增长 19%，环比增长 33%；12 月组件出口印度 1.82GW，同比增长 14%，环比增长 28%。全年来看，我国光伏组件出口 284.0GW，同比增长 22%。其中组件出口欧洲约 102.0GW，同比减少 2%；组件出口印度 18.4GW，同比增长 57%。

### 【行业要闻&公司公告】

2024 年我国新增光伏装机 277.57GW。根据国家能源局发布的 2024 年全国电力工业统计数据，2024 年 12 月我国光伏新增装机 70.87GW，环比+183%，同比+34%。2024 年 1-12 月光伏新增装机 277.17GW，同比+28%；其中集中式新增 159.39GW，同比+33%，分布式新增 118.18GW，同比+23%。截至 12 月底，我国累计光伏装机容量约 889GW。

美国能源政策转向。当地时间 1 月 20 日，特朗普就任美国第 47 任总统，宣布美国将退出应对气候变化的《巴黎协定》并加大传统能源开采力度，结束拜登政府“绿色新政”；特朗普还要求所有联邦机构立即暂停发放 IRA 和 IIJA 资金，对已拨付资金无直接影响。

美国对所有中国商品加征 10%的关税。当地时间 2 月 1 日，美国总统特朗普签署行政令，对所有进口自中国的商品，美国将在现有关税基础上加征 10%的关税。此外，美国还将对进口自墨西哥、加拿大两国的商品加征 25%的关税，其中对加拿大能源产品的加税幅度为 10%。

信义光能：2024 年 12 月 31 日，公司发布 2024 年度负面盈利预告，预计 2024 财年实现归母净利润为 7.69-11.53 亿元人民币，同比减少 70%-80%，主要由于 2024 年光伏玻璃供需失衡以及价格大幅下跌导致收入及毛利率下滑、资产减值计提等。

协鑫科技：1 月 21 日，公司公布颗粒硅业务最新进展，24Q4 公司颗粒硅产量 7.09 万吨，销量 7.46 万

吨，含研发费用现金成本 28.17 元/公斤，较 24Q3 的 33.18 元/公斤环比下降 15%，刷新行业纪录。

#### 【行情复盘】

光伏板块普遍下跌，本周申万光伏设备指数下跌 1.9%。个股方面，本周高测股份下跌 8.2%，固德威下跌 6.4%，意华股份下跌 6.4%。

#### 【投资建议】

建议关注晶澳科技、信义光能、福莱特、聚和材料、阳光电源、第一太阳能（First Solar）、通威股份、隆基绿能、晶科能源、福斯特、爱旭股份、固德威、东方日升、迈为股份。

【风险提示】原材料价格下降不及预期，全球贸易形势变化，行业竞争加剧，政策变动风险。

证券分析师： 李恒源（S0980520080009）、袁阳（S0980524030002）

### ◆ 电新行业周报：风电/电网产业链周评（2 月第 1 周）-国管海域海风开发渐近，国家发文保障新能源消纳空间

#### 【风电】

2025 年至今，全国风机累计公开招标容量 6.7GW（+104%），其中陆上风机公开招标容量 6.7GW（+104%）。2025 年陆上风机（不含塔筒）平均中标价格为 1,477 元/kW。2024 年全年，全国风机累计公开招标容量 107.4GW（+61%），其中陆上风机公开招标容量 99.1GW（+70%），海上风机公开招标容量 8.4GW（-3%）。2024 年陆上风机（不含塔筒）平均中标价格为 1,359 元/kW。

根据风芒能源的统计，2024 年我国 12 家风电整机制造商合计中标规模 162.96GW（国内项目，不含框架采购及自建），同比+64%，其中中标规模前三的企业是金风科技（30.2GW）、运达股份（22.5GW）以及远景能源（22.2GW）。

根据国家能源局数据，2024 年 12 月我国新增风电装机 28.5GW，同比持平；全年新增风电装机 79.3GW，同比+5%；截至 2024 年末我国累计风电装机 520.7GW，占发电装机总容量的 15.5%。

