

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-02-06

宏观策略

2025 年 02 月 06 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

--人形机器人深度之五：国内机器人行业深度：量产元年，百家争鸣【勘

误版】

产业明显提速，差异化渐显，短期工业场景有望率先落地，长期空间广阔。1) 产业在加速：产业政策密集出台，产业联盟&基金纷纷成立，融资数量大幅增长，推动产业形成“资金—技术—产品”闭环。2) 差异化渐显：国内机器人在上下肢、视觉等硬件方案及模型路线等软件层面存在差异化且仍未收敛。3) 短期爆发在即，长期空间广阔：应用环节较为明确为汽车、3C 行业，有望率先起量，逐步延伸至其他制造业及搬运、零售等服务业，有望于 2030 年走进家庭。据测算，预计 2030/2035 年机器人新增需求达 136/1163 万台。随大脑逐步完善及场景拓宽，关节数增加，线性关节逐步渗透，灵巧手收敛至五指方案，我们测算 2035 年大批量生产后，单体执行器价值量约 4 万元，旋转/线性执行器市场空间达 2154/2735 亿元。 初创机器人企业：背景多元，量产在即，潜力无限。我们梳理了智元、宇树、优必选、乐聚、普渡、傅利叶、银河通用、众擎、星动纪元、千寻智能共 10 家企业，初创企业机制较为灵活，创始团队在某一领域（运动控制为主）背景深厚，2024 年头部企业均发布最新机型，具备双足机器人的开发能力，并与车企等制造企业试点近半年，小批量测试阶段有望结束，25 年开启量产销售，多家企业预计 2025 年全年销售超千台。我们认为：1) 智元、宇树、优必选、乐聚进度较为领先，在全栈式布局、硬件性能&成本控制、场景应用、股东背景等领域具备优势；2) 银河通用、星动纪元、众擎、千寻智能则在大模型、运动控制算法等细分方向较为领先；3) 普渡、傅利叶由原本配送/康复机器人拓展，硬件&量产能力优秀。 互联网&整车企业：多元形式入局，推动产业加速。1) 互联网企业：多以投资&大模型&自研方式入局，关注软件端的大模型高于关注硬件，从“大脑”方面发力。目前国内互联网企业多集中于语言模型，也纷纷推出自研多模态大模型，也在往具身智能大模型方向发展，但与海外龙头企业仍有一定差距。其中，华为布局较为多样，模型端—盘古大模型较为领先，志在让人形机器人成为鸿蒙生态系统重要部分，车端—场景&制造资源协同，共同赋能国产人形机器人，投资端—注资极目机器人，加大投入。2) 整车企业：人形机器人在“感知+决策+执行”层面与智能驾驶均具备共同性，同时车企在应用端也是天然的落地场所，目前在智能驾驶投入层面华为于研发人员&算力规模均国内第一，有望于人形机器人领域延续领先地位。

国防军工行业深度报告：可控核聚变系列深度①：科普，从氘氚反应到托卡马克

风险提示：1) 技术成熟度不足；2) 技术更新迭代；3) 市场需求不确定性；4) 商业化进程缓慢。

建筑材料行业深度报告：居住产业链 2024Q4 公募基金持仓仍处低位，建筑、建材行业有所增配

我们选取了股票型基金中的普通股票型基金（剔除被动指数型基金和指数增强型基金）、混合型基金中的偏股混合型、平衡混合型和灵活配置型基金作为样本基金。 居住产业链重仓持股市值占 A 股比仍处于历史低位，建筑、建材有所加仓。本季度全部 A 股中居住产业链（申万新分类下地产、建筑、建材行业）基金重仓持股市值占 A 股比为 2.14%，环比上一季度-0.32pct，超配比例-2.10%（近 10 年百分比排位 44%），环比上一季度-0.21pct。 建筑、建材行业有所增配。申万新分类下地产、建筑、建材行业本季度基金重仓持股市值占 A 股比分别为 0.96%、0.63%、0.55%

(近10年百分比排位分别为3%、49%、13%)，环比上一季度分别-0.55pct、+0.17pct、+0.06pct，地产、建材行业基金重仓持股市值占A股比处于10年以来相对低位；地产、建筑和建材行业超配比例分别为-0.46%、-1.45%、-0.19%（近10年百分比排位分别为41%、74%、46%），环比上一季度分别-0.40pct、+0.10pct、+0.09pct，建筑、建材行业低配比例均略有缩小。自主划分的二级行业中，其他材料、专业工程、玻璃玻纤有所加仓，房地产开发减仓较多。基金重仓持股市值占流通盘比环比上一季度增加最多的三个子行业分别为其他材料（+0.32pct）、专业工程（+0.26pct）、玻璃玻纤（+0.24pct），减少最多的三个子行业分别为房地产开发（-1.76pct）、房地产服务（-0.10pct）、设计咨询（-0.09pct）。基金重仓持股市值占流通盘比近10年百分比排位最高的三个子行业分别为水泥（95%）、专业工程（67%）、基建房建（62%），近10年百分比排位最低的两个子行业分别为装饰装修（0%）、装修建材（13%）、设计咨询（13%）。风险提示：地产信用风险失控、政策定力超预期、数据统计存在允许范围内偏差的可能。

从电动车复盘看机器人行情演绎：奇点已至，万亿空间--人形机器人深度报告之六

u 投资建议：机器人当前类比2014年电动车，即将量产，开启10年产业大周期，强烈看好板块！1）T链：首推确定性龙头 Tier1【三花智控】【拓普集团】，Tier2【鸣志电器】【绿的谐波】【双环传动】，关注【北特科技】【浙江荣泰】【五洲新春】【斯菱股份】【大亚股份】【震裕科技】等；2）HW链：推荐【雷赛智能】【赛力斯】【富临精工】，关注【兆威机电】【蓝黛科技】【禾川科技】【豪能股份】【科力尔】【埃夫特】【拓斯达】等。3）NV链：推荐【伟创电气】【科达利】等。4）宇树：推荐【曼恩斯特】，关注【长盛轴承】【卧龙电驱】【奥比中光】。u 风险提示：量产进展不及预期；产业链降本不及预期；行业关键技术突破不及预期；市场竞争加剧

建筑材料行业跟踪周报：科技逐渐自信，地产链或迎来估值修复

地产链的估值也将被修复。仍然首选居住产业链的消费端公司，例如兔宝宝、欧派家居、北新建材、箭牌家居、奥普科技、伟星新材、公牛集团、萤石网络等。其次是利空出尽的工程材料公司，例如坚朗五金、三棵树、东方雨虹等，再次是财政加杠杆的方向也值得关注，西南水利建设相关的民爆和水泥公司，供给侧比较集中，例如易普力、华新水泥等。（2）在相当长的时间里，地产链将经历去产能的磨底出清过程。转型压力和IPO政策收紧增加了并购重组双方的意愿，但年初的对价差异较为明显。随着全年业绩落地和经济预期统一，双方对价差异有望明显收窄。类似于1999年和2015年，资本市场对并购重组的认可也是推波助澜的作用。我们建议关注存在并购重组预期的个股，或者已经公告持有新兴产业资产的个股，例如上海港湾（控股钛矿卫星组件）、诚邦股份（控股存储模组资产）、上峰水泥（参股半导体芯片资产）等等。（3）全球范围内中国将逐渐增加话语权和提供公共产品，中国企业也将获得加快参与全球建设的机遇。而且美元降息趋势下，新兴地区经济建设有望进入快车道，工业投资、基础设施建设将升温。综合新兴国家收入占比以及本土化的能力和技术实力，推荐上海港湾、中材国际、中国交建、米奥会展（与中小盘、社服共同覆盖）。另外，在脱钩断链和可能的高关税政策下，关注以欧美为主要消费地且海外产能占比高的公司，例如爱丽家居、中国巨石、匠心家居等。风险提示：地产信用风险失控、政策定力超预期。

工程机械海外市场分析之非洲：中资企业对外投资进程加速，矿山+基建需求增长未来可期

u 投资建议：2024 年国内龙头主机厂均于非洲地区实现高速增长，结合国内主机厂积极的海外开拓意愿和非洲矿业开采&城镇化带动的市场本身的扩张趋势，我们认为非洲工程机械市场有望成为国内主机厂未来数年实现业绩增长的核心驱动力量之一。推荐三一重工、中联重科、柳工、山推股份、恒立液压。 u 风险提示：行业周期波动，基建及地产项目落地不及预期，政策不及预期，地缘政治加剧风险。

医药生物行业跟踪周报：2025 年哪些医药股会取得显著超额收益？

春节期间美股生物技术 XBI 指数 4 个交易日微涨 0.23%，其中 MESO、CORT 等个股涨幅较大；港股生物科技指数涨幅基本持平，其中荃信生物、和铂医药涨幅领先。春节前周、年初至今 A 股医药指数涨幅分别为 0.07%、-3.77%，相对沪深 300 的超额收益分别为-0.05%、-0.78%；A 股医药春节前周原料药（+1.00%）、化药（+0.88%）、医药商业（+0.81%）等股价涨幅较大，中药（-1.68%）、医疗器械（-0.46%）等股价跌幅较大；春节前周 A 股涨幅居前健友股份（+12.87%）、南卫股份（+11.78%）、润达医疗（+9.00%），跌幅居前长药控股（-21.99%）、双成药业（-18.01%）、赛托生物（-15.39%）。 2025 年医药板块能否具有超额收益？截至目前医药板块跌幅约 3.8%、处于中位数位置，医药板块仍有望走出显著超额的原因为：1、仿制药及类似物采集影响边际减弱。2024 年针对中药、耗材及第十批集采落地，集采影响全部扩面，但 2025 年 500 个品种的集采目标进入尾声。另外 1 月 27 日医保局印发《按病种付费医疗保障经办管理规程》，重点强调加强按病种付费与医疗服务价格改革、集采、国谈等协同，同时做好即时结算等方面内容。2、医疗商业保险很可能催化创新药大行业。医保局积极推动丙类目录征求意见很可能一季度落地，有助于商保大发展。3、Q4 持仓结构再创新低。医药板块 4 年连续下跌，其占全 A 比例从 2021 年的 10%下降至今 6%、非医药公募基金 Q4 医药持仓估计约 5%，市值增加最多的为人福医药、药明康德、贝达药业、联影医疗、昆药集团等。4、医药估值水平颇具吸引力。我们预测 2025 年医药板块 PE 约 21 倍，其中医药行业、中药、医疗器械估值分别为 11 倍、17 倍、20 倍，处于较低水平。综合分析，重点推荐创新药、中药、CXO 及医疗器械等板块。 具体思路：1) 创新药领域：百利天恒、信达生物、益方生物、三生国健、奥赛康、百济神州、海思科、和黄医药、亚盛医药、迪哲医药、泽璟制药-U、恒瑞医药等；2) 中药领域：佐力药业、江中药

业、华润三九、济川药业、马应龙、方盛制药等；3) CXO 及科研服务领域：药明康德、药明合联、康龙化成、凯莱英等；4) 高端制剂领域：人福医药、恩华药业、苑东生物等；5) 临床及仿制药 CRO：诺思格、泰格医药等 6) GLP1 产业链领域：诺泰生物、博瑞医药等；

计算机 AI 行业点评报告：模型平权，推理爆发，看好端侧+应用

AI 方向投资思路： 1) 大厂线，小米系（【金山办公】、金山云、金山软件），字节系（汉得信息、润泽科技），阿里系（杭钢股份），腾讯系（泛微网络），华为系（能科科技）等； 2) Agent 线，【鼎捷数智、上海钢联（小钢机器人）】、汉得信息、泛微、彩讯、用友、金蝶； 3) 端侧，移远通信、广和通、美格智能、乐鑫科技、虹软科技（AI 眼镜）、萤石网络； 4) 数据中台：星环科技、普元信息、第四范式、优刻得 5) 其他 AI 应

用：【科大讯飞】、同花顺、三六零、福昕软件、合合信息、税友股份、润达医疗、新致软件、焦点科技、赛意信息。 具身智能相关公司：【能科科技】、道通科技、科大讯飞、天准科技、麦迪科技。

商贸零售行业深度报告：草根直击美国通胀：必选消费品涨价触目惊心——暨中美超市行业思辨

我们认为——中国和美国的超市行业，根本性的差异在于，【必选消费】价格机制的不同。 美国超市中，必选消费的占比非常大，而美国必选消费的涨价也十分凶悍，美国超市通过品牌优势和规模优势，在必选消费的涨价中，获得了显著的利益。 但中国必选消费没有这么暴力的涨价，整体价格比较平稳。中国的超市盈利，主要还是要依靠可选消费品种。我们认为，不论是山姆超市，还是胖东来，都存在一个【品牌出圈】的契机，而中国的超市品牌，未来的发展方向，也是要以品牌塑造和出圈为发展方向，更具有特点的超市品牌，是超市行业未来发展的核心方向。 投资建议：在 SKU 的独特性和品牌塑造上，推荐名创优品，超市&连锁零售方面推荐地方认知度较强的标的，推荐永辉超市，建议关注红旗连锁等。 风险提示：调研样本与整体情况或有偏差、无法覆盖个别特殊情况，调改&自有品牌经营风险、自有品牌经营风险等。

建筑装饰行业跟踪周报：政策有望更加积极，关注建筑央企和一带一路方向

（1）近期短期数据显示，此前增量财政政策对投资端和实物量的效果逐渐显现，展望 25 年上半年财政政策对实物量需求的积极影响有望延续。2024 年 12 月基建投资累计同比增速较上月加快 0.2pct 至 4.4%，财政政策发力对投资端的拉动有所显现；2024 年 12 月建筑业商务活动指数为 53.2%，较 11 月上升 3.5 个百分点，创 6 月以来新高。此前国务院国资委发布央企市值管理工作若干意见，明确提出要将市值管理作为一项长期战略管理行为，将市值管理纳入中央企业负责人经营业绩考核，我们认为国资考核的优化将促进央企进一步提升经营质量，叠加地方化债落地，建筑央企报表质量有望改善。保险及社保等中长期增量资金入市有望利好低估值、稳定分红的行业龙头、白马以及破净央企估值修复。我们建议关注估值仍处历史低位、业绩稳健的基建龙头央企和地方国企估值持续修复机会，推荐中国交建、中国电建、中国中铁，建议关注中国核建、中国化学等。（2）出海方向：2024 年 1-11 月我国对外承包工程业务完成营业额同比增长 4.5%，新签合同金额同比增长 13%，对外投资平稳发展；特朗普任职后近期开启关税贸易摩擦，后续外交博弈、贸易摩擦或加剧，一带一路战略推进或加码。预计基建合作是重要形式，海外工程需求景气度有望保持，海外工程业务有望受益，后续预计逐渐兑现到订单和业绩层面。建议关注国际工程板块，个股推荐中材国际、上海港湾，建议关注中工国际、北方国际、中钢国际等。（3）需求结构有亮点，新业务增量开拓下的投资机会：《2024-2025 年节能降碳行动方案》发布，在加快推动建筑领域节能降碳等政策推进下，装配式建筑、节能降碳以及新能源相关的基建细分领域景气度较高，有相关转型布局的企业有望受益，建议关注装配式建筑方向的鸿路钢构、华阳国际等；低空经济各地方政策催化不断，建议关注建筑和基建设计院板块，相关标的建议关注中交设计、设计总院、华设集团等。 风险提示：地产信用风险失控、政策定力超预期、国企改革进展低于预期等。

