

2月策略观点 以我为主，灵活应对

策略研究 · 专题报告

证券分析师：王开
021-60933132
wangkai8@guosen.com.cn
S0980521030001

证券分析师：陈凯畅
021-60375429
chengkaichang@guosen.com.cn
S0980523090002

➤ 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。投资思路上，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、健康疾控、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。

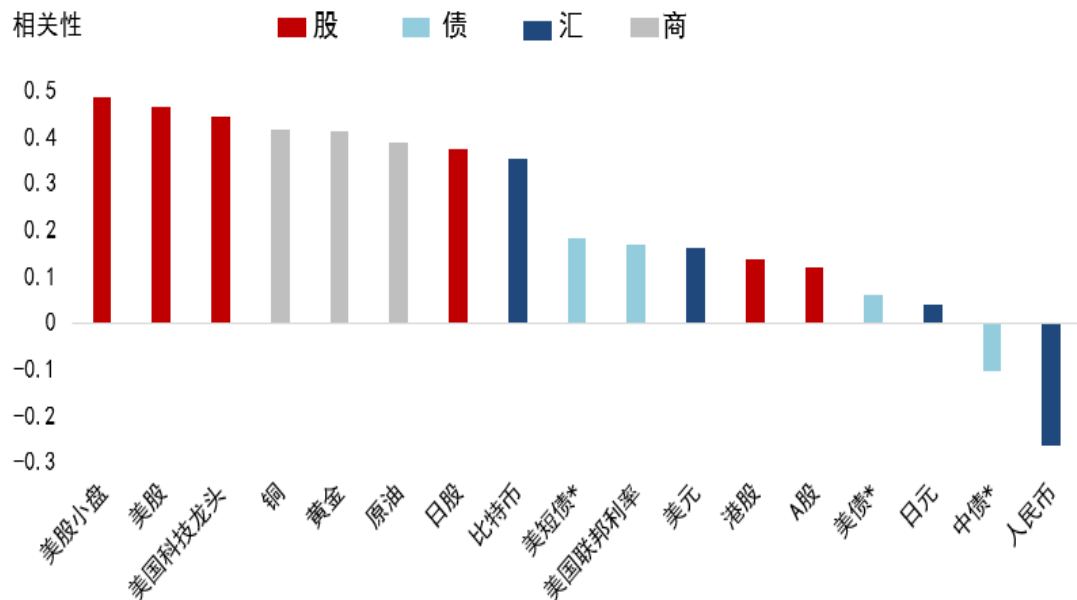
➤ 风险提示：美联储货币政策不确定性；海外地缘政治冲突加剧；文中提及个股均为客观数据梳理，不构成投资推荐的依据。

- 【 01 】 投资思路1：如何灵活应对贸易不确定因素
- 【 02 】 投资思路2：年报预告有哪些潜在线索
- 【 03 】 投资思路3：交易DeepSeek新浪潮

特朗普交易的先行核心词是“资源品+海外中小市值”

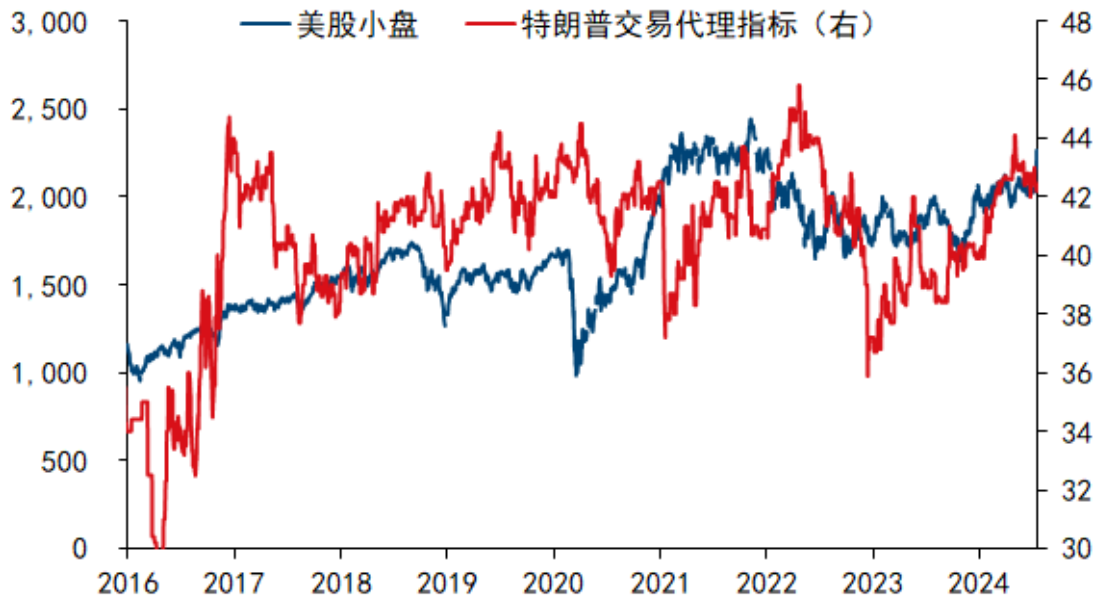
- 寻锚“特朗普交易2.0”的代理变量：研究特朗普交易之初需要找到合适的锚即代理指标，我们参考Real Clear Politics 的民调和投注，以及海外predictit披露的高频支持率调查值来表征特朗普胜选的概率，进而映射到特朗普交易中的资产表现。
- 特朗普交易的先行核心词是“资源品+海外中小市值”。根据此前两次精选经验和本轮正在进行中的美国大选，我们通过复盘2016年以来的“特朗普交易”与全球大类资产间相关程度，可发现：其一，按照股债汇商四类资产来区分，股票类资产和特朗普交易的挂钩程度最强，其次为商品>债券>汇率类指标，粘性程度依次降低；其二，美股小盘是本文统计的各类资产中与特朗普交易最为密切的一类，得益于特朗普在任期间美国基准利率维持在相对较低水平且在2020年初大幅降息，对海外经济体包括美国盟友国间“一视同仁”的贸易反制和技术锁链也抑制了美国科技巨头本身的发展并阻碍其盈利空间，因此对小盘股有所助力。