近两周黑色类原材料价格环比小幅上涨，玻纤及环氧树脂价格保持稳定。

近两周风电板块普遍下跌，跌幅前三板块为塔筒（-5.6%）、整机（-2.5%）和系泊系统（-2.4%）。个股方面，近两周跌幅前三分别为天顺风能（-10.9%）、海力风电（-6.7%）和恒润股份（-6.4%）。

行业观点：海风方面，25 年上半年江苏、广东重大项目有望迎来正式开工；全国已核准待招标项目超 25GW，25 年有望成为创纪录的招标大年，持续形成催化。25 年是国管海风开发元年，预计规划、竞配、招标、政策会密集落地，“十五五”期间年均海风装机有望超 20GW，远超“十四五”水平。陆风方面，25 年行业装机有望超 90GW 创历史新高，主机价格预计保持平稳，技术降本推动盈利触底反弹。中国风机出海方兴未艾，25-26 年预计订单保持高增，制造业务迎来显著利润弹性。22-24 年零部件盈利能力持续下行，25 年有望迎来修复。

#### 【电网】

2024 年 12 月全国电源工程投资完成额为 3022 亿元，同比+54.0%；1-12 月累计完成额为 11687 亿元，同比+20.8%。2024 年 12 月全国电网工程投资完成额为 793 亿元，同比-3.0%；1-12 月累计完成额为 6083 亿元，同比+15.3%。

2025 年至今，火电新增核准容量 0.84GW，同比-79%；新增开工容量 2.0GW，同比-83%。2024 年全年，火电新增核准容量 44.44GW，同比-33%；新增开工容量 107.20GW，同比+8%。

2025 年 1 月 16 日，国网特高压设备 6 批招标结果公布，中标金额 82.26 亿元，同比+308%；中标标包 59 个，同比+13%。2024 年国家电网特高压设备类招标共 6 次，合计中标金额 261.5 亿元。

近两周取向硅钢及线缆级 EVA 价格相对稳定，聚乙烯 LLDPE 价格下跌。

近两周电网板块普遍上涨，涨幅前三分别为输变电设备（+4.4%）、线缆部件及其他（+3.2%）和电工仪器仪表（+2.0%）。个股方面，近两周涨幅前三分别为望变电气（+10.9%）、思源电气（+8.7%）和三星医疗（+5.0%）。

行业观点：国内网内 25-27 年具有极强的业绩确定性和稀缺性，25 年国网投资首次超过 6500 亿，23-25 年连续创新高；24 年特高压招标、开工进度不及预期，25 年有望迎来大幅增长。25 年有望成为全球 AIDC 建设元年，国内外主要云厂资本开支有望迎来放量，美国启动星际之门计划，四大云商未来四年年度投资有望增长超 50%；算力建设高度依赖电力，变压器、开关柜、HVDC/UPS、PSU 等环节龙头有望受益。柔直是特高压未来重要技术方向，未来 2-3 年渗透率有望持续提升，换流阀价值量迎来明显增长；25 年是国管海风开发元年，招标有望快速进入柔直时代。

#### 【投资建议】

风电：建议关注四大方向：1) 导管架产能占比较高、远期出口空间较大的塔筒/管桩龙头；2) 预期修复、出口空间逐步打开的海缆龙头企业；3) 国内盈利筑底、出口加速的整机龙头；4) 零部件企业 25 年量利齐增机会。建议关注金风科技、东方电缆、时代新材、禾望电气、三一重能、大金重工、日月股份、中际联合、金雷股份。

电网：建议关注五大方向：1) 特高压直流，重点关注柔性直流应用对于换流阀价值量的提升；2) 主网投资订单、交付双重景气，关注组合电器等环节；3) 电力设备出海，重点关注变压器、智能电表、环保气体开关等环节；4) 配电网升级改造，重点关注行业龙头；5) 数据中心电力设备，重点关注变压器、开关柜、UPS/HVDC 等环节。建议关注国电南瑞、许继电气、平高电气、思源电气、四方股份、金杯电工、三星医疗、海兴电力、金盘科技、明阳电气、禾望电气。