汽车周观点：1 月第 3 周乘用车同比+10.8%，继续看好汽车板块

春节行业核心变化：1) DeepSeek 大火提振国内 AI 技术创新信心；2) 美国对华加征关税 10%，对墨西哥加征 25%；3) 特斯拉 2024Q4 财报单车盈利略低于预期，财报电话会议公司对 FSD 和人形机器人 2025 年和未来表现信心均十足；4) 1 月主流 13 家车企新能源交付 61 万辆，同比 +45%，环比 -37%，总体符合预期。其中小鹏汽车 1 月交付量首次成为中国新势力新能源品牌第一名。5) 上汽集团 2024Q4 业绩符合预期，上汽通用大幅计提减值，利空或出尽。 2 月汽车观点：AI 与红利两条主线或并存。1) DeepSeek 有望进一步催化 AI 主线大行情，汽车智能化/人形机器人均是端侧重要应用，有望持续超预期。AI 主线首推【小鹏汽车】。2) 红利风格依然稳健，首选高分红+高成长【宇通客车】。 2025 全年观点：全面拥抱 AI (All in 汽车智能化+布局机器人)。2025 年是汽车智能化拐点之年，开启 3 年周期推动国内电动化渗透率实现 50%-80%+的跃升，整车格局迎来新的重塑阶段，零部件格局或上演强者恒强（且寻找机器人/全球化第二增长曲线）！AI 成长风格 2025 年优选组合：整车【小鹏汽车+上汽集团+赛力斯】，零部件【德赛西威+拓普集团+地平线机器人+伯特利+新泉股份】！红利风格 2025 年优选组合：【宇通客车+福耀玻璃+中国重汽 A/H】 风险提示：全球经济复苏力度低于预期；L3-L4 智能化技术创新低于预期；全球新能源渗透率低于预期；地缘政治不确定性风险增大。

保险资金配置变迁、2025 年预测及负债成本分析

投资建议：负债端资产端均有改善，低估值+低持仓，攻守兼备 1) 我们认为当前市场储蓄需求依然旺盛，在监管持续引导险企降低负债成本趋势下，保险公司利差压力预计逐渐得到缓解。2) 近期十年期国债收益率略回落至 1.63% 左右，我们预计，未来伴随国内经济复苏，长端利率若企稳或修复上行，则保险公司新增固收类投资收益率压力将有所缓解。3) 2024Q4 公募基金对保险股持仓环比减少 0.4pct 至 0.6%，持仓与估值均处于历史低位，负面因素反映充分。2025 年 1 月 27 日保险板块估值 0.50-0.80 倍 2025E P/EV，处于历史低位，行业维持“增持”评级。风险提示长端利率趋势性下行；股市持续低迷；新单增长不及预期。

金融产品跟踪周报：权益 ETF 系列：继续等待右侧，建议配置红利类 ETF、小盘成长类 ETF 和医药类 ETF

A 股市场行情展望：(2025.2.5-2025.2.7) 观点：短期可能调整，继续等待右侧。 日线级别上，高频宏观模型开始在 0 值附近震荡。恒生科技在 2025 年 1 月 20 日发出右侧信号，纳指金龙指数在 2025 年 1 月 24 日发出右侧信号，恒生指数在 2025 年 1 月 27 日发出右侧信号。这些都是 A 股左侧见底的信号。 2025 年 1 月 27 日受 DeepSeek 事件的影响，A 股中科技标的和海外相关科技标的均发生较大的调整。后续 A 股相关科技标的虽然短期存在调整的可能，但长期来看国产替代和 AI 应用的逻辑或将得到进一步加强。 月线级别上，2 月的低频月度宏观模型虽然仍然为负值，但评分较 1 月有所改善。细分方向，基本面、资金面和国际面表现较弱，估值面和技术面则发出相对积极的信号。 因此我们的结论是：2025 年 2 月受到美国关税影响，A 股 2 月前半段时间可能会发生一定的调整，但如果调整发生的话，A 股则会有更有吸引力的估值，2 月下半月可能会迎来估值修复。 具体方向上，可以关注 AI 应用方向（高胜率，DeepSeek 引起软件应用投资机会）和医药方向（高赔率，集采相关问题引起广泛议论）。 基金配置建议： 根据我们上述行情研判，我们认为

后续行情会逐渐从大盘价值风格转向小盘成长风格，但短期大盘指数仍然存在调整的可能。因此从基金配置的角度，推荐港股红利 ETF，小盘成长类 ETF，同时医药类 ETF 也可以考虑少量配置。风险提示：

1) 模型基于历史数据测算，未来存在失效风险；2) 宏观经济不及预期；3) 发生重大预期外的宏观事件。

国内机器人行业梳理：量产元年，百家争鸣

产业明显提速，差异化渐显，短期工业场景有望率先落地，长期空间广阔。1) 产业在加速：产业政策密集出台，产业联盟&基金纷纷成立，融资数量大幅增长，推动产业形成“资金—技术—产品”闭环。2) 差异化渐显：国内机器人在上下肢、视觉等硬件方案及模型路线等软件层面存在差异化且仍未收敛。3) 短期爆发在即，长期空间广阔：应用环节较为明确为汽车、3C 行业，有望率先起量，逐步延伸至其他制造业及搬运、零售等服务业，有望于 2030 年走进家庭。据测算，预计 2030/2035 年机器人新增需求达 144/622 万台。随大脑逐步完善及场景拓宽，关节数增加，线性关节逐步渗透，灵巧手收敛至五指方案，我们测算 2035 年大批量生产后，单体执行器价值量约 6 万元，旋转/线性执行器市场空间达 1332/2521 亿元。初创机器人企业：背景多元，量产在即，潜力无限。我们梳理了智元、宇树、优必选、乐聚、普渡、傅利叶、银河通用、众擎、星动纪元、千寻智能共 10 家企业，初创企业机制较为灵活，创始团队在某一领域（运动控制为主）背景深厚，2024 年头部企业均发布最新机型，具备双足机器人的开发能力，并与车企等制造企业试点近半年，小批量测试阶段有望结束，25 年开启量产销售，多家企业预计 2025 年全年销售超千台。我们认为：1) 智元、宇树、优必选、乐聚进度较为领先，在全栈式布局、硬件性能&成本控制、场景应用、股东背景等领域具备优势；2) 银河通用、星动纪元、众擎、千寻智能则在大模型、运动控制算法等细分方向较为领先；3) 普渡、傅利叶由原本配送/康复机器人拓展，硬件&量产能力优秀。互联网&整车企业：多元形式入局，推动产业加速。1) 互联网企业：多以投资&大模型&自研方式入局，关注软件端的大模型高于关注硬件，从“大脑”方面发力。目前国内互联网企业多集中于语言模型，也纷纷推出自研多模态大模型，也在往具身智能大模型方向发展，但与海外龙头企业仍有一定差距。其中，华为布局较为多样，模型端—盘古大模型较为领先，志在让人形机器人成为鸿蒙生态系统重要部分，车端—场景&制造资源协同，共同赋能国产人形机器人，投资端—注资极目机器人，加大投入。3) 整车企业：人形机器人在“感知+决策+执行”层面与智能驾驶均具备共同性，同时车企在应用端也是天然的落地场所，目前在智能驾驶投入层面华为于研发人员&算力规模均国内第一，有望于人形机器人领域延续领先地位。

24Q4 基金持仓深度：电新重仓 Q4 总体下降，光伏、储能、风电、电网板块均下降，电动车、工控板块上升——基于 12151 支基金 2024 年四季报的前十大持仓的定量分析

新能源汽车：总体持仓上升，中游持仓微降，整车&充电桩&新技术下降，上游锂矿&核心零部件上升 新能源汽车板块 24Q4 持仓占总市值比重为 5.29%，环比增加 0.04pct。2023Q4-2024Q4 持仓比例分别为 4.76%、5.09%、5.06%、5.25%、5.29%。1) 上游锂矿 2024Q4 整体持仓上升 0.13pct 至 2.20%；2) 中游板块持仓整体下降 0.08pct 至 9.85%，电池、负极、隔膜、添加剂、铜箔持仓上升，结构件、正极、电解液、铝箔持仓下降；3) 核

心零部件持仓 2024Q4 上升，整车、充电桩下降；4) 新技术板块 2024Q4 下降 0.24pct 至 0.79%，钠电池较大幅度下降、复合集流体微幅上涨。 新能源：光伏、风电、核电均下降 光伏板块 24Q4 持仓占总市值比重为 4.13%，环比-0.02pct，2023Q4-2024Q4 持仓比例分别 4.16%、4.45%、3.88%、4.15%、4.13%。硅料、硅片、电池、组件上升，逆变器持仓下降。1) 硅料环节上升 1.81pct；2) 硅片环节上升 1.47pct；3) 电池上升 1.92pct；4) 一体化组件上升 1.44pct；5) 逆变器环节下降 1.23pct；6) 辅材环节：胶膜、玻璃、EPC、银浆上升，支架、金刚线、设备、石英坩埚持仓下降。风电板块 2024Q4 持仓占总市值比重环比下降至 3.11% (-0.69pct)，2023Q4-2024Q4 分别 2.45%、2.67%、3.53%、3.79%、3.11%。1) 整机环节上升 0.73pct；2) 塔筒&海桩环节下降 0.24pct；3) 海缆环节下降 2.98pct；4) 铸锻件、结构件环节上升 0.25pct；5) 轴承、滚子环比上升 0.85pct；6) 叶片及材料环节上升 0.45pct。

机械设备行业+公司首次覆盖：人形机器人量产渐进，建议关注多链条各环节投资机遇

投资建议 人形机器人为人工智能的终极载体，产业化大趋势明确。我们认为以下方向值得关注。(1) 人形机器人整机环节关注：优必选、埃夫特、拓斯达、中坚科技、永创智能、埃斯顿；(2) 减速机环节关注：绿的谐波、中大力德、丰立智能、夏厦精密；(3) 灵巧手、传感器环节关注：兆威机电、柯力传感、安培龙、康斯特；(4) 丝杠环节关注：恒立液压、北特科技、五洲新春；(5) 丝杠设备、耗材环节关注：华辰装备、沃尔德、国机精工；(6) 轴承环节关注：长盛轴承、苏轴股份。 风险提示：人形机器人产业化不及预期，技术迭代导致现有零部件不再应用，零部件降价导致盈利能力下滑。

证券Ⅱ行业深度报告：先抑后扬，预计净利润同比增长 15%——证券行业 2024 年年报前瞻

投资要点:2024 年日均股基交易额 11853 亿元，同比增长 23%。IPO、再融资持续收紧，债券发行规模稳中有增。权益市场先跌后涨，债券市场稳步增长。预计 2024 年上市券商净利润同比+15%，第四季度净利润同比+66%。目前券商股估值较低，考虑到行业发展政策积极，我们认为大型券商优势仍显著，推荐中信证券、华泰证券、东方财富、指南针等。 风险提示：权益市场大幅波动，宏观经济复苏不及预期，资本市场监管趋严，行业竞争加剧。

原油月报:EIA 预计美国原油产量 2025 年新增 33 万桶/天，2026 年新增 8 万桶/天

n【原油库存板块】IEA、EIA、OPEC 在 2025 年 1 月报中预测 2025 年全球原油库存变化分别为+70、+24、-118 万桶/日，较 2024 年 12 月预测分别-20、+34、-1 万桶/日，三大机构预测 2025 年库存变化平均为-8 万桶/日，较 2024 年 12 月预测均值+4 万桶/日。 n n【原油供给板块】IEA、EIA、OPEC 在 2025 年 1 月报中预测 2025 年原油供给量分别为 10470、10435、10402 万桶/日，较 2024 年原油供给分别+180、+176、+139 万桶/日，IEA、EIA、OPEC 相较 2024 年 12 月预测量分别-10、+11、-8 万桶/日。 n n【原油需求板块】IEA、EIA、OPEC 在 2025 年 1 月报中预测 2025 年原油需求量分别为 10400、10410、10520 万桶/日，较 2024 年原油需求分别+110、+133、+138 万桶/日，IEA、EIA、OPEC 相较 2024 年 12 月预测量分别+10、-23、-7 万桶/日。 n【相关上市公司】推荐：中国海

油/中国海洋石油 (600938.SH/0883.HK)、中国石油/中国石油股份 (601857.SH/0857.HK)、中国石化/中国石油化工股份 (600028.SH/0386.HK)、中海油服 (601808.SH)、海油工程 (600583.SH)、海油发展 (600968.SH); 建议关注: 石化油服/中石化油服 (600871.SH/1033.HK)、中油工程 (600339.SH)、石化机械 (000852.SZ)。 nn【风险提示】1) 地缘政治因素对油价出现大幅度干扰。2) 宏观经济增速严重下滑, 导致需求端严重不振。3) 新能源加大替代传统石油需求的风险。4) OPEC+联盟修改石油供应计划的风险。5) 美国解除对伊朗制裁, 伊朗原油快速回归市场的风险。6) 美国对页岩油生产环保、融资等政策调整的风险。7) 全球 2050 净零排放政策调整的风险。

保险Ⅱ行业月报: 保险行业 12 月月报: 寿险全年保费实现两位数增长, Q4 车险业务明显回暖

负债端资产端均有改善, 低估值+低持仓, 攻守兼备。1) 我们认为当前市场储蓄需求依然旺盛, 在监管持续引导险企降低负债成本趋势下, 保险公司利差压力预计逐渐得到缓解。2) 近期十年期国债收益率略回落至 1.63% 左右, 我们预计, 未来伴随国内经济复苏, 长端利率若企稳或修复上行, 则保险公司新增固收类投资收益率压力将有所缓解。3) 2024Q4 公募基金对保险股持仓环比减少 0.4pct 至 0.6%, 持仓与估值均处于历史低位, 负面因素反映充分。2025 年 1 月 27 日保险板块估值 0.50-0.80 倍 2025E P/EV, 处于历史低位, 行业维持“增持”评级 风险提示: 长端利率趋势性下行; 股市持续低迷; 新单增长不及预期。