图：全球股/债/汇/商和特朗普交易的关联度



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：债券类指标采用收益率，其他指标选指数的数值或者收盘价

图：美股小盘和特朗普交易的走势趋同



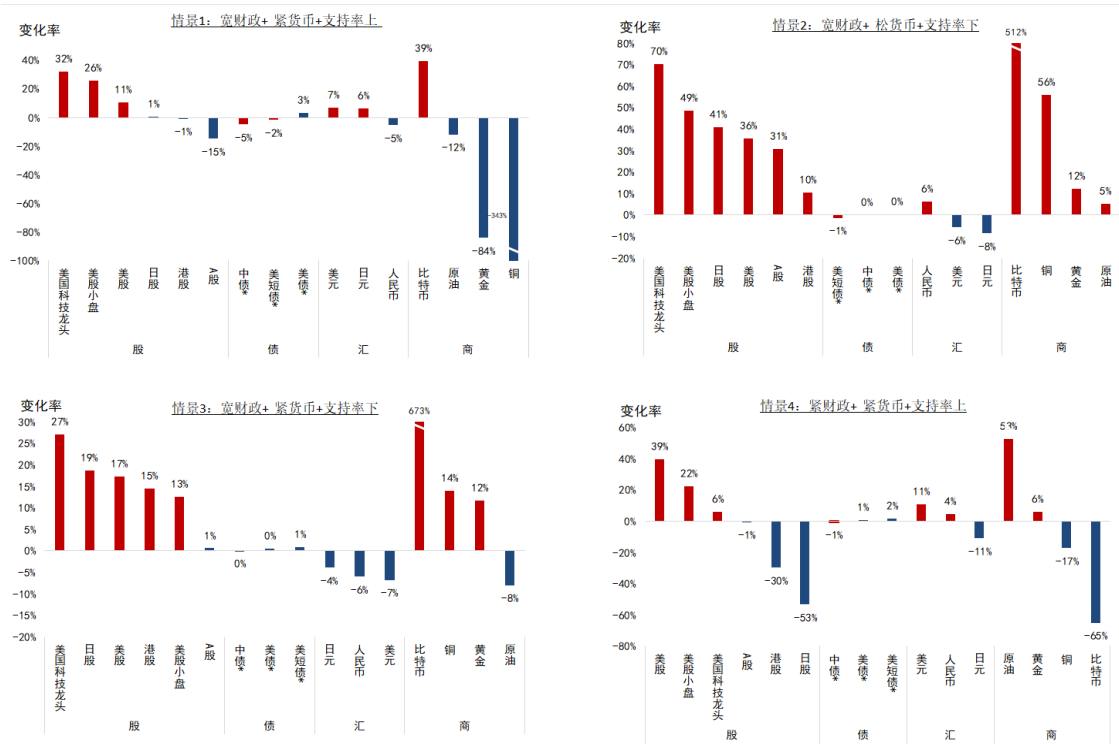
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

结合宏观政经语境拆解“特朗普交易”对资产冲击



- 各类资产对特朗普交易的敏感程度依次为：全球商品>汇率市场>海外股市>全球债市，商品和汇率更贴近“特朗普交易”，股市与宏观政策则密不可分。
- 全球风险资产最偏好的情境是“宽财政+宽货币+支持率回落”，此时全球主要市场股票和商品均展现出不同程度的上涨空间，美国科技股龙头领航，小盘股表现亦不逊色。对于股票类资产而言，宽财政对应分子端盈利的扩张，宽货币对分母端具有拔估值效应，而支持率回落对于市场风险情绪有所提振，三个因子综合起来对股票市场具有利好，美元计价的信用受到一定冲击，非美经济体的股票市场也有利好。美国科技龙头在大多情境下都具备领涨属性，紧财政和紧货币的语境下则让位于美股宽基和小盘股。

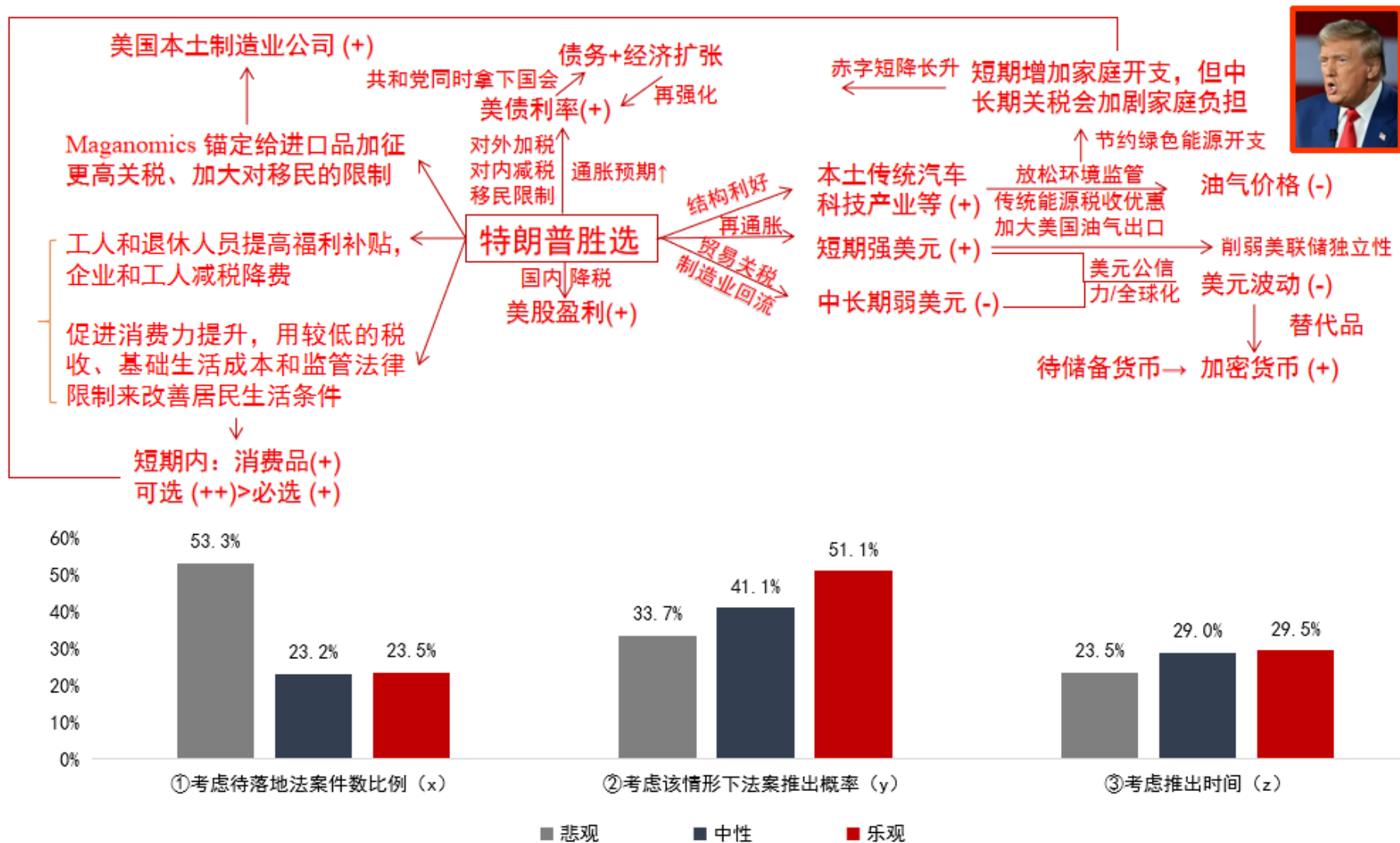
图：历史上美国宏观政策和特朗普支持率的综合复盘



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

特朗普交易2.0图谱

图：特朗普上任后经济韧性和再通胀交易指向美债利率高企路径

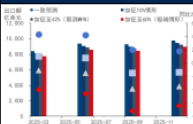
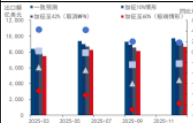
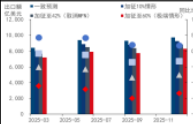