#### 【风险提示】

原材料价格大幅上涨，风电下游建设节奏不达预期，特高压核准开工进度不达预期，行业竞争加剧，政策变动风险。

证券分析师： 王蔚祺（S0980520080003）、王晓声（S0980523050002）

### ◆ 证券行业 2025 年 1 月报：指数行动方案下的新打法

指数化投资高质量发展，关注券商 ETF 做市及买方投顾业务机遇。伴随资本市场改革持续推进，资金结构及投资需求也出现深刻变化。一方面，保险资金等机构投资者资产负债表持续扩大，权益投资规模整体提升，权益基金类型及策略的丰富有助于帮助机构投资者构建投资组合，合理平衡收益与风险；另一方面，个人投资者在选择投资品种时，也更加注重产品的便捷性、低费率、灵活性和风格稳定性，个人对于 ETF 的投资热度持续提升。

《促进资本市场指数化投资高质量发展行动方案》聚焦丰富指数基金产品体系、加快优化指数化投资发展生态和加强监管防范风险三个核心目标，适时匹配了资金结构变化及不同投资者的投资需求。指数化投资当前的发展动向契合本次《方案》中指数化高质量发展目标。一方面，当前股票 ETF 数量、份额及净值占比均超 75%，且以规模指数 ETF 为主，其他指数 ETF、债券 ETF、商品 ETF 仍具备发展空间。另一方面，被动基金净值规模持续增长，对 A 股市场影响力持续扩大。截至 2024 年底，被动股基净值规模 35,071 亿元，占 A 股自由流通市值比重达 9.1%，被动股基份额增减对股市资金流动影响举足轻重。指数化投资高质量发展有助于维护资本市场稳定健康发展。

证券公司 ETF 做市、买方投顾等业务存发展机遇。我们假设证券公司 ETF 做市持仓规模为 600-1000 亿元，资金占用利率为 4%-7%，则 ETF 做市业务收入贡献为 24-70 亿元。鉴于做市业务集中度较高，大型券商更受益于 ETF 做市业务发展。买方投顾业务方面，上市券商加速财富管理转型，买方投顾成为重点发展方向。部分券商在半年报中披露了买方投顾业务发展概况，整体来看，账户资产规模、服务客户数等关键指标都取得良好表现。

市场交易活跃度有所下降，IPO 规模有所下降。（1）经纪业务方面，1 月 A 股日均成交金额为 12,054 亿元，环比-25.2%，同比+63.2%。（2）投行业务方面，1 月 IPO 数量为 12 家，募集资金规模为 71.305 亿元，环比-23.4%；1 月再融资规模为 834.196 亿元，环比+132.2%；1 月企业债和公司债承销规模为 3015.92 亿元，环比-5.26%。（3）自营业务方面，1 月上证综指-2.46%，沪深 300 指数-2.99%，创业板指数-3.63%，中证全债指数下跌 0.11%。（4）从反映市场风险偏好和活跃度的两融余额看，至 1 月 27 日，两融余额为 1.8 万亿元。

投资建议：我们对行业维持“优于大市”评级。着眼于严监管下的两条主线，我们判断行业集中度会进一步提升，机构定价权进一步加深，资管指数化进一步加强，监管要求进一步提高。重点推荐龙头券商中信证券、华泰证券。建议关注业务协同预期强的兴业证券，整合推进顺利的国联证券。

风险提示：经济复苏不及预期；市场竞争加剧；创新推进不及预期等。

证券分析师： 孔祥（S0980523060004）、王德坤（S0980524070008）

## ◆ 非银行业快评：关于深化新能源车险高质量发展的点评-完善车险生态，打通承保“痛点”

1月24日，金融监管总局、工业和信息化部、交通运输部、商务部正式印发《关于深化改革加强监管促进新能源车险高质量发展的指导意见》（金发〔2025〕4号，以下简称“《指导意见》”），为进一步深化车险综合改革，促进新能源车险高质量发展，提出一揽子政策。