推荐个股及其他点评

中宠股份 (002891): 宠物食品龙头代工基本盘稳固, 自有品牌突破瓶颈蓄势待发

盈利预测与投资评级: 中宠股份作为国内宠物龙头公司, 境内业务自有品牌顽皮、ZEAL 经历调整后重拾增长, 领先品牌势能持续强劲, 有望分享国内宠物食品行业快速成长红利, 树立品牌影响力, 境外业务与多家客户长期合作关系, 客户基础稳定, 同时完备海外产能布局且产能持续扩产保障长期稳定成长。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 3.8/4.5/5.5 亿元, 同比+63%/+19%/+22%, 对应 PE 分别为 29/25/20X, 首次覆盖, 给予“买入”评级。 风险提示: 海外需求不及预期、行业竞争加剧、汇率大幅波动、原料价格大幅波动等。

光线传媒 (300251): 《哪吒之魔童闹海》票房大超预期, 看好公司一季度业绩表现

《哪吒 2》票房表现超过我们此前预期, 我们将公司 2024-2026 年归母净利润从 5.4/10.2/12.9 亿元预测调整至 4.08/12.97/14.45 亿元, 对应 2025-2026 年 PE 约 22/19 倍, 维持“买入”评级。

中际旭创 (300308): 2024 年业绩预告点评: 预告业绩符合预期, 高速、硅光产品出货有望与下游需求共振

投资要点 事件: 公司发布 2024 年业绩预告, 预计 2024 年归母净利润为 46.0-58.0 亿元, 对应同比+111.6%至 166.8%, 中值 52.0 亿元对应同比+139.2%, 扣非归母净利润 45.0-57.0 亿元, 对应同比+111.9%至 168.4%, 中值 51.0 亿元对应同比+140.2%。按中值测算, 24Q4 预计归母净利润为 14.5 亿元, 同比+64.9%, 环比+3.8%。 股权激励、投资并购、减值准备等事项影响归母净利润 报告期内, 公司归母净利润及扣非归母净利润

受下列事项影响：1) 股权激励费用导致归母净利润减少约 1.9 亿元；2) 子公司苏州旭创、储翰科技及君歌电子等的固定资产及无形资产评估增值计提折旧摊销，导致归母净利润减少约 0.4 亿元；3) 存货、应收账款计提减值，导致归母净利润减少约 0.6 亿元；4) 处置股权投资，使得归母净利润增加约 0.3 亿元；5) 政府补助等非经常性损益事项，使得归母净利润增加约 0.5 亿元。我们认为随着硅光、1.6T 产品渗透，以及公司出货量逐渐增长，公司毛利率仍有进一步上升空间，同时三项费用率可继续摊薄，后续公司净利率有望进一步提升。公司有望深度受益于 2025 年 800G、1.6T 需求高景气+硅光加速渗透。我们认为 2025 年产业需求有以下趋势：1) 云厂在推理需求凸显+算力卡供应扩张+自建网络迭代三重趋势下，2025 年对 800G 光模块的需求将充分释放；2) 英伟达继续保持软硬件系统在训练、训推一体上的优势，同时自身客户结构持续优化，将进一步引领 1.6T 等前沿产品的迭代与应用；3) 硅光模块具备缓解光芯片等物料短缺、承接硅基共封装趋势、降低成本三层产业逻辑，有望加速渗透。公司作为与大客户联系紧密的全球头部厂商，能够对接到主流客户需求，同时扩产有序推进，在上游物料紧缺背景下，硅光芯片布局深厚的同时有望取得物料供应结构性优势，进而深度受益于 800G、1.6T 及硅光的产业需求趋势。盈利预测与投资评级：考虑到公司硅光、1.6T 光模块等新产品即将放量，我们基本维持公司 2024/2025/2026 年归母净利润 52.8/94.5/111.5 亿元的预期，2025 年 1 月 27 日收盘价对应 PE 分别为 24.4/13.6/11.5 倍，维持“买入”评级。风险提示：高速光模块需求不及预期；客户开拓与份额不及预期；产品研发落地不及预期；行业竞争加剧；原材料供应紧缺；

赛力斯 (601127): 2024 年业绩预告点评：业绩基本符合预期，M8 已登工信部新车公告

盈利预测与投资评级：公司在售车型订单&交付表现较佳，同时 M8 已亮相 1 月工信部新车公告，我们预计新车亮相在即。考虑公司 2024Q4 相关资产减值或将超预期，我们下调公司 2024 年业绩至 59 亿元（原为 62 亿元），我们维持公司 2025/2026 年业绩预期为 110/159 亿元，对应 PE 为 34/18/13x。维持公司“买入”评级。风险提示：芯片/电池等关键零部件供应链不稳定；新平台车型推进不及预期；公司与华为合作推进进度不及预期等

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的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

--人形机器人深度之五：国内机器人行业深度：量产元年，百家争鸣【勘误版】

p 产业明显提速，差异化渐显，短期工业场景有望率先落地，长期空间广阔。1) 产业在加速：产业政策密集出台，产业联盟&基金纷纷成立，融资数量大幅增长，推动产业形成“资金—技术—产品”闭环。2) 差异化渐显：国内机器人在上下肢、视觉等硬件方案及模型路线等软件层面存在差异化且仍未收敛。3) 短期爆发在即，长期空间广阔：应用环节较为明确为汽车、3C 行业，有望率先起量，逐步延伸至其他制造业及搬运、零售等服务业，有望于 2030 年走进家庭。据测算，预计 2030/2035 年机器人新增需求达 136/1163 万台。随大脑逐步完善及场景拓宽，关节数增加，线性关节逐步渗透，灵巧手收敛至五指方案，我们测算 2035 年大批量生产后，单体执行器价值量约 4 万元，旋转/线性执行器市场空间达 2154/2735 亿元。p 初创机器人企业：背景多元，量产在即，潜力无限。我们梳理了智元、宇树、优必选、乐聚、普渡、傅利叶、银河通用、众擎、星动纪元、千寻智能共 10 家企业，初创企业机制较为灵活，创始团队在某一领域（运动控制为主）背景深厚，2024 年头部企业均发布最新机型，具备双足机器人的开发能力，并与车企等制造企业试点近半年，小批量测试阶段有望结束，25 年开启量产销售，多家企业预计 2025 年全年销售超千台。我们认为：1) 智元、宇树、优必选、乐聚进度较为领先，在全栈式布局、硬件性能&成本控制、场景应用、股东背景等领域具备优势；2) 银河通用、星动纪元、众擎、千寻智能则在大模型、运动控制算法等细分方向较为领先；3) 普渡、傅利叶由原本配送/康复机器人拓展，硬件&量产能力优秀。p 互联网&整车企业：多元形式入局，推动产业加速。1) 互联网企业：多以投资&大模型&自研方式入局，关注软件端的大模型高于关注硬件，从“大脑”方面发力。目前国内互联网企业多集中于语言模型，也纷纷推出自研多模态大模型，也在往具身智能大模型方向发展，但与海外龙头企业仍有一定差距。其中，华为布局较为多样，模型端—盘古大模型较为领先，志在让人形机器人成为鸿蒙生态系统重要部分，车端—场景&制造资源协同，共同赋能国产人形机器人，投资端—注资极目机器人，加大投入。2) 整车企业：人形机器人在“感知+决策+执行”层面与智能驾驶均具备共同性，同时车企在应用端也是天然的落地场所，目前在智能驾驶投入层面华为于研发人员&算力规模均国内第一，有望于人形机器人领域延续领先地位。p 投资建议：机器人当前类比 2014 年电动车，即将量产，开启 10 年产业大周期，国内外共振，强烈看好板块！1) 特斯拉链：首推确定性龙头 Tier1【三花智控】【拓普集团】，Tier2【鸣志电器】【绿的谐波】【双环传动】，关注【北特科技】【浙江荣泰】【五洲新春】【震裕科技】【斯菱股份】【大业股份】等；2) 华为链：推荐【雷赛智能】【赛力斯】，关注【兆威机电】【蓝黛科技】【富临精工】【禾川科技】【豪能股份】【科力尔】【埃夫特】【拓斯达】等。3) 英伟达链：推荐【伟创电气】【科达利】等。4) 宇树科技链：关注【长盛轴承】【卧龙电驱】【奥比中光】【曼恩斯特】。p 风险提示：人形机器人推广不及预期，特斯拉人形机器人量产进展不及预期，产业链降本不及预期，行业关键技术突破不及预期，竞争加剧等。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕
证券分析师：谢哲栋 研究助理：许钧赫)

国防军工行业深度报告：可控核聚变系列深度①：科普，从氘氚反应到托卡马克

投资要点 本文作为可控核聚变系列深度的首篇，将尝试阐述经典可控核聚变技术路线原理：长久以来，可控核聚变被视为解决人类能源危机的终极方案，却因技术壁垒高筑而遥不可及。随着高温超导材料、人工智能控制系统的突破，仿星器的磁场优化路径、球形托卡马克的紧凑化设计等创新路线正持续拓宽技术可能性边界，可控核聚变研发进展显著加速，商业化曙光初现。然而，可控核聚变技术复杂度高，对于投资而言，清晰理解其原理和发展路径至关重要。本文将尝试阐述经典可控核聚变技术路线原理。通过对核聚变反应的基本条件、主要技术路径的剖析，帮助把握这一前沿领域的核心要点。

核聚变原理，两个轻原子核结合成一个重原子核并释放能量：核聚变是指轻原子核在高温、高压等极端条件下克服电磁力，接近到强核力作用范围内，从而结合成较重原子核并释放能量的过程。核聚变的能量来源于反应前后质量的微小亏损，根据质能方程 $E=mc^2$ ，这部分亏损的质量转化为巨大能量。要实现核聚变，必须满足三个条件：足够高的温度、一定的密度和足够长的能量约束时间，三者的乘积称为聚变三重积。只有当聚变三重积达到或超过某一阈值时，聚变反应才有可能实现能量的净输出，这一判断标准被称为劳森判据。在氘氚反应中生成的高能氦核可以将能量传递给周围等离子体，维持反应所需的高温，从而实现自持燃烧。这种自持燃烧状态意味着反应可以在没有外部能量支持的情况下持续进行，是实现可控核聚变的关键目标之一。

可控核聚变原理，只有力场才能约束上亿度的热核聚变燃料，磁约束被公认为人类最接近实现聚变能应用的途径：在核聚变反应过程中燃料通常被加温到上亿摄氏度，鉴于如此高的温度，唯有通过特定的场约束技术，才有可能实现对热核聚变燃料的有效约束，而采用实体容器来容纳如此高温的燃料显然是不可行的。引力场、惯性力场、磁场以及多种力场组合等约束方式，从理论层面而言，均具备约束聚变燃料并实现热核聚变反应的潜力。然而，相较于磁场约束技术，其他约束方式在实际应用中面临诸多挑战：部分力场在地球环境条件下难以实现，部分力场的控制难度极高，部分力场的约束性能尚不理想，此外还存在诸多其他方面的技术难题。综合考量上述因素，磁场约束技术凭借其相对成熟的理论基础、可实现性以及可控性，在当前阶段被公认为人类最接近实现聚变能应用的途径。

托卡马克，约束等离子体的磁笼，是磁约束聚变路径的主流装置：托卡马克是一种用于约束等离子体的磁约束装置，其核心是通过磁场约束上亿度的聚变燃料。聚变燃料以离子和电子形式存在，磁场对带电粒子产生约束作用，关键在于磁力线闭合且对带电粒子运动影响各向异性的特点，这两大特点决定了托卡马克装置的设计。托卡马克由环向场线圈、极向场线圈和欧姆变压器线圈组成，形成螺旋状磁场约束等离子体。强磁场环境中的聚变等离子体运动却极为复杂，因此磁约束核聚变等离子体的研究极度依赖于实验。基于托卡马克装置的大量实验数据，形成了关键的定标率，它决定了托卡马克在特定条件下能达到的约束性能，进而影响聚变三重积和聚变点火的可能性。定标率公式基于全球多个托卡马克装置的数百次实验数据拟合而成，是目前最为可靠的托卡马克聚变规律。

风险提示：1) 技术成熟度不足；2) 技术更新迭代；3) 市场需求不确定性；4) 商业化进程缓慢。

(证券分析师：苏立赞 证券分析师：许牧 研究助理：高正泰)

建筑材料行业深度报告：居住产业链 2024Q4 公募基金持仓仍处低位，

建筑、建材行业有所增配

投资要点 我们筛选了 198 支居住产业链 A 股（其中地产行业 52 支、建筑行业 92 支、建材行业 54 支）作为样本标的，并进一步细分为 3 大类 10 个二级行业（基建地产前周期：房地产开发、设计咨询、基建房建、水泥；基建地产后周期：玻璃玻纤、装修、装修建材、房地产服务；其他：其他材料、专业工程），进行 2024 年四季度产业链行情回顾和公募基金重仓持股分析。

行业持仓：我们选取了股票型基金中的普通股票型基金（剔除被动指数型基金和指数增强型基金）、混合型基金中的偏股混合型、平衡混合型和灵活配置型基金作为样本基金。居住产业链重仓持股市值占 A 股比仍处于历史低位，建筑、建材有所加仓。本季度全部 A 股中居住产业链（申万新分类下地产、建筑、建材行业）基金重仓持股市值占 A 股比为 2.14%，环比上一季度 -0.32pct，超配比例 -2.10%（近 10 年百分比排位 44%），环比上一季度 -0.21pct。建筑、建材行业有所增配。申万新分类下地产、建筑、建材行业本季度基金重仓持股市值占 A 股比分别为 0.96%、0.63%、0.55%（近 10 年百分比排位分别为 3%、49%、13%），环比上一季度分别 -0.55pct、+0.17pct、+0.06pct，地产、建材行业基金重仓持股市值占 A 股比处于 10 年以来相对低位；地产、建筑和建材行业超配比例分别为 -0.46%、-1.45%、-0.19%（近 10 年百分比排位分别为 41%、74%、46%），环比上一季度分别 -0.40pct、+0.10pct、+0.09pct，建筑、建材行业低配比例均略有缩小。在一级行业的分析中加入轻工、家电行业进行对比。轻工行业本季度基金重仓持股市值占流通盘比为 0.97%，环比上一季度 +0.09pct；家电行业本季度基金重仓持股市值占流通盘比为 5.41%，环比上一季度 -0.07pct。轻工、家电行业本季度重仓持股市值占流通盘比位于近 10 年的百分比排名分别为 8%、85%。