资料来源：彭博，国信证券经济研究所绘制

本轮加征关税：基于美国单边主义下出口增速的情景假设

- 美国对墨西哥、加拿大加征关税，体现了特朗普长期以来的单边主义倾向。美国时间2024年11月25日，新当选总统特朗普表示，将对墨西哥和加拿大进入美国的所有产品征收25%关税，并妄言将对来自中国进口的所有商品加征10%的关税。
- 综合双边贸易弹性的三个假设和加征关税的三种可能，测度我国在2025年的出口情况。首先，根据相关文献测算下双边贸易弹性有1.2、1.8和2.5三类口径，本研究将其分别作为乐观、中性、悲观预测的依据；其次，按目前消息，美国对我国加征关税有三种可能：第一，加征10%关税；第二，取消最惠国（MFN）待遇，相当于加征22.7%的关税，总体关税水平达到42%；第三，加征至60%的关税水平，相当于再次加征40.7%的关税。综合双边贸易弹性的三个假设和加征关税的三种可能，测度我国在2025年的出口情况。
- 潜在关税影响下，2025年我国出口可能呈现前高后低的节奏。结合直接出口和外延产业链出口的双重口径，对2025年的出口增速的潜在预测为：2025上半年出口有望维持正增速，复刻上一轮贸易摩擦初期的“抢出口”效应，下半年如遇到关税拖累等海外单边主义极端状况情形下，出口增速或将进一步放缓，全年呈现前高后低的节奏。

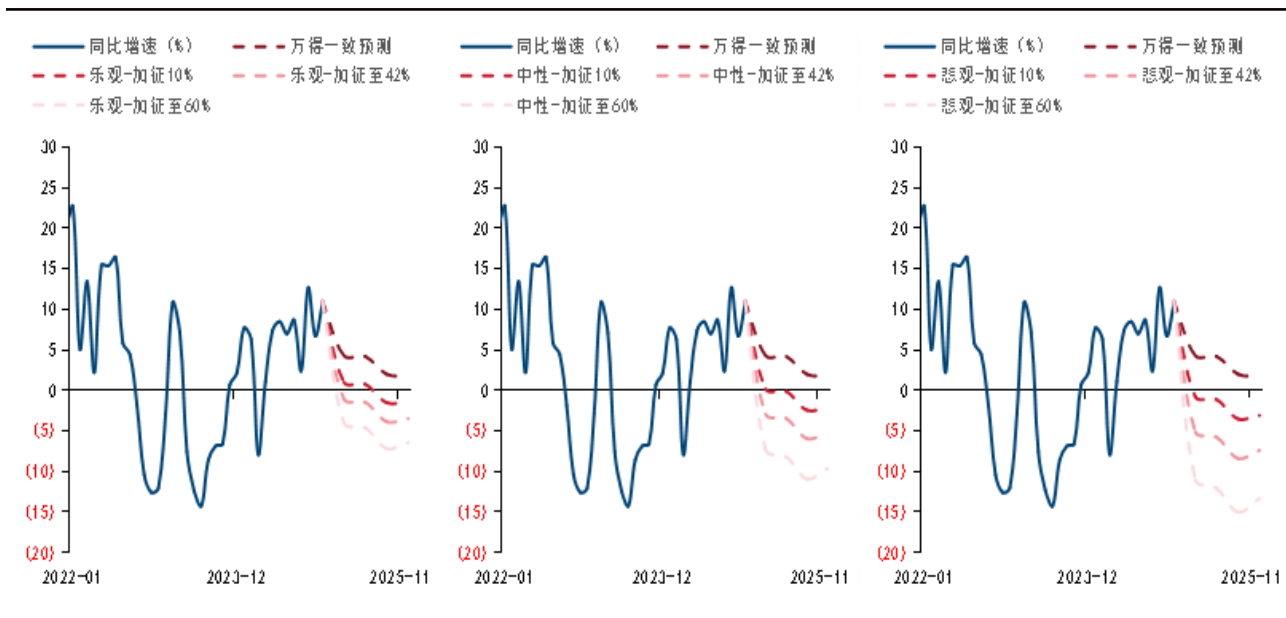
图：不同假设情形下我国在2025年的出口情况预测

假设情形	时间	1. 一致预测出口额 (亿美元)	2. 美国对中国加征关税 (亿美元)			3. 美国对其他国家加征关税 (亿美元)			4. 我国出口预测 (亿美元), 4=1+2+3			5. 同比增速口径				图示
			加征10%关税	加征至42% (取消MFN)	加征至60% (极端情形)	对墨西哥出口	对加拿大出口	对越南出口	加征10%关税	加征至42% (取消MFN)	加征至60% (极端情形)	一致预测	加征10%关税	加征至42% (取消MFN)	加征至60% (极端情形)	
乐观	2025/12/31	9741	-157	-356	-637	-84	-17	-48	9,435	9,236	8,954	1.8%	-1.4%	-3.5%	-6.4%	
	2025/9/30	9306	-168	-381	-684	-90	-18	-44	8,986	8,773	8,470	2.0%	-1.5%	-3.8%	-7.2%	
	2025/6/30	9383	-158	-358	-642	-89	-18	-45	9,073	8,873	8,589	4.2%	0.8%	-1.5%	-4.6%	
	2025/3/31	8413	-132	-300	-538	-76	-16	-40	8,149	7,981	7,743	4.3%	1.0%	-1.1%	-4.0%	
中性	2025/12/31	9752	-235	-533	-956	-84	-17	-48	9,367	9,069	8,646	1.8%	-2.1%	-5.2%	-9.6%	
	2025/9/30	9306	-252	-572	-1,026	-90	-18	-44	8,902	8,582	8,128	2.0%	-2.4%	-5.9%	-10.9%	
	2025/6/30	9383	-236	-537	-962	-89	-18	-45	8,994	8,694	8,268	4.2%	-0.1%	-3.5%	-8.2%	
	2025/3/31	8413	-198	-450	-807	-76	-16	-40	8,082	7,831	7,474	4.3%	0.2%	-2.9%	-7.3%	
悲观	2025/12/31	9752	-326	-741	-1,305	-84	-17	-48	9,276	8,861	8,297	1.8%	-3.1%	-7.4%	-13.3%	
	2025/9/30	9306	-350	-795	-1,400	-90	-18	-44	8,804	8,359	7,754	2.0%	-3.5%	-8.4%	-15.0%	
	2025/6/30	9383	-328	-745	-1,313	-89	-18	-45	8,902	8,485	7,917	4.2%	-1.1%	-5.8%	-12.1%	
	2025/3/31	8413	-275	-625	-1,101	-76	-16	-40	8,005	7,656	7,179	4.3%	-0.8%	-5.1%	-11.0%	

资料来源：Wind, ADB MR10, 国信证券经济研究所整理

- 除直接出口外，外延产业链出口面临的关税冲击同样值得关注。例如，当美国以某种名目对墨西哥输美产品征税后，会一定程度上影响我国通过墨西哥的外延产业链。据测算，2023年通过墨西哥、加拿大、越南等国的外延产业链出口分别占其本国出口的6.2%、1.2%和17.0%，结合现阶段特朗普所声称的25%的关税威胁，外延产业链出口或将面临一定挑战。结合直接出口和外延产业链出口的双重口径，对2025年的出口增速的潜在预测为：2025上半年出口有望维持正增速，复刻上一轮贸易摩擦初期的“抢出口”效应，下半年如遇到关税拖累等海外单边主义极端状况情形下，出口增速或将进一步放缓，全年呈现前高后低的节奏。