国信非银观点：本次政策从产业链角度出发，通过联合各监管部门，针对当前新能源车险面临的承保难、赔付高、承保亏损等问题提出一系列解决方案，为后续持续完善新能源汽车系统化政策奠定基础。预计相应政策将强化监管与风险管控，通过完善行业标准、数据共享机制和穿透式监管，提升新能源车特有风险（如电池安全、技术迭代）的管理能力，促进行业规范化和风险防范水平提升。同时，政策或将推动险企与新能源车企、科技公司的跨界合作，拓展产业链服务能力，形成“车险+生态”的新模式。建议关注财险业务相对受益的龙头财险公司中国财险、中国平安、中国太保，维持上述公司“优于大市”评级。

证券分析师： 孔祥（S0980523060004）

联系人： 王京灵

## 金融工程

### ◆ 金融工程月报：券商金股 2025 年 2 月投资月报

券商金股股票池上月回顾

2025 年 1 月，应流股份、瑞芯微、广和通等券商金股股票的月度上涨幅度靠前。

2025 年 1 月，国金证券、东海证券、国投证券收益排名前三，月度收益分别为 8.42%、7.47%、6.18%，同期偏股混合型基金指数收益 0.15%，沪深 300 指数收益-2.99%。

2025 年以来，国金证券、东海证券、国投证券收益排名前三，年度收益分别为 8.42%、7.47%、6.18%，同期偏股混合型基金指数收益 0.15%，沪深 300 指数收益-2.99%。

券商金股股票池中选股因子表现

最近一个月，单季度 ROE、SUE、SUR 表现较好，日内收益率、BP、波动率表现较差；

今年以来，单季度 ROE、SUE、SUR 表现较好，日内收益率、BP、波动率表现较差。

券商金股股票池本月特征

截至 2025 年 2 月 5 日，共有 42 家券商发布本月金股。在对券商金股股票池进行去重后，总共有 284 只 A 股。

从绝对占比来看，本期券商金股在电子(13.45%)、汽车(7.87%)、机械(7.36%)、计算机(6.35%)、电力设备及新能源(6.09%)行业配置较高。

从相对变化来看，本期券商金股在电子(+2.03%)、汽车(+1.81%)、电力设备及新能源(+1.43%)行业增配较多，在食品饮料(-2.29%)、通信(-1.55%)、非银行金融(-1.17%)行业减配较多。

从风格暴露来看，本月券商金股股票池在风格上与上月基本保持一致。

在券商金股股票池中，如果前期市场的关注度相对较少，随着券商分析师将其推荐为金股，其获得的市场关注度将会明显提升。基于此，我们从买方关注度和卖方关注度两个视角，寻找出市场前期关注度相

对较少的券商金股。

券商金股业绩增强组合

本月（20250102-20250127），券商金股业绩增强组合绝对收益 1.82%，相对偏股混合型基金指数超额收益 1.66%。

本年（20250102-20250127），券商金股业绩增强组合绝对收益 1.82%，相对偏股混合型基金指数超额收益 1.66%。今年以来，券商金股业绩增强组合在主动股基中排名 21.39%分位点（742/3469）。

风险提示：市场环境变动风险，模型失效风险。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、张宇（S0980520080004）

## ◆ 金融工程日报:开年首日沪指高开低走，DeepSeek 概念股全线爆发

市场表现：今日（20250205）规模指数中中证 2000 指数表现较好，板块指数中科创 50 指数表现较好，风格指数中中证 500 成长指数表现较好。计算机、传媒、综合金融、电子、综合行业表现较好，通信、煤炭、食品饮料、建材、交通运输行业表现较差。DeepSeek、云计算、智谱 AI、华为 HMS、华为鸿蒙等概念表现较好，光模块（CPO）、光通信、光芯片、基站、港口精选等概念表现较差。

市场情绪：今日收盘时有 83 只股票涨停，有 49 只股票跌停。昨日涨停股票今日收盘收益为 2.61%，昨日跌停股票今日收盘收益为-3.16%。今日封板率 69%，较前日提升 13%，连板率 31%，较前日提升 18%。

市场资金流向：截至 20250127 两融余额为 17740 亿元，其中融资余额 17645 亿元，融券余额 94 亿元。两融余额占流通市值比重为 2.3%，两融交易占市场成交额比重为 8.5%。