自主划分的二级行业中，其他材料、专业工程、玻璃玻纤有所加仓，房地产开发减仓较多。基金重仓持股市值占流通盘比环比上一季度增加最多的三个子行业分别为其他材料（+0.32pct）、专业工程（+0.26pct）、玻璃玻纤（+0.24pct），减少最多的三个子行业分别为房地产开发（-1.76pct）、房地产服务（-0.10pct）、设计咨询（-0.09pct）。基金重仓持股市值占流通盘比近 10 年百分比排位最高的三个子行业分别为水泥（95%）、专业工程（67%）、基建房建（62%），近 10 年百分比排位最低的两个子行业分别为装饰装修（0%）、装修建材（13%）、设计咨询（13%）。进一步在二级子行业的分析中加入家居、厨电行业对比。家居行业本季度基金重仓持股市值占流通盘比为 2.08%，环比上一季度 -0.19pct；厨电行业本季度基金重仓持股市值占流通盘比为 1.12%，环比上一季度 -0.13pct。家居、厨电行业本季度重仓持股市值占流通盘比位于近 10 年的百分比排名分别为 10%、8%。

建筑、建材行业持仓集中度有所下降。申万新分类下地产、建筑、建材行业中获公募基金重仓持有的股票共有 99 支（占全行业 37%），环比上一季度 +8 支，持仓集中度下降。其中，申万分类下地产、建筑和建材行业获样本基金重仓持有的股票分别为 34 支、42 支、23 支（占各自行业的 33%、25%、32%），环比上季度分别 -2 支、+7 支、+3 支。

个股持仓：（1）**个股持仓市值：**本季度居住产业链公募基金重仓持股总市值前五的股票依次是保利发展（52.1 亿元）、中国建筑（34.0 亿元）、招商蛇口（28.9 亿元）、海螺水泥（28.0 亿元）、鸿路钢构（22.5 亿元）。房地产行业前五的股票分别为保利发展（52.1 亿元）、招商蛇口（28.9 亿元）、滨江集团（11.1 亿元）、万科 A（7.1 亿元）、金地集团（7.0 亿元），建筑行业前五的股票分别为中国建筑（34.0 亿元）、鸿路钢构（22.5 亿元）、金诚信（10.7 亿元）、隧道股份（5.0 亿元）、中国化学（4.3 亿元），建

材行业前五的股票分别为海螺水泥(28.0亿元)、三棵树(16.7亿元)、中国巨石(6.2亿元)、东方雨虹(6.2亿元)、兔宝宝(5.6亿元)。(2)个股持仓变动:按基金重仓持股占流通盘比计算,环比上一季度加仓幅度前五名依次为志特新材(+4.69pct)、鸿路钢构(+3.99pct)、濮耐股份(+3.46pct)、华图山鼎(+1.89pct)、龙元建设(+1.69pct);减仓幅度前五名依次为华发股份(-3.80pct)、城建发展(-3.68pct)、金地集团(-2.72pct)、长海股份(-2.69pct)、滨江集团(-2.34pct)。其中,房地产行业:按基金重仓持股占流通股比计算,环比上一季度加仓幅度前五名依次为南都物业(+0.44pct)、新大正(+0.34pct)、金融街(+0.32pct)、张江高科(+0.31pct)、华侨城A(+0.19pct);减仓幅度前五名依次为华发股份(-3.80pct)、城建发展(-3.68pct)、金地集团(-2.72pct)、滨江集团(-2.34pct)、保利发展(-1.63pct)。建筑行业:按基金重仓持股占流通股比计算,环比上一季度加仓幅度前五名依次为鸿路钢构(+3.99pct)、华图山鼎(+1.89pct)、龙元建设(+1.69pct)、三联虹普(+0.71pct)、东华科技(+0.56pct);减仓幅度前五名依次为安徽建工(-0.73pct)、隧道股份(-0.50pct)、中材国际(-0.49pct)、中国中铁(-0.15pct)、建发合诚(-0.09pct)。建材行业:按基金重仓持股占流通股比计算,环比上一季度加仓幅度前五名依次为志特新材(+4.69pct)、濮耐股份(+3.46pct)、瑞尔特(+0.93pct)、塔牌集团(+0.86pct)、海螺水泥(+0.53pct);减仓幅度前五名依次为长海股份(-2.69pct)、江山欧派(-2.32pct)、赛特新材(-1.60pct)、科顺股份(-1.51pct)、伟星新材(-1.13pct)。风险提示:地产信用风险失控、政策定力超预期、数据统计存在允许范围内偏差的可能。

(证券分析师:黄诗涛 证券分析师:房大磊

证券分析师:石峰源)

从电动车复盘看机器人行情演绎:奇点已至,万亿空间--人形机器人深度报告之六

u 电动车行情波澜壮阔三部曲:从主题到兑现,投资分化。1)2010-2014年0-1纯主题投资:消息催化,涨幅空间1倍,沾边普涨(电池电机电控充电桩),特斯拉映射标的领涨;2)2015-2017年1-10初期放量行情:政策推动放量,涨幅2-3倍,供应紧缺环节领涨(电池、资源和材料);3)2019年底-2021年底10-n确定性放量大行情:车型推动放量,涨幅10倍,格局好、壁垒高的龙头成长为大市值公司(电池、材料、核心零部件)。u 当前人形机器人相当于2012-2014年电动车,处于0-1放量前夕。从特斯拉电动化看,1)2004-2008年Roadster的时代:对标2022-2024年人形机器人测试阶段;2)2012-2015年的Model SX时代:对标2025-2026年人形机器人toB端放量阶段,实现品牌积累及规模化量产;3)2017-至今的Model 3Y时代:对标2027年人形toC端放量阶段。从销量端看,2012-2014年中国和美国电动车均突破万台销售,初步起量,而机器人在2025年也将实现1.5-2万辆(中国人形机器人1万+、特斯拉0.5万台),实现0-1。u 人形机器人与电动车相当有十万亿空间,且0-1过程加速,同时投资主线放大至1+N。全球制造业从业人员4亿人,生活服务从业人员6亿人,按照制造业机器人渗透率16%、服务业机器人渗透率10%,1.5台机器人替代1个工位,且预计其他领域新增1.5亿台需求,对应全球人形机器人每年新增需求0.8亿台,单台价格12万/台,对应市场空间10万亿元。同时,有电动车成功经验在前,且软硬件具备基础(汽车和工控供应链、智驾和大模型),初期放量速度快于电动车。并且,电动车与机器人均由特斯拉引领,初创公司和人工智能在人形机器人领域布局激进,与特斯拉差距缩小,如华为、英伟达、智元、宇树等,投

资主线从 1 放大至 1+N。u 从普涨收敛至绑定龙头、价值高、壁垒高环节领涨。我们最看好三个方向：1) 绑定龙头供应链：特斯拉人形机器人进展最确定，产品性能软硬件最优，放量最早，特斯拉供应链弹性最大。其次为潜力厂商，如英伟达、华为（或提供整体解决方案授权方式）、智元、宇树等。2) 壁垒最高的核心环节：零部件来看，壁垒排序滚柱丝杠>传感器>谐波减速器>空心杯电机。3) 产业趋势和方向：灵巧手方案变化、传感器方案变化 u 投资建议：机器人当前类比 2014 年电动车，即将量产，开启 10 年产业大周期，强烈看好板块！1) T 链：首推确定性龙头 Tier1【三花智控】【拓普集团】，Tier2【鸣志电器】【绿的谐波】【双环传动】，关注【北特科技】【浙江荣泰】【五洲新春】【斯菱股份】【大亚股份】【震裕科技】等；2) HW 链：推荐【雷赛智能】【赛力斯】【富临精工】，关注【兆威机电】【蓝黛科技】【禾川科技】【豪能股份】【科力尔】【埃夫特】【拓斯达】等。3) NV 链：推荐【伟创电气】【科达利】等。4) 宇树：推荐【曼恩斯特】，关注【长盛轴承】【卧龙电驱】【奥比中光】。u 风险提示：量产进展不及预期；产业链降本不及预期；行业关键技术突破不及预期；市场竞争加剧

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕
研究助理：胡锦芸）

建筑材料行业跟踪周报：科技逐渐自信，地产链或迎来估值修复

投资要点 本周（2025.1.20-2025.1.27，下同）：本周建筑材料板块（SW）涨跌幅-1.31%，同期沪深 300、万得全 A 指数涨跌幅分别为 0.54%、0.88%，超额收益分别为-1.85%、-2.19%。大宗建材基本面对高频数据：（1）水泥：本周全国高标水泥市场价格为 406.5 元/吨，较上周-4.0 元/吨，较 2024 年同期+41.2 元/吨。较上周价格持平的地区：长三角地区、华北地区、华东地区、西北地区；无较上周价格上涨的地区；较上周价格下跌的地区：长江流域地区（-4.3 元/吨）、泛京津冀地区（-6.7 元/吨）、两广地区（-15.0 元/吨）、东北地区（-6.7 元/吨）、中南地区（-11.7 元/吨）、西南地区（-6.0 元/吨）。本周全国样本企业平均水泥库位为 56.3%，较上周-1.1pct，较 2024 年同期-10.5pct。全国样本企业平均水泥出货率（日发货率/在产产能）为 13.3%，较上周-18.9pct，较 2024 年同期-17.1pct。（2）玻璃：卓创资讯统计的全国浮法白玻原片平均价格为 1396.0 元/吨，较上周+11.7 元/吨，较 2024 年同期-645.2 元/吨。卓创资讯统计的全国 13 省样本企业原片库存为 3789 万重箱，较上周-126 万重箱，较 2024 年同期+815 万重箱。（3）玻纤：无碱粗纱市场价格基本稳定，市场走货逐步放缓。本周无碱池窑粗纱市场价格基本稳定，各池窑厂春节假期前，走货逐步放缓，前期部分贸易商少量备货，但社会库存整体尚处低位，多数深加工厂资金压力较大下，备货意向一般。电子纱市场价格弱稳维持，多数厂出货进一步放缓。本周电子纱市场价格无调整，个别企业成交维持灵活成交操作。周观点：（1）长期以来，科技卡脖子成为中等收入陷阱的同义词。但中国科技产业持续逆流而上，春节期间大火的 DEEPSEEK、宇树机器人将成为国人科技自信的标志性产品。既然科技已突破，那中等收入陷阱的迷思也应当破除。地产链的估值也将被修复。仍然首选居住产业链的消费端公司，例如兔宝宝、欧派家居、北新建材、箭牌家居、奥普科技、伟星新材、公牛集团、萤石网络等。其次是利空出尽的工程材料公司，例如坚朗五金、三棵树、东方雨虹等，再次是财政加杠杆的方向也值得关注，西南水利建设相关的民爆和水泥公司，供给侧比较集中，例如易普力、华新水泥等。（2）在相当长的时间里，地产链将经历去产能的磨底出清过程。转型压力和 IPO

政策收紧增加了并购重组双方的意愿，但年初的对价差异较为明显。随着全年业绩落地和经济预期统一，双方对价差异有望明显收窄。类似于 1999 年和 2015 年，资本市场对并购重组的认可也是推波助澜的作用。我们建议关注存在并购重组预期的个股，或者已经公告持有新兴产业资产的个股，例如上海港湾（控股钙钛矿卫星组件）、诚邦股份（控股存储模组资产）、上峰水泥（参股半导体芯片资产）等等。（3）全球范围内中国将逐渐增加话语权和提供公共产品，中国企业也将获得加快参与全球建设的机会。而且美元降息趋势下，新兴地区经济建设有望进入快车道，工业投资、基础设施建设将升温。综合新兴国家收入占比以及本土化的能力和技术实力，推荐上海港湾、中材国际、中国交建、米奥会展（与中小盘、社服共同覆盖）。另外，在脱钩断链和可能的高关税政策下，关注以欧美为主要消费地且海外产能占比高的公司，例如爱丽家居、中国巨石、匠心家居等。

大宗建材方面：

水泥：（1）节前随着市场需求临近尾声，水泥价格跌幅明显收窄，个别区域如广东珠三角地区为了稳定盈利，企业主动推涨价格，欲以涨止跌。但节前行业库存保持历史同期中低位水平，有望为年后复工价格反弹奠定良好基础，可关注节后复工实物需求释放以及实际错峰执行时间等情况。（2）中期来看，水泥行业大面积亏损状态有望持续强化供给侧控制力度。结合错峰方案优化及实物需求企稳，四季度供需平衡效果已有显著改善，价格底部反弹幅度可观，我们认为将对 2025 年供给侧自律控制形成正反馈，盈利中枢有望较 2024 年反弹。（3）水泥企业市净率估值处于历史底部。中期财政政策发力也有望支撑实物需求止跌企稳，行业景气低位为进一步的整合带来机遇。9 月生态环境部就碳市场工作方案征集意见，水泥行业年底有望被纳入全国碳市场，我们认为初期虽然对成本曲线影响有限，但有望改变后段企业预期。结合产能置换办法修订以及产能产量管控等产业政策的进一步出台，有望加速过剩产能出清和行业整合。（4）龙头企业综合竞争优势凸显，中长期有望受益于行业格局优化，估值有望迎来修复，推荐全国和区域性龙头企业：海螺水泥、华新水泥、上峰水泥、冀东水泥，建议关注天山股份、塔牌集团等。

玻纤：（1）中期粗纱盈利底部向上。行业盈利仍处底部区域，二三线企业普遍处于亏损状态，行业低盈利将持续制约产能投放节奏，需求侧国内风电、热塑等领域继续增长，行业供需平衡修复有持续性，行业景气有望呈现震荡上行态势，若国内基建及海外需求超预期，中低端产品上涨空间有望进一步打开。（2）随着风电、热塑产品提价逐步落实，中低端品类企业挺价意愿强，阶段性仍需观察新增产能释放情况，中高端产品占比更高的龙头企业盈利改善幅度更大。（3）中长期落后产能出清、玻纤成本的下降也为新应用的拓展和渗透率的提升提供催化剂，随着风电、新能源车等领域用量持续增长，光伏组件边框等新兴应用领域持续拓展，行业容量有望持续增长，产品结构的调整有利于龙头构筑新的壁垒，盈利稳定性也将提升。（4）当前龙头估值处于历史低位，供需平衡修复、结构性盈利提升有望推动估值修复。推荐中国巨石，建议关注中材科技、山东玻纤、长海股份、国际复材、宏和科技等。