图：不同海外单边主义加重关税的假设情形下，2025年出口同比增速路径推演



资料来源：Wind，ADB MR10，国信证券经济研究所整理；注：主要参考中性情景，悲观情景为极端情景下的假设，是发生概率较低的黑天鹅场景。

中性情景下关税的加征可提升美国本土通胀2.68个百分点

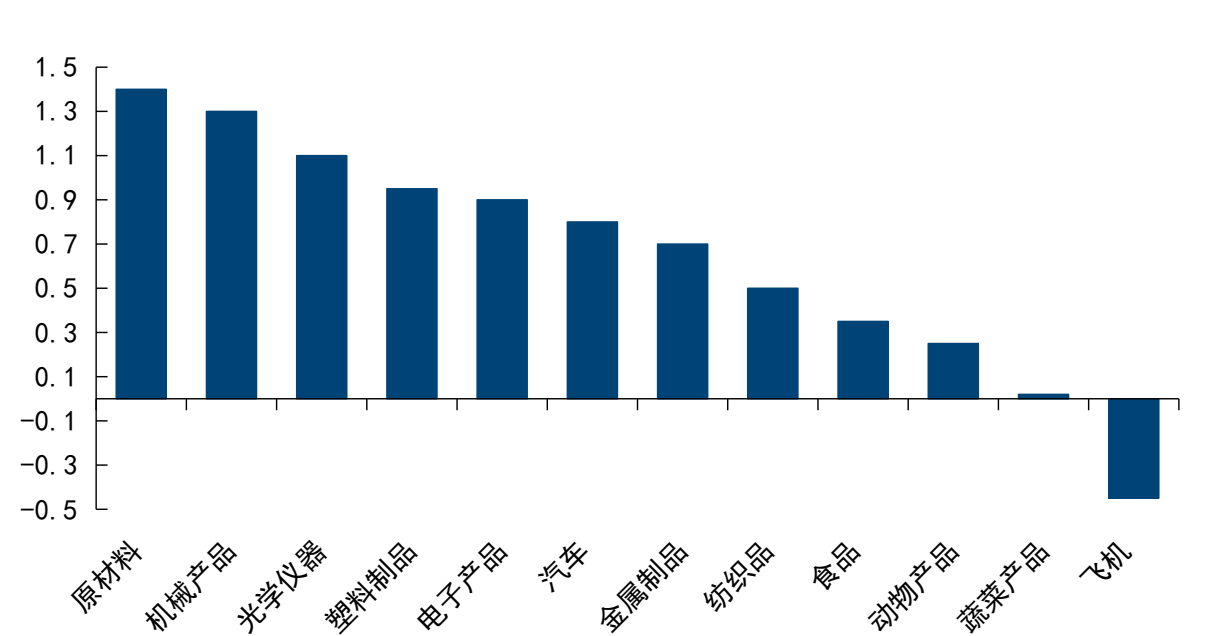
➤ 中性情景下关税的加征可提升美国国内通胀2.68个百分点。在关税到价格的完全传递假设下，本轮关税加征可能释放高达8.9%的通胀效应，约为当前美国CPI同比增速的三倍多。在中性假设情形下，美国加征关税可能会引发墨西哥、加拿大等国主动降低产品价格，此时关税对进口价格的传递约为30%，此时关税造成的通胀效应约为2.68%，几乎与当前美国CPI同比增速相当。

图：关税加征对美国通胀的影响

		加征关税	进口品向IPI 的传递	IPI变化	IPI向CPI的 传递	CPI变化	CPI: 亚洲新兴市 场10%+墨西哥加 拿大25%	CPI: 亚洲新兴市 场60%+墨西哥 加拿大25%
悲观预测：关税到进口品 的完全传递	亚洲新兴	10%	14%	1.42%	105%	1.50%		
	市场	60%	14%	8.54%	105%	9.00%	8.93%	16.43%
	墨西哥、 加拿大	25%	28%	7.05%	105%	7.43%		
中性预测：关税到进口品 的传递为30%	亚洲新兴	10%	14%	0.43%	105%	0.45%		
	市场	60%	14%	2.56%	105%	2.70%	2.68%	4.93%
	墨西哥、 加拿大	25%	28%	2.11%	105%	2.23%		
乐观预测：关税到进口品 的传递为10%	亚洲新兴	10%	14%	0.14%	105%	0.15%		
	市场	60%	14%	0.85%	105%	0.90%	0.89%	1.64%
	墨西哥、 加拿大	25%	28%	0.70%	105%	0.74%		

资料来源：USTR，新华社官网，国信证券经济研究所整理

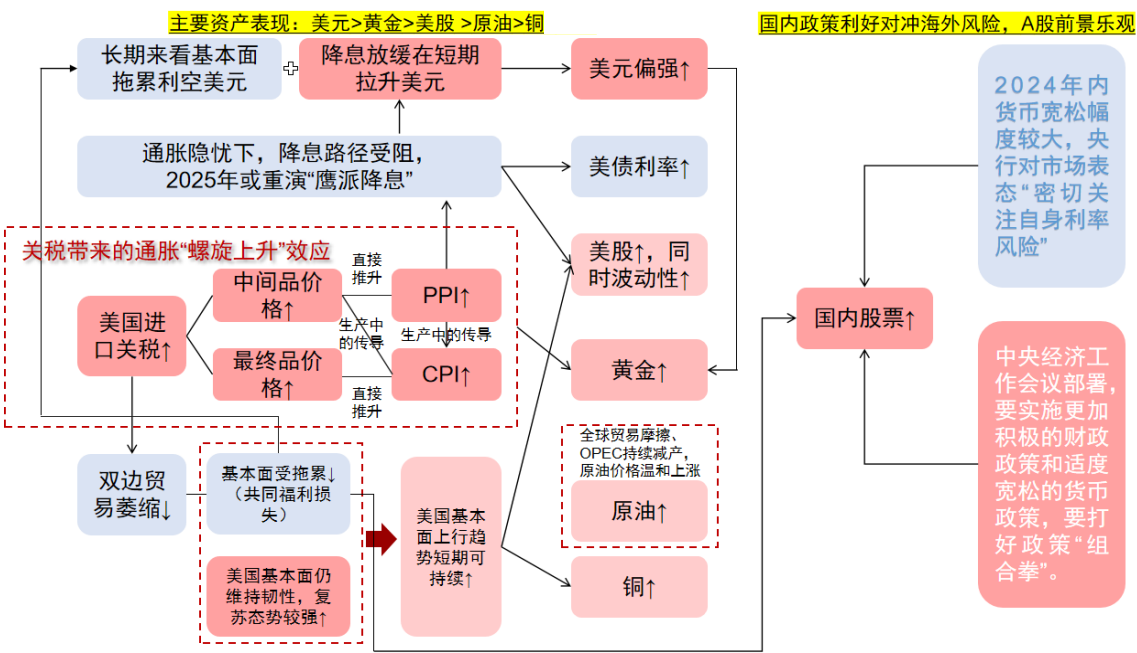
图：美国加征关税对其进口品价格的传递



资料来源：VOXEU，国信证券经济研究所整理

- 企业视角下，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。这些企业往往处于初创期，在经过技术沉淀和研发积累后，有望突破海外的技术壁垒，进而迎来企业的迅猛增长；这类企业多为耳熟能详的国产替代企业，包括通信网络设备及器件、半导体材料和设备、数字芯片和模拟芯片设计、垂直应用软件、集成电路制造、电子化学品等。
- 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。这些企业普遍处于成熟期，或是因为贸易限制或是因为成本替代被动走向海外，这类企业在国内拥有丰富的技术储备以及雄厚的资金实力，通过出海可以实现降本增效，进而促进利润的持续增长，此前多是轮胎、纺服等企业，当前则多分布在产业链中依靠海外下游或者分销来的消费电子。