折溢价：20250127 当日 ETF 溢价较多的是银行 ETF 优选，ETF 折价较多的是银行 ETF 指数基金。近半年来大宗交易日均成交金额达到 15 亿元，20250127 当日大宗交易成交金额为 6 亿元，近半年来平均折价率 4.72%，当日折价率为 8.23%。近一年以来上证 50 股指期货主力合约年化升水率中位数为 0.01%，近一年以来沪深 300 股指期货主力合约年化贴水率中位数为 1.65%，近一年以来中证 500 股指期货主力合约年化贴水率中位数为 5.90%，近一年以来中证 1000 股指期货主力合约年化贴水率中位数为 9.94%，当日上证 50 股指期货主力合约年化贴水率为 0.90%，处于近一年来 46%分位点，当日沪深 300 股指期货主力合约年化贴水率为 1.29%，处于近一年来 54%分位点；当日中证 500 股指期货主力合约年化贴水率为 6.48%，处于近一年来 46%分位点；当日中证 1000 股指期货主力合约年化贴水率为 6.54%，处于近一年来 69%分位点。

机构关注与龙虎榜：近一周内调研机构较多的股票是鱼跃医疗、视源股份、移远通信、中泰股份、华曙高科、南京银行、舍得酒业、科泰电源等，鱼跃医疗被 134 家机构调研。20250205 披露龙虎榜数据中，机构专用席位净流入较多的股票是太辰光、五洲新春、岩山科技、利欧股份、万兴科技、南兴股份、首都在线、巨轮智能、酷特智能、普联软件等，机构专用席位净流出较多的股票是东航物流、汉得信息、视觉中国、华懋科技、光线传媒、天孚通信、安恒信息、瑞芯微、电工合金、中恒电气等。陆股通净流入较多的股票是利欧股份、太辰光、汇洲智能、巨轮智能、沃尔核材、岩山科技、华懋科技、五洲新春、首都在线、光线传媒等，陆股通净流出较多的股票是东航物流、汉得信息、新易盛、拓尔思、视觉中国、瑞芯微、万兴科技、金财互联、华胜天成、卫宁健康等。

风险提示：市场环境变动风险；本报告基于历史客观数据统计，不构成投资建议。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）

联系人： 李子靖

## 【市场数据】

## 商品期货

| 商品  | 收盘价      | 涨跌幅   | 商品        | 收盘价       | 涨跌幅   |
|-----|----------|-------|-----------|-----------|-------|
| 黄金  | 667.06   | 3.11  | ICE 布伦特原油 | 76.20     | 0.31  |
| 白银  | 8052.00  | 4.42  | 铜         | 75200.00  | -0.26 |
| 铝   | 20220.00 | 0.07  | 铅         | 17015.00  | 1.58  |
| 豆一  | 4000.00  | 1.01  | 锌         | 23395.00  | -0.93 |
| 豆粕  | 3316.00  | 5.06  | 镍         | 123130.00 | -0.53 |
| 玉米  | 2192.00  | 0.18  | 锡         | 252620.00 | 1.83  |
| 螺纹钢 | 3228.00  | -0.33 | SR503     | 5950.00   | 0.88  |

## 本月国内重要信息披露

| 公布日期       | 项目                 | 本期数据     | 上期数据     | 上年同期数据   | 发布主体   |
|------------|--------------------|----------|----------|----------|--------|
| 2024/11/30 | 11月PPI(%)          | -2.9     | -3.3     | -3.4     | PPI    |
| 2024/11/30 | 11月CPI(%)          | 99.4     | 99.4     | 100.2    | 国家统计局  |
| 2024/11/30 | 11月狭义货币(M1)同比(%)   | -0.03    | -0.06    | 0.01     | 中国人民银行 |
| 2024/11/30 | 11月狭义货币(M2)同比(%)   | 0.07     | 0.07     | 0.1      | 中国人民银行 |
| 2024/11/30 | 11月新增人民币贷款(亿元)     | 5216.0   | 2965.0   | 11120.0  | 中国人民银行 |
| 2024/11/30 | 11月贸易顺差总额(亿美元)     | 97443.13 | 95715.17 | 69334.24 | 国家商务部  |
| 2024/11/30 | 11月固定资产投资累计同比(%)   | 0.03     | 0.01     | 0.02     | 国家统计局  |
| 2024/11/30 | 11月工业增加值(%)        | 0.05     | 0.05     | 0.06     | 国家信息中心 |
| 2024/11/30 | 11月社会消费品零售总额_同比(%) | 0.03     | 0.03     | 0.02     | 国家统计局  |