玻璃：春节淡季浮法产线冷修有望加快，行业供需矛盾将得到缓解，叠加当前下游社会库存仍处较低水平，部分投机性需求释放，阶段性价格企稳反弹，我们认为应进一步观察产线冷修释放情况，供给收缩幅度决定后续价格反弹持续性和空间。中期供需平衡仍面临需求下行压力，但浮法玻璃龙头享有硅砂等资源等中长期成本优势，享受超额利润，有望受益于行业产能的出清，叠加光伏玻璃等多元业务的成长性，继续推荐旗滨集团，建议关注南玻 A 等。

装修建材方面：近期板块表现有所反

复，仍处在磨底阶段，市场对地产链的需求担忧仍未有改变，对地产数据改善预期也较弱，此前政治局会议表态“要促进房地产市场止跌回稳”，政策拐点之下我们认为后续房地产政策有望继续加码；此前化债、保交楼等政策，对地产链上信用和资产负债表的修复影响积极。从基本面来看，市场需求仍较弱，特别是竣工需求，预计四季度收入端仍承压，部分品类市场价格竞争有所缓解，低基数下部分公司收入端有望企稳，而成本端原材料价格平稳，关注毛利率拐点。参考消费建材板块历史经验和当前的竞争态势来看，在地产行业资金缓和+信心从底部逐渐恢复的阶段，部分公司或将率先借助渠道领先布局、经营效率优势或融资加杠杆等进一步提升份额、进入新的扩张周期，发货或订单增速的拐点可作为右侧信号。推荐北新建材、兔宝宝、伟星新材、箭牌家居、东方雨虹等，建议关注垒知集团、中国联塑、三棵树等。风险提示：地产信用风险失控、政策定力超预期。

（证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊

证券分析师：石峰源）

工程机械海外市场分析之非洲：中资企业对外投资进程加速，矿山+基建需求增长未来可期

u 中非工程机械贸易伙伴关系持续加深。2019-2024 年我国出口非洲工程机械金额快速增长，从 2019 年 22 亿美元增长至 2023 年 43 亿美元，期间 CAGR 达 18%。2024 年 1-11 月，我国出口非洲工程机械金额达 50 亿美元，同比增长 31%。从占比来看，非洲占我国工程机械出口金额比例稳中有升，2024 年 1-11 月出口金额占比达 11.1%。综合来看，非洲市场在我国工程机械出口结构中的占比越来越高，显示出非洲市场对我国工程机械的需求不断增长，同时也反映了我国工程机械在非洲市场的竞争力和影响力在不断提升。u 矿业开发+城镇化驱动，中大型工程机械需求旺盛。非洲拥有全球近 2/3 的矿产储备，且具备充足的动力去推动矿产资源开发以参与国际分工。矿业的开发带动非洲经济增长的同时大幅推进非洲基础设施建设，尤其是在交通、能源和城市化项目中。非洲以矿业+基建投资带动的工程机械需求主要集中于中大型挖掘机、推土机，产品均价高、盈利能力出色，带来广阔的市场空间。u “一带一路”合作深化，中国企业加速非洲投资进程。随着“一带一路”倡议的深入推动，中国企业加大在非洲的投资比重，与非洲国家在基础设施建设领域的合作日益紧密，共同推动非洲的工业化进程，也为中国工程机械企业在非洲的长期发展奠定了坚实的基础。随着我国工程机械主机厂海外渠道布局的持续推进，产品力的不断提升，近年来龙头主机厂在非洲地区均实现快速增长。我们认为，这主要受益于①中国挖掘机产品的品质得到了国际市场的认可，这为在非洲市场的推广和销售打下了坚实的基础；②中国矿山机械的不断突破为非洲市场尤其是矿山机械市场提供了更多可能性；③在“一带一路”倡议的背景下，中国企业有机会参与到非洲的基础设施建设中。展望未来，随着中国品牌海外渠道的持续开拓和产品力的逐渐验证，看好国内主机厂出口非洲地区长期市场空间。u 投资建议：2024 年国内龙头主机厂均于非洲地区实现高速增长，结合国内主机厂积极的海外开拓意愿和非洲矿业开采&城镇化带动的市场本身的扩张趋势，我们认为非洲工程机械市场有望成为国内主机厂未来数年实现业绩增长的核心驱动力量之一。推荐三一重工、中联重科、柳工、山推股份、恒立液压。u 风险提示：行业周期波动，基建及地产项目落地不及预期，政策不及预期，地缘政治加剧风险。

（证券分析师：周尔双）

医药生物行业跟踪周报：2025 年哪些医药股会取得显著超额收益？

投资要点 春节期间美股生物技术 XBI 指数 4 个交易日微涨 0.23%，其中 MESO、CORT 等个股涨幅较大；港股生物科技指数涨幅基本持平，其中荃信生物、和铂医药涨幅领先。春节前周、年初至今 A 股医药指数涨幅分别为 0.07%、-3.77%，相对沪深 300 的超额收益分别为 -0.05%、-0.78%；A 股医药春节前周原料药（+1.00%）、化药（+0.88%）、医药商业（+0.81%）等股价涨幅较大，中药（-1.68%）、医疗器械（-0.46%）等股价跌幅较大；春节前周 A 股涨幅居前健友股份（+12.87%）、南卫股份（+11.78%）、润达医疗（+9.00%），跌幅居前长药控股（-21.99%）、双成药业（-18.01%）、赛托生物（-15.39%）。2025 年医药板块能否具有超额收益？截至目前医药板块跌幅约 3.8%、处于中位数位置，医药板块仍有望走出显著超额的原因：1、仿制药及类似物采集影响边际减弱。2024 年针对中药、耗材及第十批集采落地，集采影响全部扩面，但 2025 年 500 个品种的集采目标进入尾声。另外 1 月 27 日医保局印发《按病种付费医疗保障经办管理规程》，重点强调加强按病种付费与医疗服务价格改革、集采、国谈等协同，同时做好即时结算等方面内容。2、医疗商业保险很可能催化创新药大行业。医保局积极推动丙类目录征求意见很可能一季度落地，有助于商保大发展。3、Q4 持仓结构再创新低。医药板块 4 年连续下跌，其占全 A 比例从 2021 年的 10%下降至今 6%、非医药公募基金 Q4 医药持仓估计约 5%，市值增加最多的人福医药、药明康德、贝达药业、联影医疗、昆药集团等。4、医药估值水平颇具吸引力。我们预测 2025 年医药板块 PE 约 21 倍，其中医药行业、中药、医疗器械估值分别为 11 倍、17 倍、20 倍，处于较低水平。综上分析，重点推荐创新药、中药、CXO 及医疗器械等板块。具体思路：1) 创新药领域：百利天恒、信达生物、益方生物、三生国健、奥赛康、百济神州、海思科、和黄医药、亚盛医药、迪哲医药、泽璟制药-U、恒瑞医药等；2) 中药领域：佐力药业、江中药业、华润三九、济川药业、马应龙、方盛制药等；3) CXO 及科研服务领域：药明康德、药明合联、康龙化成、凯莱英等；4) 高端制剂领域：人福医药、恩华药业、苑东生物等；5) 临床及仿制药 CRO：诺思格、泰格医药等；6) GLP1 产业链领域：诺泰生物、博瑞医药等；7) CGM 领域：鱼跃医疗、三诺生物等；8) 原料药领域：奥锐特、千红制药、华海药业、普洛药业等；9) 医疗耗材领域：惠泰医疗、大博医疗、三友医疗等；10) 仿制药领域：人福医药、恩华药业、仙琚制药、苑东生物、信立泰等；11) 科研服务领域：药康生物、奥浦迈、百普赛斯等。风险提示：药品或耗材降价超预期；医保政策风险等；产品销售及研发进度不及预期。

（证券分析师：朱国广 证券分析师：赵晓翔
研究助理：苏丰）

计算机 AI 行业点评报告：模型平权，推理爆发，看好端侧+应用

投资要点 近期事件：前沿模型与 Agent 层出不穷 1) 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，性能比肩 SOTA（不含多模态），标志着中国 AI 从跟随者走向创新者。降本核心创新点在于 DeepseekMOE 架构、FP8 混合精度框架、MLA 多头潜在注意力机制、纯 RL 强化学习不依赖人工数据标注的监督微调等。目前微软、AMD 等各类厂商都已宣布支持 deepseek-R1 并将其整合进自己的产品。2) 1 月 29 日，阿里通义千问旗舰版模型 Qwen2.5-Max 发布，预训练数据超过 20 万亿 tokens，比肩 Claude-3.5-Sonnet，在多项公开主流模型评测基准上录得高分，甚至高于 GPT-4o、DeepSeek-V3 及 Llama-3.1-405B。3) 2 月 3 日，ChatGPT 发布新 Agent “Deep Research”，基

于 o3 模型做了特殊优化,把推理大模型的思考能力用于联网搜索,综合多个信息来源,一次查询响应时间 5 分钟-30 分钟不等,目标是“完成人类专家需要几个小时的复杂研究任务”。在“人类最后的考试”上,Deep Research 刷新了最高分,比 o3-mini 高推理设置分数高出一倍。

影响:模型平权,推理爆发,看好端侧+应用 1) **【中国科技重估】** Deepseek 的底层创新最为重要,标志着中国 AI 从跟随者向创新引领者转变,直接引发全球对中国科技创新的重视并对中国资产进行重估(参考美股中概上涨); 2) **【引发“模型平权”思考】**,开源和低成本让模型层面的差距迅速缩小,为推理侧应用(包括端侧和软件)的爆发打下基础,小型团队不需要重资产投入就可以蒸馏出先进小模型(适用于各类端侧 mini 场景),并且端侧算力就可以跑通小模型,2025 年或是端侧的爆发元年。 3) **【对算力影响】**,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,但训练+推理的整体需求依然乐观。参考从 2G 到 4G 流量费用不断降低,但因为用量的指数级提升,导致整体市场规模依然快速增大。 AI 方向投资思路: 1) 大厂线,小米系(**【金山办公】**、金山云、金山软件),字节系(汉得信息、润泽科技),阿里系(杭钢股份),腾讯系(泛微网络),华为系(能科科技)等; 2) Agent 线,**【鼎捷数智、上海钢联(小钢机器人)】**、汉得信息、泛微、彩讯、用友、金蝶; 3) 端侧,移远通信、广和通、美格智能、乐鑫科技、虹软科技(AI 眼镜)、萤石网络; 4) 数据中台及底层设施:星环科技、普元信息、第四范式、优刻得 5) 其他 AI 应用:**【科大讯飞】**、同花顺、三六零、福昕软件、合合信息、税友股份、润达医疗、新致软件、焦点科技、赛意信息。具身智能方向:AI 终极应用场景,25 年量产元年。 海外:特斯拉 2024Q4 业绩会认为长期来看未来机器人业务收入有望超 10 万亿美元;2025 年会有几千个机器人在内部工厂使用,26H2 外销机器人。国内:宇树机器人登上春晚;乐聚机器人首条产线预计可年产 200 台人形机器人。智元机器人 2024 年 12 月底第 1000 台通用机器人正式下线。优必选目前已经收到了多家车厂的超过 500 台意向订单。具身智能融合机器人与人工智能,是 AI 的终极应用场景。行业发展势头迅猛,相关企业研发活跃,技术突破不断,商业落地加速,成长空间广阔,是极具潜力的投资方向,建议重点关注布局。 相关公司:**【能科科技】**、道通科技、科大讯飞、天准科技、麦迪科技。 风险提示:大模型版本迭代不及预期,AI 应用落地不及预期

(证券分析师:王紫敬 证券分析师:李康桥)

商贸零售行业深度报告:草根直击美国通胀:必选消费品涨价触目惊心——暨中美超市行业思辨

投资要点 2025 年 1 月,我们在美国进行了一些消费的草根调研,非常直观的感受了美国**【必选消费的上漲】**,如肉蛋奶菜粮等品类。本文我们将针对美国必选消费的调研做一些对比,同时对于中美的超市行业,有一些思辨。 在我们调研的 6 个品类中,只有**【牛奶】**中美的单价差不多,**【鸡蛋】****【面包】****【四季豆】****【香菇】****【小黄瓜】**,基本上美国比中国都是 3x-8x 的价格,尤其蔬菜价格上,美国贵的程度更高。肉类因为不同品种价格差异比较大,没有办法平均故没有列举,但大体情况来讲,美国这边肉的情况类似于牛奶,没有比中国明显贵。我们认为,对于超市品牌来说-**【卖的便宜】**不是核心竞争力,**【卖的贵还让人觉得贵是有道理的】**才是核心竞争力。怎样才能做成像**【胖东来】**或**【山姆超市】**这样很强的超市品牌?市场上的讨论,主要集中于超市的价格、供应链、自有品牌商品、员工服务、生鲜产品、烘焙&餐饮产品、到家服务等。而我们有不同的观点,我们认为,上述这

这些都是构成超市品牌的细节，价格，供应链，自有品牌等，都很难构成超市的核心竞争力和竞争壁垒，我们认为真正超市的核心壁垒和核心竞争力，是【品牌形象】，当然规模效应也很重要，但品牌形象才是最核心的竞争力。【SKU的不可比价性】是超市将产品卖出溢价的重要因素。加州 Trader Joe's 的 SKU，水果&菜&肉&蛋&鲜花等非品牌化商品，我们预估占比约 30%-50%，此外 Trader Joe's 是有自有品牌的，如咖啡，红酒，小吃等，而非自有品牌的其他包装品牌，如预制菜，零食，饮料等，SKU 的不可比程度也非常高，即 Trader Joe's 超市内卖的品牌，在别渠道不易找到，如可口可乐等易比价品牌，基本上在 Trader Joe's 里面是没有的。【SKU 的不可比价】，是美国 Trader Joe's、国内的山姆会员店等超市品牌塑造的重要的一点。【体验感&即时性】是线下零售渠道品牌塑造的核心点。对于超市这样的线下零售渠道来说，供应链&便利性上很难比线上电商更有优势。线下更有优势的点是【体验感】和【即时性】，这是线下零售的品牌塑造中，也是线下超市品牌塑造中与线上竞争核心差异点——现场体验感。我们认为——中国和美国的超市行业，根本性的差异在于，【必选消费】价格机制的不同，美国超市的盈利非常依靠必选消费品种，而中国超市的盈利需要更依靠可选消费品种。美国超市中，必选消费的占比非常大，而美国必选消费的涨价也十分凶悍，美国超市通过品牌优势和规模优势，在必选消费的涨价中，获得了显著的利益。而中国超市层面，必选消费没有这么暴力的涨价，整体价格比较平稳。故中国的超市盈利主要还是要依靠可选消费品种。我们认为，不论是山姆超市，还是胖东来，都存在一个【品牌出圈】的契机，而中国的超市品牌，未来的发展方向，也是要以品牌塑造和出圈为发展方向，更具有特点的超市品牌，是超市行业未来发展的核心方向。投资建议：SKU 的独特性和品牌塑造上，推荐名创优品，超市&连锁零售推荐地方认知度较强的标的，推荐永辉超市，建议关注红旗连锁等。风险提示：调研样本与整体情况或有偏差，无法覆盖个别特殊情况，调改&自有品牌经营风险、行业竞争加剧等。