图：美国“再通胀”隐忧下的资产配置图谱



资料来源：Wind，国信证券经济研究所绘制

图：美国历次高通胀区间内资产价格走势

类别	具体指标	区间1	区间2	区间3	区间4	区间5	区间6
		1967/12—1970/1	1972/9—1974/12	1976/11—1980/3	1987/3—1990/11	2004/10—2008/10	2021/4—2023/5
美股	纳斯达克指数	-	-53.85%	43.77%	-16.51%	-12.86%	-7.36%
	标普500指数	-11.87%	-37.98%	-0.01%	10.46%	-14.29%	-0.03%
	道琼斯工业指数	-17.79%	-35.35%	-17.05%	11.06%	-7.01%	-2.85%
美债	美国：国债到期收益率：1年	2.39%	1.74%	10.85%	1.16%	-0.94%	5.13%
	美国：国债到期收益率：10年	2.05%	0.86%	5.63%	0.75%	-0.04%	1.99%
商品	世界银行：商品价格：原油：均价	-9.02%	450.80%	210.92%	75.10%	55.06%	17.74%
	世界银行：商品价格：黄金	-0.03%	180.75%	324.33%	-6.65%	91.84%	13.19%
	世界银行：商品价格：铜	22.82%	21.53%	80.30%	76.42%	63.52%	-11.88%
A股	沪深300	-	-	-	-	58.40%	-25.86%
	上证综合指数	-	-	-	-	30.92%	-7.03%
国内债	中债国债到期收益率：1年	-	-	-	-	-0.74%	-0.38%
	中债国债到期收益率：10年	-	-	-	-	-1.75%	-0.48%
汇率	美元指数	-	-11.06%	-11.87%	-14.53%	0.80%	14.15%
	美元兑人民币	-	-	-	-	-17.53%	9.51%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

黄金短期波动加剧，弱美元周期驱动中期维度金价中枢上移

- 乌克兰危机延宕、中东局势动荡与特朗普上台加征关税印证了“黑天鹅”事件的常态化。2022 年乌克兰危机爆发后首月金价涨幅达 6.66%，2023 年巴以冲突期间爆发后十天内黄金波动率指数（GVZ）跳升近30%。美欧主导的所谓 SWIFT 制裁体系加速了多极货币秩序重构。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。

图：过去两年时间内黄金价格走势和相关观点发布



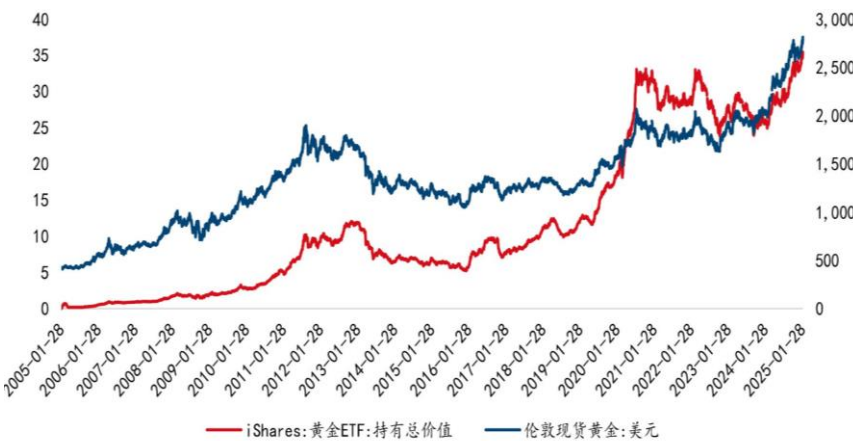
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：三季度全球黄金需求总额突破千亿美元大关



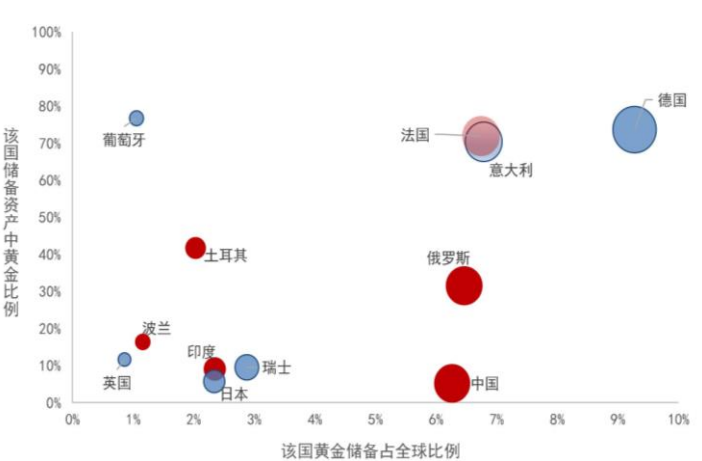
资料来源：世界黄金协会，国信证券经济研究所整理

图：黄金持仓跟随金价不断创新高



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：乌克兰危机后各国对黄金储备的态度区别

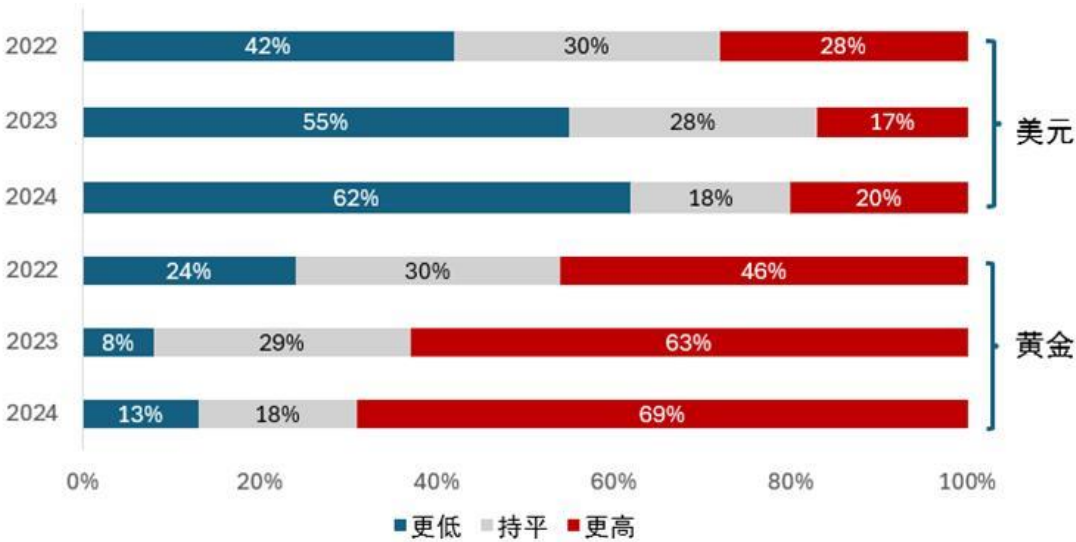


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：红色圆圈代表2022年2月乌克兰危机以来该国增持黄金作为储备资产的经济体