## 近期非流通股解禁明细

| 代码        | 简称   | 本次解禁数量(万股) | 流通股股本(万股) | 流通股增加% | 上市日期       |
|-----------|------|------------|-----------|--------|------------|
| 301024.SZ | 霍普股份 | 2880.00    | 4239.00   | 100.00 | 2025-01-28 |
| 601921.SH | 浙版传媒 | 180000.02  | 222222.22 | 100.00 | 2025-01-23 |
| 001209.SZ | 洪兴股份 | 6497.49    | 9394.48   | 100.00 | 2025-01-22 |
| 002059.SZ | 云南旅游 | 6857.37    | 101243.48 | 100.00 | 2025-01-16 |
| 002187.SZ | 广百股份 | 18692.79   | 61761.91  | 100.00 | 2025-01-06 |
| 605287.SH | 德才股份 | 2865.13    | 10000.00  | 100.00 | 2025-01-06 |
| 600679.SH | 上海凤凰 | 550.77     | 34369.42  | 100.00 | 2024-12-23 |
| 000546.SZ | 金圆股份 | 6613.75    | 78048.26  | 99.54  | 2024-12-20 |
| 301096.SZ | 不适用  | 3960.00    | 10816.66  | 100.00 | 2024-12-20 |
| 688032.SH | 不适用  | 1985.72    | 4000.00   | 100.00 | 2024-12-20 |
| 600859.SH | 王府井  | 4147.65    | 113273.80 | 99.75  | 2024-12-17 |
| 301100.SZ | 不适用  | 15000.00   | 20000.00  | 100.00 | 2024-12-17 |
| 688246.SH | 不适用  | 3663.35    | 13787.75  | 100.00 | 2024-12-16 |
| 301138.SZ | 不适用  | 9000.00    | 12000.00  | 100.00 | 2024-12-16 |
| 301177.SZ | 不适用  | 36000.00   | 40001.00  | 100.00 | 2024-12-16 |
| 000737.SZ | 南风化工 | 104599.31  | 169128.73 | 100.00 | 2024-12-16 |
| 000401.SZ | 冀东水泥 | 106598.80  | 247935.72 | 99.97  | 2024-12-16 |

|           |      |          |           |        |            |
|-----------|------|----------|-----------|--------|------------|
| 603216.SH | 梦天家居 | 16600.00 | 22136.00  | 100.00 | 2024-12-16 |
| 301101.SZ | 不适用  | 8456.60  | 13434.14  | 100.00 | 2024-12-16 |
| 603071.SH | 不适用  | 32026.96 | 55795.44  | 100.00 | 2024-12-16 |
| 002074.SZ | 国轩高科 | 38416.33 | 156267.38 | 79.01  | 2024-12-16 |
| 688192.SH | 迪哲医药 | 21784.60 | 40000.01  | 100.00 | 2024-12-10 |
| 300678.SZ | 中科信息 | 381.96   | 12858.48  | 5.95   | 2024-12-10 |
| 688110.SH | 东芯股份 | 16571.30 | 44224.97  | 100.00 | 2024-12-10 |
| 600886.SH | 国投电力 | 48830.64 | 745417.97 | 100.00 | 2024-12-10 |
| 301168.SZ | 通灵股份 | 7034.70  | 12000.00  | 100.00 | 2024-12-10 |
| 301193.SZ | 家联科技 | 5985.00  | 12000.00  | 100.00 | 2024-12-09 |
| 301111.SZ | 粤万年青 | 8986.15  | 16000.00  | 100.00 | 2024-12-09 |
| 301179.SZ | 泽宇智能 | 9900.00  | 13200.00  | 100.00 | 2024-12-09 |
| 301126.SZ | 达嘉维康 | 8187.02  | 20650.57  | 100.00 | 2024-12-09 |
| 301199.SZ | 迈赫股份 | 7650.00  | 13334.00  | 100.00 | 2024-12-09 |
| 688151.SH | 华强科技 | 24234.68 | 34450.00  | 100.00 | 2024-12-06 |
| 301167.SZ | 建研设计 | 2400.00  | 8000.00   | 100.00 | 2024-12-06 |
| 301213.SZ | 观想科技 | 4804.56  | 7999.99   | 100.00 | 2024-12-06 |
| 000155.SZ | 川能动力 | 17899.55 | 144899.55 | 100.00 | 2024-12-03 |
| 301108.SZ | 洁雅股份 | 4571.77  | 8120.98   | 100.00 | 2024-12-03 |
| 301003.SZ | 江苏博云 | 1662.59  | 5826.66   | 100.00 | 2024-12-02 |
| 001317.SZ | 三羊马  | 5040.00  | 8004.00   | 100.00 | 2024-12-02 |
| 688230.SH | 芯导科技 | 4500.00  | 6000.00   | 100.00 | 2024-12-02 |
| 688112.SH | 鼎阳科技 | 7600.80  | 10666.67  | 100.00 | 2024-12-02 |