（证券分析师：吴劲草）

建筑装饰行业跟踪周报：政策有望更加积极，关注建筑央企和一带一路方向

投资要点 本周（2025.1.20-2025.1.27，下同）：本周建筑装饰板块（SW）涨跌幅-0.35%，同期沪深 300、万得全 A 指数涨跌幅分别为 0.12%、-0.01%，超额收益分别为-0.47%、-0.34%。行业重要政策、事件变化、数据跟踪点评：（1）中央金融办、证监会等联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》：方案提出提升商业保险资金 A 股投资比例与稳定性。在现有基础上，引导大型国有保险公司增加 A 股（含权益类基金）投资规模和实际比例，抓紧推动第二批保险资金长期股票投资试点落地，稳步提升全国社会保障基金股票类资产投资比例。保险及社保等中长期增量资金入市有望利好低估值、稳定分红的行业龙头、白马以及破净央企国企估值修复。（2）全国城市更新工作部署视频会议召开：住建部介绍 2024 年我国共实施城市更新项目 6 万余个，完成投资约 2.9 万亿元，12 个省设立了专项资金给予奖补或贷款贴息，12 个省发行专项债近 1000 亿元用于各类更新改造。何立峰在全国城市更新工作部署视频会议上要求大力实施城市更新，有力有序有效推进城市更新重点任务。城市更新有望成为超长期特别国债和中央预算内投资等政策措施的重点支持方向，有望拉动相关建筑企业订单和建材需求。周观点：（1）近期短期数据显示，此前增量财政政策对投资端和实物量的效果逐渐显现，展望 25 年上半年财

政政策对实物量需求的积极影响有望延续。2024 年 12 月基建投资累计同比增速较上月加快 0.2pct 至 4.4%，财政政策发力对投资端的拉动有所显现；2024 年 12 月建筑业商务活动指数为 53.2%，较 11 月上升 3.5 个百分点，创 6 月以来新高。此前国务院国资委发布央企市值管理工作若干意见，明确提出要将市值管理作为一项长期战略管理行为，将市值管理纳入中央企业负责人经营业绩考核，我们认为国资考核的优化将促进央企进一步提升经营质量，叠加地方化债落地，建筑央企报表质量有望改善。保险及社保等中长期增量资金入市有望利好低估值、稳定分红的行业龙头、白马以及破净央企估值修复。我们建议关注估值仍处历史低位、业绩稳健的基建龙头央企和地方国企估值持续修复机会，推荐中国交建、中国电建、中国中铁，建议关注中国核建、中国化学等。（2）出海方向：2024 年 1-11 月我国对外承包工程业务完成营业额同比增长 4.5%，新签合同金额同比增长 13%，对外投资平稳发展；特朗普任职后近期开启关税贸易摩擦，后续外交博弈、贸易摩擦或加剧，一带一路战略推进或加码。预计基建合作是重要形式，海外工程需求景气度有望保持，海外工程业务有望受益，后续预计逐渐兑现到订单和业绩层面。建议关注国际工程板块，个股推荐中材国际、上海港湾，建议关注中工国际、北方国际、中钢国际等。（3）需求结构有亮点，新业务增量开拓下的投资机会：《2024-2025 年节能降碳行动方案》发布，在加快推动建筑领域节能降碳等政策推进下，装配式建筑、节能降碳以及新能源相关的基建细分领域景气度较高，有相关转型布局的企业有望受益，建议关注装配式建筑方向的鸿路钢构、华阳国际等；低空经济各地方政策催化不断，建议关注建筑和基建设计院板块，相关标的建议关注中交设计、设计总院、华设集团等。风险提示：地产信用风险失控、政策定力超预期、国企改革进展低于预期等。

（证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊

证券分析师：石峰源）

汽车周观点：1 月第 3 周乘用车同比+10.8%，继续看好汽车板块

n 春节行业核心变化：1）DeepSeek 大火提振国内 AI 技术创新信心；2）美国对华加征关税 10%，对墨西哥加征 25%；3）特斯拉 2024Q4 财报单车盈利略低于预期，财报电话会议公司对 FSD 和人形机器人 2025 年和未来表现信心均十足；4）1 月主流 13 家车企新能源交付 61 万辆，同比+45%，环比-37%，总体符合预期。其中小鹏汽车 1 月交付量首次成为中国新势力新能源品牌第一名。5）上汽集团 2024Q4 业绩符合预期，上汽通用大幅计提减值，利空或出尽。nn2 月汽车观点：AI 与红利两条主线或并存。1）DeepSeek 有望进一步催化 AI 主线大行情，汽车智能化/人形机器人均是端侧重要应用，有望持续超预期。AI 主线首推【小鹏汽车】。2）红利风格依然稳健，首选高分红+高成长【宇通客车】。nn2025 全年观点：全面拥抱 AI（All in 汽车智能化+布局机器人）。2025 年是汽车智能化拐点之年，开启 3 年周期推动国内电动化渗透率实现 50%-80%+的跃升，整车格局迎来新的重塑阶段，零部件格局或上演强者恒强（且寻找机器人/全球化第二增长曲线）！AI 成长风格 2025 年优选组合：整车【小鹏汽车+上汽集团+赛力斯】，零部件【德赛西威+拓普集团+地平线机器人+伯特利+新泉股份】！红利风格 2025 年优选组合：【宇通客车+福耀玻璃+中国重汽 A/H】nn 风险提示：全球经济复苏力度低于预期；L3-L4 智能化技术创新低于预期；全球新能源渗透率低于预期；地缘政治不确定性风险增大。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：刘力宇

证券分析师：孟璐 研究助理：孙仁昊 研究助理：赖思旭）

保险资金配置变迁、2025 年预测及负债成本分析

目前对于每年新增保费的 30% 用于投资 A 股中新增保费的口径并没有明确的官方定义，在此我们认为有三种可能的定义：①新单保费口径；②净现金流口径；③新增保费口径。如果按新单保费口径测算，新单保费=新增保费*新单保费占新增保费占比，新增权益=新单保费*30%。我们以平安、太保 2024 年新单保费占比数据为参考，预计五家大型国有寿险公司：中国人寿、中国太保、新华保险、中国人保、中国太平 2024 年新单保费收入总计 4041 亿元。以 2024 年静态数据测算增配 A 股资金规模 1212 亿元。以净现金流口径计算，新增权益=净现金流*30%。预计五家国有保险集团：中国人寿、中国太保、新华保险、中国人保、中国太平 2024 年经营净现金流总计 8489 亿元。以 2024 年静态数据测算增配 A 股资金规模 2547 亿元。如果按新增保费口径测算，新增权益=新增保费*30%。五家国有寿险公司：中国人寿、中国太保、新华保险、中国人保、中国太平 2024 年保费收入总计 1.35 万亿元。以 2024 年静态数据测算增配 A 股资金规模 4041 亿元。风险提示 长端利率趋势性下行；股市持续低迷；新单增长不及预期。

(证券分析师：孙婷)

金融产品跟踪周报：权益 ETF 系列：继续等待右侧，建议配置红利类 ETF、小盘成长类 ETF 和医药类 ETF

投资要点 A 股市场行情概述：(2025.1.20-2025.1.27) 主要宽基指数涨跌幅：排名前三名的宽基指数分别为：中证红利 (1.07%)，万得微盘股日频等权指数 (0.83%)，科创 100 (0.29%)；排名后三名的宽基指数分别为：北证 50 (-5.78%)，科创 50 (-1.12%)，中证 2000 (-0.42%)。风格指数涨跌幅：排名前三名的风格指数分别为：金融风格 (0.86%)，大盘价值 (0.64%)，国证价值 (0.51%)；排名后三名的风格指数分别为：中盘成长 (-0.87%)，大盘成长 (-0.87%)，国证成长 (-0.79%)。申万一级行业指数涨跌幅：排名前三名的申万一级行业指数分别为：计算机 (2.43%)，传媒 (2.04%)，钢铁 (1.57%)；排名后三名的申万一级行业指数分别为：综合 (-2.99%)，房地产 (-2.51%)，国防军工 (-2.49%)。A 股市场行情展望：(2025.2.5-2025.2.7) 观点：短期可能调整，继续等待右侧。日线级别上，高频宏观模型开始在 0 值附近震荡。恒生科技在 2025 年 1 月 20 日发出右侧信号，纳指金龙指数在 2025 年 1 月 24 日发出右侧信号，恒生指数在 2025 年 1 月 27 日发出右侧信号。这些都是 A 股左侧见底的信号。2025 年 1 月 27 日受 DeepSeek 事件的影响，A 股中科技标的和海外相关科技标的均发生较大的调整。后续 A 股相关科技标的虽然短期存在调整的可能，但长期来看国产替代和 AI 应用的逻辑或将得到进一步加强。月线级别上，2 月的低频月度宏观模型虽然仍然为负值，但评分较 1 月有所改善。细分方向，基本面、资金面和国际面表现较弱，估值面和技术面则发出相对积极的信号。因此我们的结论是：2025 年 2 月受到美国关税影响，A 股 2 月前半段时间可能会发生一定的调整，但如果调整发生的话，A 股则会有更有吸引力的估值，2 月下半月可能会迎来估值修复。具体方向上，可以关注 AI 应用方向（高胜率，DeepSeek 引起软件应用投资机会）和医药方向（高赔率，集采相关问题引起广泛议论）。基金配置建议：根据我们上述行情研判，我们认为后续行情会逐渐从大盘价值风格转向小盘成长风格，但短期大盘指数仍然存在调整的可能。因此从基金配置的角度，推荐港股红利 ETF，小盘成长类 ETF，同时医药类 ETF 也可以考虑少量配置。风险提示：1) 模型基于历史数据测算，未来存在失效风险；2) 宏观经

济不及预期；3）发生重大预期外的宏观事件。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：唐遥衍）

国内机器人行业梳理：量产元年，百家争鸣

p 产业明显提速，差异化渐显，短期工业场景有望率先落地，长期空间广阔。1）产业在加速：产业政策密集出台，产业联盟&基金纷纷成立，融资数量大幅增长，推动产业形成“资金—技术—产品”闭环。2）差异化渐显：国内机器人在上下肢、视觉等硬件方案及模型路线等软件层面存在差异化且仍未收敛。3）短期爆发在即，长期空间广阔：应用环节较为明确为汽车、3C 行业，有望率先起量，逐步延伸至其他制造业及搬运、零售等服务业，有望于 2030 年走进家庭。据测算，预计 2030/2035 年机器人新增需求达 178/994 万台。随大脑逐步完善及场景拓宽，关节数增加，线性关节逐步渗透，灵巧手收敛至五指方案，我们测算 2035 年大批量生产后，单体执行器价值量约 6 万元，旋转/线性执行器市场空间达 2130/4031 亿元。p 初创机器人企业：背景多元，量产在即，潜力无限。我们梳理了智元、宇树、优必选、乐聚、普渡、傅利叶、银河通用、众擎、星动纪元、千寻智能共 10 家企业，初创企业机制较为灵活，创始团队在某一领域（运动控制为主）背景深厚，2024 年头部企业均发布最新机型，具备双足机器人的开发能力，并与车企等制造企业试点近半年，小批量测试阶段有望结束，25 年开启量产销售，多家企业预计 2025 年全年销售超千台。我们认为：1）智元、宇树、优必选、乐聚进度较为领先，在全栈式布局、硬件性能&成本控制、场景应用、股东背景等领域具备优势；2）银河通用、星动纪元、众擎、千寻智能则在大模型、运动控制算法等细分方向较为领先；3）普渡、傅利叶由原本配送/康复机器人拓展，硬件&量产能力优秀。p 互联网&整车企业：多元形式入局，推动产业加速。1）互联网企业：多以投资&大模型&自研方式入局，关注软件端的大模型高于关注硬件，从“大脑”方面发力。目前国内互联网企业多集中于语言模型，也纷纷推出自研多模态大模型，也在往具身智能大模型方向发展，但与海外龙头企业仍有一定差距。其中，华为布局较为多样，模型端—盘古大模型较为领先，志在让人形机器人成为鸿蒙生态系统重要部分，车端—场景&制造资源协同，共同赋能国产人形机器人，投资端—注资极目机器人，加大投入。3）整车企业：人形机器人在“感知+决策+执行”层面与智能驾驶均具备共同性，同时车企在应用端也是天然的落地场所，目前在智能驾驶投入层面华为于研发人员&算力规模均国内第一，有望于人形机器人领域延续领先地位。p 投资建议：机器人当前类比 2014 年电动车，即将量产，开启 10 年产业大周期，国内外共振，强烈看好板块！1）特斯拉链：首推确定性龙头 Tiel【三花智控】、拓普集团，Tier2【鸣志电器】、绿的谐波、双环传动，关注【北特科技】、浙江荣泰、五洲新春、震裕科技、斯菱股份、大亚股份等；2）华为链：推荐【雷赛智能】、赛力斯，关注【兆威机电】、蓝黛科技、富临精工、禾川科技、豪能股份、科力尔、埃夫特、拓斯达等。3）英伟达链：推荐【伟创电气】、科达利等。4）宇树科技链：关注【长盛轴承】、卧龙电驱、奥比中光、曼恩斯特。p 风险提示：人形机器人推广不及预期，特斯拉人形机器人量产进展不及预期，产业链降本不及预期，行业关键技术突破不及预期，竞争加剧等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕
证券分析师：谢哲栋 研究助理：许钧赫）