全球货币体系多元化进程料将持续夯实黄金的长期配置价值

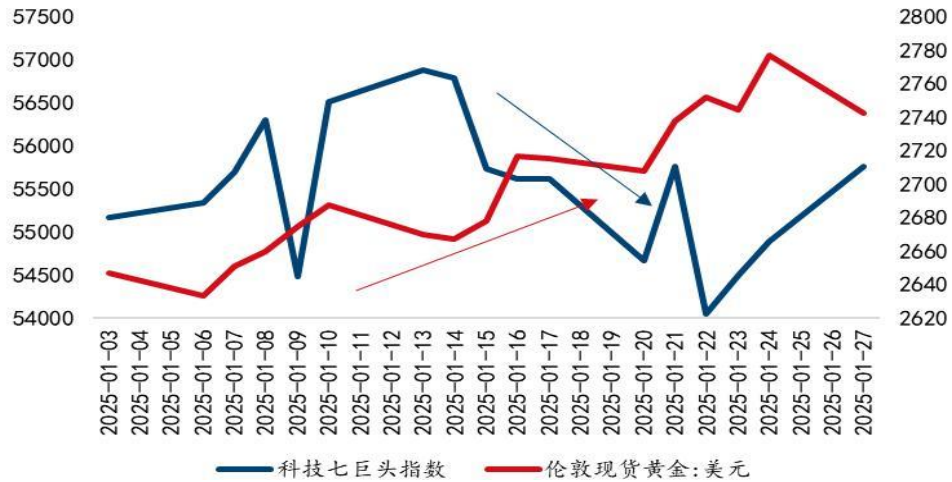
- 未来全球央行仍有继续广泛增配黄金的意愿，这也为黄金价格形成支撑。在大量持有黄金非美国国家中，乌克兰危机后广泛增持黄金储备的，除了中印外还有俄罗斯、法国、土耳其、波兰等经济体，无论是西方阵营还是新兴市场，都或多或少对美元存在一定不信任。德、法、意、葡等欧洲经济的黄金储备甚至占到该国官方储备资产的七、八成。按照各国央行对未来五年内持有黄金还是美元的意愿分布，2022 年以来愿意将来持有更多黄金的央行比例从不到五成上升到七成，这也构成中长期金价上涨的条件。
- 长期趋势层面，DeepSeek、加密货币对海外科技和美元底层逻辑的突破或将加速全球货币体系重构，叠加地缘格局演变，全球货币体系多元化进程料将持续夯实黄金的长期配置价值。

图：全球央行未来五年囤积美元和黄金的意愿调查



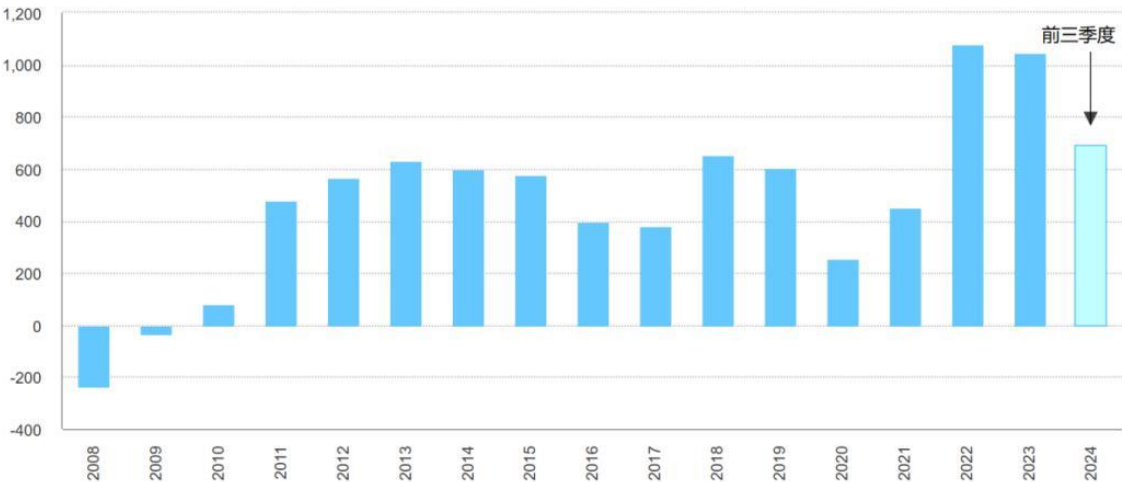
资料来源：彭博，世界黄金协会，国信证券经济研究所整理

图：美股科技巨头的高成长和黄金价格短期内此消彼长



资料来源：世界黄金协会，国信证券经济研究所整理

图：2009Q2 以来，全球央行持续净购金



资料来源：世界黄金协会，国信证券经济研究所整理 注：图中数据为全球央行及官方部门黄金年需求量

- 【 01 】 投资思路1： 如何灵活应对贸易不确定因素
- 【 02 】 投资思路2： 年报预告有哪些潜在线索
- 【 03 】 投资思路3： 交易DeepSeek新浪潮

A股财报及预报、快报披露准则



- 定期报告有两种预披露方式：业绩预告和业绩快报，业绩预告主要为当期净利润的预计，业绩快报则更为全面，一般是对上市公司主要财务数据的披露，参考意义和准确性大于业绩预告。年报业绩预告披露要求为条件强制，年报业绩快报仅有科创板强制要求披露，主板条件强制要求披露中报。
- 年报披露时间为1月1-4月30日，一季报披露时间为4月1日-4月30日，中报披露时间为7月1日-8月31日，三季报披露时间为10月1日-10月31日。每年的5月、6月、11月、12月为业绩真空期。
- 时效性：业绩预告>业绩快报>正式财报；准确性：正式财报>业绩快报>业绩预告

图：A股财报及预报、快报披露准则

报告类型	最晚披露时间	适用板块	披露条件
业绩预告	1月31日	主板	(1) 净利润为负； (2) 净利润扭亏为盈； (3) 盈利且净利润与上年同期±50%以上； (4) 扣非净利润为负且主营收入低于1亿元； (5) 期末净资产为负； (6) 被实施退市风险警示。
		创业板	(1) 净利润为负； (2) 净利润扭亏为盈； (3) 盈利且净利润与上年同期±50%以上； (4) 期末净资产为负； (5) 被实施退市风险警示。
		科创板	(1) 净利润为负； (2) 净利润扭亏为盈； (3) 盈利且净利润与上年同期±50%以上； (4) 被实施退市风险警示。
		北交所	(1) 净利润为负； (2) 净利润扭亏为盈； (3) 盈利且净利润与上年同期±50%以上且大于500万元。
年报快报	2月28日	科创板	年报预约披露时间在3-4月份的强制披露。
年报和一季报	4月30日	所有板块	强制披露
中报预告	7月15日	主板	(1) 净利润为负； (2) 净利润扭亏为盈； (3) 盈利且净利润与上年同期±50%以上。
中报	8月31日	所有板块	强制披露
三季报	10月31日	所有板块	强制披露
更正公告	及时	主板	(1) 预计本期业绩或者财务状况与已披露的业绩快报、预告数据和指标差异幅度达到20%以上； (2) 最新预计的报告期净利润、扣除非经常性损益后的净利润或者期末净资产与已披露的业绩快报发生方向性变化。
		创业板	上市公司董事会预计实际业绩或者财务状况与已披露的业绩预告或业绩快报差异较大的，应当及时披露修正公告。
		科创板	(1) 上市公司披露业绩预告后预计本期业绩与业绩预告差异幅度达到20%以上； (2) 盈亏方向发生变化。