## 全球证券市场统计

### 股票市场指数

| 简称          | 最新收盘价    | 1日涨跌幅(%)  | 1周涨跌幅(%) | 1个月涨跌幅(%) | 3个月涨跌幅(%) | 12个月涨跌幅(%) | 30天波动率(%) |
|-------------|----------|-----------|----------|-----------|-----------|------------|-----------|
| 道琼斯工业平均指数   | 44873.27 | 0.712004  | 58.51    | 58.51     | 58.51     | 58.51      | 41.25     |
| 德国 DAX 指数   | 21585.93 | 0.373064  | 69.47    | 8.43      | 12.09     | 27.69      | 41.09     |
| 法 CAC40 指数  | 7891.68  | -0.186178 | 0.24     | 8.36      | 6.54      | 3.97       | 46.50     |
| 恒生指数        | 20597.09 | -0.927707 | 1.83     | 4.23      | -1.95     | 32.79      | 79.61     |
| 沪深 300 指数   | 3795.08  | -0.576200 | -0.57    | 0.52      | -6.16     | 18.58      | 69.78     |
| 美国 SP500 指数 | 6061.48  | 0.390866  | 0.36     | 2.00      | 4.81      | 22.63      | 46.52     |
| 纳斯达克综合指数    | 19692.33 | 0.194922  | 0.30     | 0.36      | 6.79      | 26.25      | 50.58     |
| 日经 225 指数   | 38831.48 | 0.085339  | -1.47    | -2.66     | 0.92      | 6.81       | 不适用       |

### 沪深港通资金流入流出 Top10

#### A 股资金流入流出前十

| 排序 | 代码        | 简称    | 价格(RMB)   | 涨跌幅(%)   | 流入资金(RMB, 万元) | 代码        | 简称    | 价格(RMB)  | 涨跌幅(%)   | 流出资金(RMB, 万元) |
|----|-----------|-------|-----------|----------|---------------|-----------|-------|----------|----------|---------------|
| 1  | 601318.SH | 中国平安  | 49.7200   | -2.2222  | 无数据           | 601318.SH | 中国平安  | 49.7200  | -2.2222  | 无数据           |
| 2  | 300750.SZ | 宁德时代  | 252.1200  | -1.8988  | 无数据           | 300750.SZ | 宁德时代  | 252.1200 | -1.8988  | 无数据           |
| 3  | 601288.SH | 农业银行  | 5.0500    | -2.1318  | 无数据           | 601288.SH | 农业银行  | 5.0500   | -2.1318  | 无数据           |
| 4  | 000063.SZ | 中兴通讯  | 42.5600   | 6.4532   | 无数据           | 603986.SH | 兆易创新  | 135.3500 | 6.2402   | 无数据           |
| 5  | 300502.SZ | 新易盛   | 102.5100  | -18.4941 | 无数据           | 000063.SZ | 中兴通讯  | 42.5600  | 6.4532   | 无数据           |
| 6  | 688256.SH | 寒武纪-U | 576.0000  | 0.6993   | 无数据           | 300502.SZ | 新易盛   | 102.5100 | -18.4941 | 无数据           |
| 7  | 600519.SH | 贵州茅台  | 1403.8000 | -2.1735  | 无数据           | 688256.SH | 寒武纪-U | 576.0000 | 0.6993   | 无数据           |