24Q4 基金持仓深度：电新重仓 Q4 总体下降，光伏、储能、风电、电网板块均下降，电动车、工控板块上升——基于 12151 支基金 2024 年

四季报的前十大持仓的定量分析

投资要点 新能源汽车：总体持仓上升，中游持仓微降，整车&充电桩&新技术下降，上游锂矿&核心零部件上升 新能源汽车板块 24Q4 持仓占总市值比重为 5.29%，环比增加 0.04pct。2023Q4-2024Q4 持仓比例分别为 4.76%、5.09%、5.06%、5.25%、5.29%。1) 上游锂矿 2024Q4 整体持仓上升 0.13pct 至 2.20%；2) 中游板块持仓整体下降 0.08pct 至 9.85%，电池、负极、隔膜、添加剂、铜箔持仓上升，结构件、正极、电解液、铝箔持仓下降；3) 核心零部件持仓 2024Q4 上升，整车、充电桩下降；4) 新技术板块 2024Q4 下降 0.24pct 至 0.79%，钠电池较大幅度下降、复合集流体微幅上涨。 新能源：光伏、风电、核电均下降 光伏板块 24Q4 持仓占总市值比重为 4.13%，环比-0.02pct，2023Q4-2024Q4 持仓比例分别 4.16%、4.45%、3.88%、4.15%、4.13%。硅料、硅片、电池、组件上升，逆变器持仓下降。1) 硅料环节上升 1.81pct；2) 硅片环节上升 1.47pct；3) 电池上升 1.92pct；4) 一体化组件上升 1.44pct；5) 逆变器环节下降 1.23pct；6) 辅材环节：胶膜、玻璃、EPC、银浆上升，支架、金刚线、设备、石英坩埚持仓下降。风电板块 2024Q4 持仓占总市值比重环比下降至 3.11% (-0.69pct)，2023Q4-2024Q4 分别 2.45%、2.67%、3.53%、3.79%、3.11%。1) 整机环节上升 0.73pct；2) 塔筒&海桩环节下降 0.24pct；3) 海缆环节下降 2.98pct；4) 铸锻件、结构件环节上升 0.25pct；5) 轴承、滚子环比上升 0.85pct；6) 叶片及材料环节上升 0.45pct。 核电板块 2024Q4 持仓占总市值比重环比下降至 0.71% (-0.21pct)，2023Q4-2024Q4 持仓比例分别为 2.30%、2.62%、2.50%、0.93%、0.71%。 工控&电力设备：电力设备下降、工控板块持仓上升 工控&电力电子板块总体 2024Q4 持仓占总市值比重为 5.67%，环比上升 1.07pct。2023Q4-2024Q4 持仓比例分别为 5.29%、6.08%、4.93%、4.60%、5.67%。 电力设备板块总体 2024Q4 持仓占总市值比重为 2.12%，环比下降 0.58pct。2023Q4-2024Q4 持仓比例分别为 2.24%、2.79%、3.12%、2.70%、2.12%。 储能：总体持仓下降，PCS、新型储能下降，其他环节上升 储能板块总体 2024Q4 持仓占总市值比重为 8.42%，环比-0.19pct。2023Q4-2024Q4 持仓比例分别为 6.88%、8.01%、7.92%、8.61%、8.42%。1) 储能电池 2024Q4 整体持仓环比小幅上升 0.04pct 至 9.47%；2) PCS 2024Q4 整体下降 1.35pct 至 9.97%；3) 温控/消防 2024Q4 上升 1.69pct 至 3.46%；4) 集成/EPC/运营 2024Q4 上升 0.03pct 至 2.31%；5) 新型储能 2024Q4 下降 0.57pct 至 0.57%，便携式储能下降 1.16pct 至 2.38%。风险提示：股市波动风险，宏观经济波动风险，政策变动风险。本报告仅对基金四季报客观数据分析点评，所涉及股票、行业不构成投资建议。 注：如非特殊注明，本文上升、下降均为环比数据

(证券分析师：曾朵红 研究助理：许钧赫)

机械设备行业+公司首次覆盖：人形机器人量产渐进，建议关注多链条各环节投资机遇

投资要点 人形机器人板块行情复盘：技术迭代与量产进程是主推手 复盘 2021 年以来的人形机器人指数走势，可以看出人形机器人行业一共迎来五次大涨行情。第一次大涨发生于马斯克在 AI Day 上公布人形机器人设计方案；第二次大涨发生于特斯拉 AI Day 预热；第三次人形机器人行情来自于 AI 催化；第四次人形机器人行情主要来自于 Optimus 升级迭代；第五次人形机器人行情主要来自于华为机器人入局。人形机器人商业化落地为产业大趋势，国外产业链需关注特斯拉 Optimus 量产节奏，国内产业链需关注华为、小米等龙头企业产品进展。 本体：国内外产业链共振，助推人形机器人产业化落地 国内

人形机器人进展：人形机器人产业以美日企业牵头，国内企业顺势而上加速追赶，华为、小米、小鹏、傅利叶、埃斯顿等公司都在积极探索和布局人形机器人领域，产品各具特色，重点关注华为/小米产业链。

海外人形机器人进展：人形机器人市场目前海外科技巨头入局较早，全球具身智能主机厂参与者众多。目前特斯拉 Optimus 即将进入量产阶段，英伟达构建机器人基础模型和仿真框架，引领“通用机器人的 ChatGPT 时刻”。

减速机：旋转执行器之核心，看好国产谐波抢占市场份额 减速器是旋转执行器的核心部件，分为谐波、行星和 RV 减速机。人形机器人需要综合考虑体积、重量、价格、传动效率等因素，谐波减速器为最优方案。目前谐波减速器龙头哈默纳科与绿的谐波进入特斯拉供应链，但哈默纳科产能扩张较慢，绿的谐波产能弹性更优且拥有性价比优势。看好国产谐波抢占市场份额。

灵巧手：机器人最具价值量环节，关注工艺更迭的零部件机遇 特斯拉共发布两代灵巧手设计方案，两代产品各有优劣，工艺仍存迭代空间。第一代灵巧手的优点在于拥有较大的抓取力，而缺点在于缺少侧摆自由度，没有办法实现精密抓取。②第二代灵巧手优点在于自由度高，但负载和传动精度有限。灵巧手技术路线尚未完全确定，建议关注工艺更迭带来的零部件投资机遇。

丝杠：精密传动之冠，人形机器人线性执行器的核心部件 根据特斯拉 AI Day 发布会披露，特斯拉 Optimus 人形机器人共有 28 个运动关节，包括旋转执行器和线性执行器，其中线性执行器采用力矩电机+行星滚柱丝杠方案，其中行星滚柱丝杠成本占比可达 56%。此方案具备能够自锁和推力更大的优势。看好行星滚柱丝杠需求放量。

丝杠设备&耗材：关注螺纹磨床国产化与超硬刀具需求提升 目前丝杠加工较为成熟的技术路线为纯磨制路线，螺纹磨床为核心生产设备，目前众多磨床厂正着力突破技术难点，致力于螺纹磨床国产替代。长期看丝杠量产需求将倒逼旋风铣工艺成熟，PCBN 铣刀为旋风铣最合适的加工刀具，需求有望同步受益。

投资建议 人形机器人作为人工智能的终极载体，产业化大趋势明确。我们认为以下方向值得关注。（1）人形机器人整机环节关注：优必选、埃夫特、拓斯达、中坚科技、永创智能、埃斯顿；（2）减速机环节关注：绿的谐波、中大力德、丰立智能、夏厦精密；（3）灵巧手、传感器环节关注：兆威机电、柯力传感、安培龙、康斯特；（4）丝杠环节关注：恒立液压、北特科技、五洲新春；（5）丝杠设备、耗材环节关注：华辰装备、沃尔德、国机精工；（6）轴承环节关注：长盛轴承、苏轴股份。

风险提示：人形机器人产业化不及预期，技术迭代导致现有零部件不再应用，零部件降价导致盈利能力下滑。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：张良卫
研究助理：钱尧天）

证券Ⅱ行业深度报告：先抑后扬，预计净利润同比增长 15%——证券行业 2024 年年报前瞻

投资要点:2024 年日均股基交易额 11853 亿元，同比增长 23%。IPO、再融资持续收紧，债券发行规模稳中有增。权益市场先跌后涨，债券市场稳步增长。预计 2024 年上市券商净利润同比+15%，第四季度净利润同比+66%。目前券商股估值较低，考虑到行业发展政策积极，我们认为大型券商优势仍显著，推荐中信证券、华泰证券、东方财富、指南针等。 2024 年股债均走强，交投活跃度大幅回升。1) 2024 年市场日均股基交易额为 11853 亿元，同比增长 23%。2024 年沪市投资者平均每月账户新开户数为 231 万户，较 2023 年的 196 万户增长 18%。2) 截至 2024 年末，融券余额为 104 亿元，较 2023 年末下滑 85%。2024 年平均维持担保比为 255%，较 2023 年下降 15pct，风险

总体可控。3) IPO、再融资持续收紧,债券发行规模稳中有增。2024 年共发行 100 家 IPO,募资规模达 674 亿元,同比下滑 81%。2024 年平均每家募资规模 6.7 亿元,较 2023 年的 11.4 亿元下降 41%。4) 监管指引下再融资规模持续下滑。2024 年增发募集资金 1731 亿元,同比下滑 70%。可转债 483 亿元,同比下降 66%。可交换债 312 亿元,同比下降 6%。5) 债券发行规模稳中有增。2024 年,券商参与的债券发行规模为 14.1 万亿元,同比增长 6.05%。其中企业债发行规模下滑 70%,公司债、金融债券、短融中票和 ABS 分别同比增长 2%、3%、46%和 10%。6) 权益市场先跌后涨,债券市场稳步增长。沪深 300 指数 2024 年上涨 14.68%,2023 年下跌 11.38%;创业板指 2024 年上涨 13.23%,2023 年下跌 19.41%;上证综指 2024 年上涨 12.67%,2023 年下跌 3.70%;中债总全价指数 2024 年上涨 5.43%,2023 年上涨 1.66%;万得全 A 指数 2024 年上涨 10.00%,2023 年下跌 5.19%。7) 2024 年公募基金发行规模企稳回升。2024 年基金发行底部回暖,公募基金发行规模 11838 亿份,同比+3%。 预计上市券商 2024 年净利润同比+15%,第四季度净利润同比+66%。截止至 2025 年 1 月 27 日,28 家券商及互金公司发布业绩预告或快报,其中 21 家券商净利润同比实现正增长或扭亏为盈。结合业绩预告及对已覆盖公司的盈利预测,我们预计 2024 年上市券商营业收入同比+11%,净利润同比+15%;四季度净利润同比+66%。我们认为 2024 年券商净利润由上半年的下滑 21%逆转为正增长,主要是由于 2024 年 9 月 24 日以来,股基交易额及融资余额大幅增长,同时权益及债市下半年双双走牛,带动自营板块投资净收益大幅提升。 中性假设下预计行业 2025 年净利润同比+10%。中性假设下,我们预计 2025 年行业净利润将同比+10%,预计经纪业务收入同比增长 20%,投行业务基本持平,资本中介业务收入增长 2%,资管业务增长 5%,自营同比增长 5%。 估值较低,看好未来估值修复。截止至 2025 年 1 月 27 日,中信证券 II 指数静态估值为 1.37x PB,处于历史的 15.55%分位,处于近十年的 31.17%分位。我们认为,在我国资本市场高质量发展的背景以及券商重资产业务能力和效率持续提升的趋势下,未来我国券商 ROE 水平及估值仍存在上升空间。此外,资本市场改革预期持续强化,且政策鼓励优质券商通过并购做优做强,我们认为大型券商优势仍显著,行业集中度有望持续提升,大型券商应享有估值溢价。 重点推荐:中信证券、华泰证券、东方财富、指南针等。 风险提示:权益市场大幅波动,宏观经济复苏不及预期,资本市场监管趋严,行业竞争加剧。

(证券分析师:孙婷 证券分析师:何婷 证券分析师:武欣妹 研究助理:罗宇康)

原油月报:EIA 预计美国原油产量 2025 年新增 33 万桶/天,2026 年新增 8 万桶/天

n【原油库存板块】IEA、EIA、OPEC 在 2025 年 1 月报中预测 2025 年全球原油库存变化分别为+70、+24、-118 万桶/日,较 2024 年 12 月预测分别-20、+34、-1 万桶/日,三大机构预测 2025 年库存变化平均为-8 万桶/日,较 2024 年 12 月预测均值+4 万桶/日。 n n【原油供给板块】IEA、EIA、OPEC 在 2025 年 1 月报中预测 2025 年原油供给量分别为 10470、10435、10402 万桶/日,较 2024 年原油供给分别+180、+176、+139 万桶/日,IEA、EIA、OPEC 相较 2024 年 12 月预测量分别-10、+11、-8 万桶/日。 n n【原油需求板块】IEA、EIA、OPEC 在 2025 年 1 月报中预测 2025 年原油需求量分别为 10400、10410、10520 万桶/日,较 2024 年原油需求分别+110、+133、+138 万桶/日,IEA、EIA、OPEC 相较 2024 年 12 月预测量分别+10、-23、-7 万桶/日。 n

【相关上市公司】推荐：中国海油/中国海洋石油（600938.SH/0883.HK）、中国石油/中国石油股份（601857.SH/0857.HK）、中国石化/中国石油化工股份（600028.SH/0386.HK）、中海油服（601808.SH）、海油工程（600583.SH）、海油发展（600968.SH）；建议关注：石化油服/中石化油服（600871.SH/1033.HK）、中油工程（600339.SH）、石化机械（000852.SZ）。nn【风险提示】1）地缘政治因素对油价出现大幅度干扰。2）宏观经济增速严重下滑，导致需求端严重不振。3）新能源加大替代传统石油需求的风险。4）OPEC+联盟修改石油供应计划的风险。5）美国解除对伊朗制裁，伊朗原油快速回归市场的风险。6）美国对页岩油生产环保、融资等政策调整的风险。7）全球 2050 净零排放政策调整的风险。