资料来源：深交所，上交所，北交所，国信证券经济研究所整理

各上市板年报预告情况一览

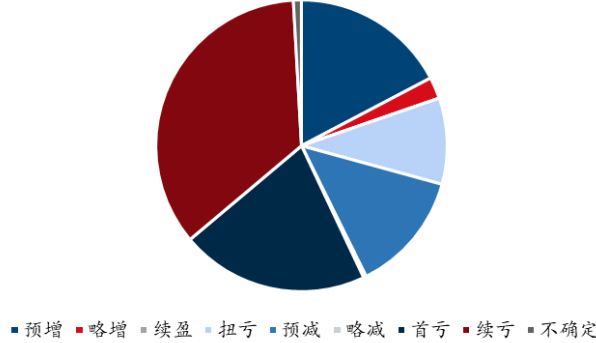
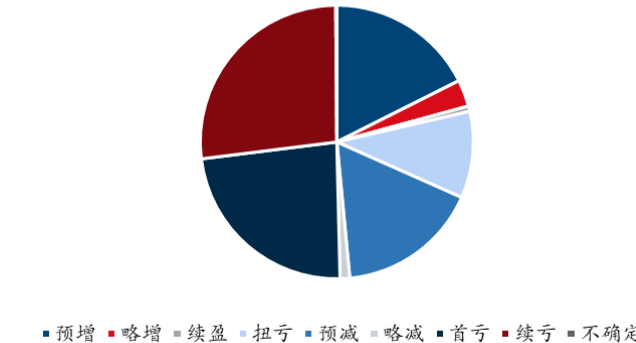
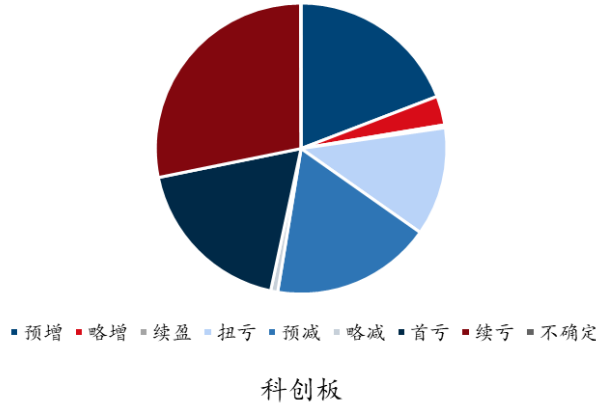
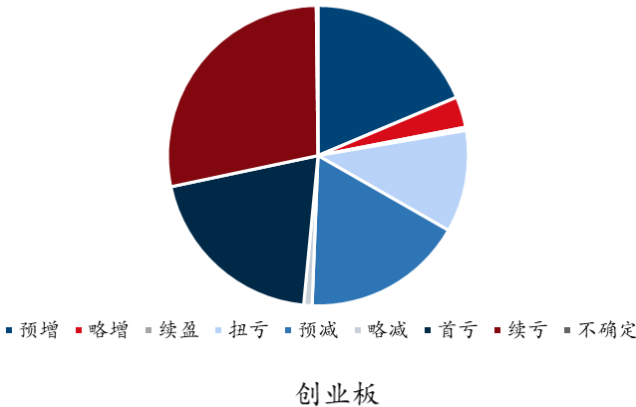
截至2月4日 24:00，全A共计2779家上市公司披露2024年报预告，披露率超过50%，披露样本总市值占全A的1/3。整体上看，由于披露规则涉及的强制披露样本多为“尖子生”和“后进生”，整体法口径测算意义不大，行业龙头、披露样本增速中位数等维度看更具参考意义。

分上市板看，科创板预喜率、正增率较低，双创披露预告样本数量占比和市值占比均高于主板。

与2023年报预告四成以上的预喜率相比，当前年报预告指向分子端长尾效应较为严重，全部A股首亏、续亏样本占比分别达到560、782家，科创板、创业板“首亏+续亏”率均大于50%。

图：各上市板年报预告情况一览

	样本数	披露 样本数	预喜 样本数	预增 样本数	预喜率 (%)	正增率 (不含扭亏, %)	披露率 (数量口径%)	披露率 (市值口径%)
全部A股	5383	2779	925	617	33.3%	22.2%	51.6%	33.4%
主板	3175	1550	539	349	34.8%	22.5%	48.8%	28.7%
创业板	1365	790	250	169	31.6%	21.4%	57.9%	51.7%
科创板	581	335	98	66	29.3%	19.7%	57.7%	49.5%
北证	262	104	38	33	36.5%	31.7%	39.7%	43.8%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