|    |           |      |         |         |     |           |      |           |         |     |
|----|-----------|------|---------|---------|-----|-----------|------|-----------|---------|-----|
| 8  | 000333.SZ | 美的集团 | 72.2100 | -2.2604 | 无数据 | 600519.SH | 贵州茅台 | 1403.8000 | -2.1735 | 无数据 |
| 9  | 002475.SZ | 立讯精密 | 40.4200 | 0.5723  | 无数据 | 000333.SZ | 美的集团 | 72.2100   | -2.2604 | 无数据 |
| 10 | 002230.SZ | 科大讯飞 | 54.4300 | 7.3994  | 无数据 | 002475.SZ | 立讯精密 | 40.4200   | 0.5723  | 无数据 |

**港股资金流入流出前十**

| 排序 | 代码      | 简称       | 价格(HKD)  | 涨跌幅(%)      | 流入资金<br>(HKD, 万元) | 代码      | 简称       | 价格(HKD)  | 涨跌幅(%)      | 流出资金<br>(HKD, 万元) |
|----|---------|----------|----------|-------------|-------------------|---------|----------|----------|-------------|-------------------|
| 1  | 0883.HK | 中国海洋石油   | 18.5600  | -0.01066098 | 26806.66          | 0700.HK | 腾讯控股     | 417.8000 | -0.00712928 | 515077.66         |
| 2  | 1398.HK | 工商银行     | 5.3600   | -0.00556586 | 54981.73          | 2800.HK | 盈富基金     | 无数据      | 无数据         | 363281.74         |
| 3  | 0941.HK | 中国移动     | 75.7000  | -0.01045752 | 71506.91          | 9988.HK | 阿里巴巴-W   | 97.5500  | -0.00102407 | 300077.69         |
| 4  | 3896.HK | 中企法巴八零六D | 8.2000   | -0.04428904 | 77976.23          | 0981.HK | 中芯国际     | 44.7000  | -0.01650165 | 261972.24         |
| 5  | 3896.HK | 金山云      | 8.2000   | -0.04428904 | 77976.23          | 1810.HK | 小米集团-W   | 39.6500  | 0.00252845  | 198287.01         |
| 6  | 1024.HK | 快手-W     | 45.4000  | 0.02947846  | 113748.08         | 3690.HK | 美团-W     | 150.9000 | 0.00066313  | 165458.27         |
| 7  | 3690.HK | 美团-W     | 150.9000 | 0.00066313  | 154535.13         | 2828.HK | 恒生中国企业   | 无数据      | 无数据         | 97967.82          |
| 8  | 1810.HK | 小米集团-W   | 39.6500  | 0.00252845  | 203261.65         | 1024.HK | 快手-W     | 45.4000  | 0.02947846  | 87905.45          |
| 9  | 0981.HK | 中芯国际     | 44.7000  | -0.01650165 | 257815.27         | 3896.HK | 中企法巴八零六D | 8.2000   | -0.04428904 | 86827.31          |
| 10 | 0700.HK | 腾讯控股     | 417.8000 | -0.00712928 | 290408.97         | 3896.HK | 金山云      | 8.2000   | -0.04428904 | 86827.31          |
| 11 | 9988.HK | 阿里巴巴-W   | 97.5500  | -0.00102407 | 310910.67         | 0941.HK | 中国移动     | 75.7000  | -0.01045752 | 45441.75          |

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

| 投资评级标准                                                                                                                                                                                                                                               | 类别         | 级别   | 说明                            |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|------|-------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票<br>投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数 10%以上           |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 中性   | 股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上           |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 无评级  | 股价与市场代表性指数相比无明确观点             |
|                                                                                                                                                                                                                                                      | 行业<br>投资评级 | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上         |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 中性   | 行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上         |

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032