（证券分析师：陈淑娴 研究助理：周少玟）

保险Ⅱ行业月报：保险行业 12 月月报：寿险全年保费实现两位数增长，Q4 车险业务明显回暖

投资要点 人身险公司全年保费实现两位数增长，12 月保费同比基本持平。1）2024 年全年人身险原保费 42633 亿元，同比+13.3%，规模保费 48587 亿元，同比+11.1%；人身险公司原保费收入同比+13.2%（可比口径+5.7%），Q1-Q4 单季分别同比+12.5%、+13.7%、+25.0%、-1.0%，我们认为 Q4 增速转负主要受到产品预定利率下调、部分公司开门红节奏提前等因素影响。12 月单月人身险公司原保费规模达 2029 亿元，同比+0.1%，实现增速由负转正（11 月为同比-1.6%）。2）2024 年保户投资新增交费（万能险为主）同比-3%，投连险同比+20%。12 月单月保户投资新增交费同比-16%，较 11 月降幅扩大 2pct；投连险同比-42%，增速由正转负（11 月为同比+2%）。3）我们认为客户保障、储蓄需求仍在，预计保险行业 2025 年开门红保费将平稳增长。分红险目前已成为大部分公司主打产品，有助于降低险企负债成本，而浮动收益也可以对客户形成一定吸引力。随着预定利率动态调整机制落地，险企负债成本有望继续优化，同时有助于提升价值率水平，是推动 NBV 继续增长的主要因素。健康险全年保费同比增长 8.2%，Q4 增速基本稳定。1）2024 年全年健康险保费同比+8.2%，Q1-Q4 单季分别同比+8.5%、+5.7%、+12.2%、+6.2%。12 月单月健康险保费同比+3.3%，增速较 11 月回落 5.8pct。2）我们认为，健康险仍然具有长期增长空间，通过打通保险、体检、康复、养老、药品、医院等产业链条，建立“健康管理+医疗服务+保险”的一站式健康生态系统，能够有效提高客户粘性，为保险业务增长赋能。全年产险保费同比增长 6.5%，Q4 车险业务明显回暖。1）2024 年全年产险公司保费达 16907 亿元，同比+6.5%，Q1-Q4 单季分别同比+5.1%、+3.9%、+8.0%、+10.1%，Q4 车险保费增速环比明显提升。12 月单月产险公司保费达 1354 亿元，同比+3.6%，增速较 11 月下滑 4.2pct。2）车险保费维持稳健增长。2024 年车险保费同比+5.4%，Q1-Q4 单季分别同比+2.6%、+2.9%、+4.4%、+10.9%，Q4 保费较快增长预计主要由于汽车产销回暖所致。12 月单月保费同比+6.9%，较 11 月增速略回落 1.4pct，根据汽车工业协会数据，12 月汽车产销环比分别-2%、+5.2%，同比分别增长 9.3%和 10.5%，其中新能源车产销同比分别增长 30.5%和 34%。1 月 24 日金监总局、工信部等四部委联合发布《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》，我们预计未来新能源车险保费占比将继续提升，同时承保盈利情况将逐步改善。3）非车险单月保费增速明显调整。2024 年非车险保费同比+8.0%，Q1-Q4 单季分别同比+7.1%、+5.0%、+13.2%、+8.6%，12 月单月保费同比-3.6%，增速转负主要受农险业务影响。意外险/健康险/责任险/农险单月保费分别同

比+11%、+8%、-2%、-65%，分别较11月增速持平、-36pct、-3pct、-80pct，其中农险业务大幅下滑主要受会计准则调整影响。负债端资产端均有改善，低估值+低持仓，攻守兼备。1）我们认为当前市场储蓄需求依然旺盛，在监管持续引导险企降低负债成本趋势下，保险公司利差压力预计逐渐得到缓解。2）近期十年期国债收益率略回落至1.63%左右，我们预计，未来伴随国内经济复苏，长端利率若企稳或修复上行，则保险公司新增固收类投资收益率压力将有所缓解。3）2024Q4 公募基金对保险股持仓环比减少 0.4pct 至 0.6%，持仓与估值均处于历史低位，负面因素反映充分。2025 年 1 月 27 日保险板块估值 0.50-0.80 倍 2025E P/EV，处于历史低位，行业维持“增持”评级风险提示：长端利率趋势性下行；股市持续低迷；新单增长不及预期。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：曹锟）

推荐个股及其他点评

中宠股份(002891)：宠物食品龙头代工基本盘稳固，自有品牌突破瓶颈蓄势待发

投资要点 国内宠物食品龙头，自有品牌进入发展快车道。公司成立于 1998 年，以 OEM/ODM 起家，业务覆盖全球多国，在美国、加拿大、新西兰、柬埔寨等国均建设工厂。公司旗下拥有“Wanpy 顽皮”、“ZEAL 真致”、“Toptrees 领先”三个自有品牌，产品覆盖宠物主粮、零食、保健品等多种品类。2013-2023 年，公司营收保持较快增长，2023 年实现营收 37.5 亿元，同比+15.4%，近十年复合增速达 22.15%；2023 年以来公司境外代工业务持续增长，叠加境内品牌调整后成效显著促业绩释放，2023 年归母净利润 2.3 亿元，同比+120.1%，2024 年公司预告归母净利润同增 54%-72%，业绩持续高增。境内乘宠物行业东风，自有品牌快速成长。2023 年公司境内业务营收 14.1 亿元，占总营收 32%，以自有品牌销售为主。2023 年初公司进行自有品牌调整，聚焦主粮产品发力，通过区隔渠道、精简 SKU、打造核心爆品等方法，2024 年顽皮主品牌重回增长通道，品牌势能拐点向上。品牌建设上，多品牌矩阵打开成长空间，“Wanpy 顽皮”以“鲜”为核心，定位中端，品牌焕新后成效显著；“ZEAL 真致”以天然原料、新西兰进口为卖点，定位高端；“Toptrees 领先”作为互联网品牌，线上运营经验丰富，打造出适合年轻消费群体的宠物食品系列。渠道建设上，线上渠道保持快速增长，逐渐提升直营占比；线下完善经销商体系，将线下渠道作为品牌宣传的窗口，持续深化品牌影响力。境外代工龙头基本盘稳固，海外需求增长+新增产能释放提振业绩。2023 年公司境外业务营收 26.6 亿元，占总营收 68%，境外业务主要包括国内代工出口、海外工厂代工以及自有品牌出海，产能遍及中国、美国、加拿大、新西兰、柬埔寨 5 个国家，共有国内工厂基地 13 间，国外生产基地 5 间，建设中工厂 4 间，依托全球产能规模优势和过硬的产品质量，逐步积累国际大型零售商和经销商，客户基础优质且稳定。需求端开拓欧洲新客户带来销售增量，供给端公司在美国/加拿大/新西兰持续进行代工产能扩张，预计分别新增产能 1.2 万吨/400 吨/2 万吨，国内山东工厂扩建 6 万吨干粮及 4 万吨湿粮产能。盈利预测与投资评级：中宠股份作为国内宠物龙头公司，境内业务自有品牌顽皮、ZEAL 经历调整后重拾增长，领先品牌势能持续强劲，有望分享国内宠物食品行业快速成长红利，树立品牌影响力，境外业务与多家客户长期合作关系，客户基础稳定，同时完备海外产能布局且产能持续扩产保障长期稳定成长。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为

3.8/4.5/5.5 亿元，同比+63%/+19%/+22%，对应 PE 分别为 29/25/20X，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：海外需求不及预期、行业竞争加剧、汇率大幅波动、原料价格大幅波动等。

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：苏铖 证

券分析师：张家璇 证券分析师：郝越 证券分析师：李茵琦)

光线传媒 (300251):《哪吒之魔童闹海》票房大超预期，看好公司一季度业绩表现

投资要点 1月29日，光线传媒主投的动画电影《哪吒之魔童闹海》在春节档正式上映，首日票房接近4.9亿元排名第一，截至2月3日18点54分，累计票房接近39亿元，电影质量和票房表现大超市场和预期。历经5年打磨，《哪吒之魔童闹海》票房表现大超预期。公司主投的动画电影《哪吒之魔童闹海》(后简称《哪吒2》)于2025年春节档上映，首日票房接近4.9亿元，排名第一，凭借口碑发酵实现票房逆势增长，截至2月3日18点54分，累计票房接近39亿元，断层领先，显著好于市场预期。我们预计最终票房65-70亿元。《哪吒2》历经5年打磨，创作团队精益求精，工作团队规模是前作《哪吒之魔童降世》的2-3倍，电影的镜头特效量远超前作(《哪吒2》全片镜头2500个，其中特效镜头1900+个，前作全片镜头不到2000个)，最终呈现给观众优秀的剧情人物和极致的视听享受，截至2/3，豆瓣评分8.5分(前作评分8.4分)。我们预计《哪吒2》有望给公司贡献11-12亿收入和8-10亿利润，并主要在一季度业绩体现，相关衍生品亦将贡献增量业绩。《哪吒2》验证公司内容实力，期待优质储备项目表现。《哪吒2》的成功印证公司动画IP开发能力及工业化制作优势，也进一步增强了公司中国神话宇宙IP势能。展望后续项目，真人电影方面公司储备有《“小”人物》《她的小梨涡》《透明侠侣》《墨多多谜境冒险》《莫尔道嘎》《四十四个涩柿子》等众多电影项目；动画电影方面《三国的星空》《去你的岛》《大鱼海棠2》《相思》《朔风》《非人哉》《涿鹿》《西游记之大圣闹天宫》《姜子牙2》《茶啊二中2》《昨日青空2》等等项目创作正在各自环节中稳步推进。电视剧/网剧方面《山河枕》在顺利推进后期制作；《春日宴》《我的约会清单》等剧集项目的开发在继续推进中。我们期待2025年公司更多优质电影上映，带动业绩高增。

盈利预测与投资评级：考虑到公司24Q4电影票房不及我们预期，25Q1《哪吒2》票房表现超过我们预期，我们将公司2024-2026年归母净利润从5.4/10.2/12.9亿元预测调整至4.08/12.97/14.45亿元，对应2025-2026年PE约22/19倍，维持“买入”评级。风险提示：电影票房不及预期、项目进度不及预期。

(证券分析师：张良卫 证券分析师：郭若娜)

中际旭创 (300308): 2024 年业绩预告点评: 预告业绩符合预期，高速、硅光产品出货有望与下游需求共振

投资要点 事件：公司发布2024年业绩预告，预计2024年归母净利润为46.0-58.0亿元，对应同比+111.6%至166.8%，中值52.0亿元对应同比+139.2%，扣非归母净利润45.0-57.0亿元，对应同比+111.9%至168.4%，中值51.0亿元对应同比+140.2%。按中值测算，24Q4预计归母净利润为14.5亿元，同比+64.9%，环比+3.8%。

股权激励、投资并购、减值准备等事项影响归母净利润 报告期内，公司归母净利润及扣非归母净利润受下列事项影响：1)股权激励费用导致归母净利润减少约1.9亿元；2)子公司苏州旭创、储翰科技及君歌电子等的固定资产及无形资产评估增值计提折旧摊销，导致归母净利润减少约0.4亿元；3)存货、应收账款计提减值，导致归母净利润减少约0.6亿元；4)处置股权投资，使得归母净利润增加约0.3亿元；5)政府补

助等非经常性损益事项,使得归母净利润增加约 0.5 亿元。我们认为随着硅光、1.6T 产品渗透,以及公司出货量逐渐增长,公司毛利率仍有进一步上升空间,同时三项费用率可继续摊薄,后续公司净利率有望进一步提升。公司有望深度受益于 2025 年 800G、1.6T 需求高景气+硅光加速渗透。我们认为 2025 年产业需求有以下趋势:1)云厂在推理需求凸显+算力卡供应扩张+自建网络迭代三重趋势下,2025 年对 800G 光模块的需求将充分释放;2)英伟达继续保持软硬件系统在训练、训推一体上的优势,同时自身客户结构持续优化,将进一步引领 1.6T 等前沿产品的迭代与应用;3)硅光模块具备缓解光芯片等物料短缺、承接硅基共封装趋势、降低成本三层产业逻辑,有望加速渗透。公司作为与大客户联系紧密的全球头部厂商,能够对接到主流客户需求,同时扩产有序推进,在上游物料紧缺背景下,硅光芯片布局深厚的同时有望取得物料供应结构性优势,进而深度受益于 800G、1.6T 及硅光的产业需求趋势。盈利预测与投资评级:考虑到公司硅光、1.6T 光模块等新产品即将放量,我们基本维持公司 2024/2025/2026 年归母净利润 52.8/94.5/111.5 亿元的预期,2025 年 1 月 27 日收盘价对应 PE 分别为 24.4/13.6/11.5 倍,维持“买入”评级。风险提示:高速光模块需求不及预期;客户开拓与份额不及预期;产品研发落地不及预期;行业竞争加剧;原材料供应紧缺;产业技术迭代。

(证券分析师:张良卫 研究助理:李博韦)

赛力斯(601127): 2024 年业绩预告点评: 业绩基本符合预期, M8 已登工信部新车公告

投资要点 公司公告: 公司预计 2024 全年实现营收 1442-1467 亿元, 同比+302.32%-309.3%; 实现归母净利润 55-60 亿元, 实现扭亏为盈; 实现扣非后归母净利润 51.5-56.5 亿元。2024Q4 单季度实现营收为 388.23 亿元(预告区间中值), 同环比分别+102.6%/-6.6%; 实现归母净利润 17.12 亿元, 同比扭亏为盈, 环比-29.1%; 实现扣非后归母净利润 16.37 亿元, 同比扭亏为盈, 环比-29.6%。2024Q4 业绩基本符合预期。1) 营收层面: Q4 交付同比大幅增长, 单季度问界品牌共交付 9.66 万辆, 同环比分别+46.1%/-12.5%, 其中 M9 交付 4.8 万台, 环比-2.7%, M7 交付 4.2 万台, 同环比分别-24%/-6.5%。由于 M9 销量占比环比+5pct, Q4 单季度 ASP 提升至 40.2 万元(分母为 AITO 销量, 按照预告中值计算), 环比+6.7%。2) 利润层面: Q4 公司净利率 4.4%(预告中值), 同环比分别+5.2/-1.4pct; 单车净利 1.3 万元(分母为公司总销量), 环比-26.3%。交付量环比微幅下滑影响 Q4 单车利润; 此外公司积极拓展人才队伍, 为后续持续创新积蓄力量, 相关人员工资/奖金金额同比或将扩大, 此外减值事项等或影响 Q4 利润。盈利预测与投资评级: 公司在售车型订单&交付表现较佳, 同时 M8 已亮相 1 月工信部新车公告, 我们预计新车亮相在即。考虑公司 2024Q4 相关资产减值或将超预期, 我们下调公司 2024 年业绩至 59 亿元(原为 62 亿元), 我们维持公司 2025/2026 年业绩预期为 110/159 亿元, 对应 PE 为 34/18/13x。维持公司“买入”评级。风险提示: 芯片/电池等关键零部件供应链不稳定; 新平台车型推进不及预期; 公司与华为合作推进进度不及预期等

(证券分析师: 黄细里 证券分析师: 孟璐)

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>