各行业年报预告情况一览



分行业看，一级行业预喜率高于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。

图：各行业年报预告情况一览

大类	一级行业	披露率 (市值占比)	披露率 (数量占比)	预告增速 中位数(%)	预喜率(%)	正增率 (不含扭亏%)	已披露 市值TOP1	增速 (%)	已披露 市值TOP2	增速 (%)	已披露 市值TOP3	增速 (%)	行业个股数	披露样本数	预喜样本数	预增样本数
上游	石油石化	4.87%	53.06%	14.36%	50.0%	23.1%	东方盛虹	-406.8%	上海石化	扭亏	桐昆股份	49.9%	49	26	13	6
	煤炭	55.01%	48.65%	-72.94%	11.1%	5.6%	中国神华	-2.0%	山西焦煤	-54.0%	潞安环能	-68.1%	37	18	2	1
	有色金属	63.50%	50.00%	26.73%	56.5%	42.0%	紫金矿业	51.5%	洛阳钼业	63.6%	中国铝业	86.1%	138	69	39	29
	钢铁	38.73%	57.78%	-71.58%	7.7%	7.7%	华菱钢铁	-60.6%	马钢股份	续亏	钒钛股份	-73.5%	45	26	2	2
	基础化工	40.39%	52.71%	-51.15%	41.1%	30.4%	新和成	121.9%	巨化股份	110.4%	云天化	17.2%	425	224	92	68
中游	建筑材料	47.06%	63.01%	-93.44%	17.4%	8.7%	天山股份	-130.5%	东方雨虹	-94.6%	三棵树	110.3%	73	46	8	4
	机械设备	30.35%	43.55%	-55.33%	37.5%	26.5%	中集集团	612.2%	巨星科技	42.5%	机器人	-568.4%	581	253	95	67
	建筑装饰	16.79%	53.66%	-143.46%	15.9%	4.5%	高新发展	-81.6%	中铝国际	扭亏	宏盛华源	85.8%	164	88	14	4
	电力设备	58.55%	57.41%	-72.85%	28.6%	23.5%	宁德时代	15.6%	上海电气	161.3%	隆基绿能	-179.1%	378	217	62	51
	国防军工	44.08%	63.38%	-127.64%	21.1%	10.0%	中国船舶	23.4%	中国重工	扭亏	中航西飞	20.0%	142	90	19	9
	汽车	40.27%	41.92%	25.67%	46.7%	35.2%	长城汽车	80.9%	赛力斯	扭亏	上汽集团	-87.9%	291	122	57	43
下游消费	家用电器	13.18%	39.22%	-51.22%	45.0%	32.5%	苏泊尔	3.0%	海信视像	2.6%	飞科电器	-54.5%	102	40	18	13
	轻工制造	43.76%	55.56%	-53.43%	33.3%	23.3%	欧派家居	-10.0%	仙鹤股份	56.7%	索菲亚	10.0%	162	90	30	21
	商贸零售	42.72%	52.00%	-66.91%	28.8%	19.2%	永辉超市	续亏	供销大集	续亏	豫园股份	-93.8%	100	52	15	10
	社会服务	45.59%	50.00%	-69.65%	30.8%	20.5%	宋城演艺	扭亏	中公教育	扭亏	豆神教育	422.2%	78	39	12	8
	美容护理	34.10%	54.55%	-12.99%	50.0%	38.9%	华熙生物	-72.9%	锦波生物	142.8%	上海家化	-259.0%	33	18	9	7
	食品饮料	49.65%	42.52%	-56.58%	44.4%	20.4%	贵州茅台	14.7%	东鹏饮料	61.8%	燕京啤酒	62.9%	127	54	24	11
	纺织服装	22.69%	44.34%	-82.04%	23.4%	17.0%	际华集团	-2088.1%	台华新材	62.5%	华孚时尚	-332.1%	106	47	11	8
	医药生物	35.03%	51.31%	-62.37%	28.0%	19.3%	万泰生物	-91.7%	百利天恒-U	扭亏	智飞生物	-72.0%	495	254	71	49
	农林牧渔	68.33%	70.27%	-65.36%	44.9%	17.9%	牧原股份	扭亏	温氏股份	扭亏	海大集团	65.1%	111	78	35	14
	电子	52.25%	58.65%	38.12%	43.9%	31.7%	海光信息	51.2%	寒武纪-U	续亏	北方华创	42.6%	474	278	122	88
TMT	计算机	43.87%	65.83%	-91.37%	22.8%	9.3%	三六零	续亏	软通动力	-70.0%	大华股份	-60.1%	360	237	54	22
	通信	17.46%	59.54%	-51.23%	38.5%	25.6%	中际旭创	139.2%	新易盛	324.9%	天孚通信	82.0%	131	78	30	20
	传媒	41.43%	53.44%	-167.13%	11.4%	7.1%	芒果超媒	-59.8%	昆仑万维	-234.3%	ST华通	272.1%	131	70	8	5
金融地产	银行	0.00%	0.00%	-	-	-							42	0	0	0
	非银金融	35.79%	34.12%	70.61%	62.1%	51.7%	中国人寿	409.2%	中国人保	85.0%	中国太保	62.3%	85	29	18	15
	房地产	51.00%	70.87%	-170.22%	5.5%	1.4%	万科A	-470.0%	海南机场	-58.0%	绿地控股	续亏	103	73	4	1
支持性行业	公用事业	20.96%	36.57%	18.52%	49.0%	34.7%	华能水电	10.9%	国电电力	72.5%	桂冠电力	87.0%	134	49	24	17
	交通运输	34.63%	33.07%	6.33%	42.9%	33.3%	中远海控	105.7%	中国国航	续亏	南方航空	续亏	127	42	18	14
	环保	31.50%	43.48%	-94.72%	21.7%	11.7%	首创环保	117.9%	碧水源	-92.9%	惠城环保	-65.7%	138	60	13	7
	综合	64.47%	57.14%	46.71%	50.0%	25.0%	东阳光	扭亏	粤桂股份	312.4%	亚泰集团	续亏	21	12	6	3

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：增速基于预告上下限中位数测算，其中基期亏损样本不纳入增速中位数测算，个股仅为客观数据统计，不涉及主观投资意见

上游行业年报预告情况一览

上游行业中，预喜率较高的细分板块包括贵金属、橡胶、金属新材料、工业金属、炼化贸易、化学制品，其中化学制品已披露样本市值top3业绩增速均在100%以上。

预喜率较高的细分领域受益于原材料价格，焦炭、煤炭开采、冶钢原料、普钢整体业绩承压较多，煤炭行业承压核心在于原材料价格，钢铁行业细分板块承压原因包括需求疲软、产能冗余、产业格局变差、自身处于转型期导致部分出量板块主动收缩等。

图：上游行业年报预告情况一览

大类	一级行业	二级行业	披露率 (市值占比)	披露率 (数量占比)	预告增速 中位数(%)	预喜率(%)	正增率 (不含减亏%)	已披露 市值TOP1	增速 (%)	已披露 市值TOP2	增速 (%)	已披露 市值TOP3	增速 (%)
上游资源	石油石化	油服工程	8.13%	50.00%	-94.21%	42.86%	14.29%	潜能恒信	续亏	博迈科	扭亏	惠博普	-272%
		炼化及贸易	6.70%	58.06%	155.43%	55.56%	27.78%	东方盛虹	-407%	上海石化	扭亏	桐昆股份	50%
	煤炭	煤炭开采	53.76%	36.67%	-59.11%	18.18%	9.09%	中国神华	-2%	山西焦煤	-54%	潞安环能	-68%
		焦炭II	100.00%	100.00%	473.58%	0.00%	0.00%	美锦能源	-437%	山西焦化	-79%	陕西黑猫	续亏
	有色金属	金属新材料	52.43%	46.67%	8.30%	64.29%	42.86%	金力永磁	-47%	英洛华	194%	中科三环	-95%
		工业金属	64.04%	43.33%	40.59%	53.85%	50.00%	紫金矿业	52%	洛阳钼业	64%	中国铝业	86%
		贵金属	71.47%	66.67%	53.76%	87.50%	50.00%	山东黄金	27%	山金国际	54%	赤峰黄金	120%
		小金属	61.28%	52.17%	-32.38%	41.67%	33.33%	北方稀土	-57%	中国稀土	-175%	中矿资源	-64%
		能源金属	63.22%	69.23%	-66.83%	44.44%	22.22%	赣锋锂业	-135%	天齐锂业	-205%	永兴材料	-67%
	钢铁	冶钢原料	40.12%	33.33%	-73.53%	0.00%	0.00%	钒钛股份	-74%	方大炭素	-58%	广东明珠	-95%
		普钢	39.90%	73.91%	-90.40%	0.00%	0.00%	华菱钢铁	-61%	马钢股份	续亏	鞍钢股份	续亏
		特钢II	34.19%	46.15%	-57.17%	33.33%	33.33%	太钢不锈	续亏	抚顺特钢	-70%	方大特钢	-57%
		化学原料	29.41%	58.62%	-58.95%	26.47%	23.53%	鲁西化工	147%	ST中泰	续亏	中盐化工	-54%
	基础化工	化学制品	44.76%	57.39%	24.30%	50.50%	38.61%	新和成	122%	巨化股份	110%	安迪苏	2208%
		化学纤维	47.97%	58.33%	-56.78%	35.71%	28.57%	中复神鹰	-135%	泰和新材	-77%	神马股份	-76%
		塑料	39.35%	37.33%	-65.31%	28.57%	25.00%	金发科技	176%	华峰超纤	扭亏	普利特	-65%
		橡胶	45.18%	42.86%	10.46%	66.67%	44.44%	三维股份	-185%	黑猫股份	扭亏	天铁科技	扭亏
		农化制品	37.44%	54.24%	-66.98%	34.38%	15.63%	云天化	17%	和邦生物	-97%	宏达股份	扭亏
		非金属材料II	55.22%	50.00%	-93.85%	33.33%	16.67%	石英股份	-94%	坤彩科技	-55%	索通发展	扭亏

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：增速基于预告上下限中位数测算，其中基期亏损样本不纳入增速中位数测算，个股仅为客观数据统计，不涉及主观投资建议

中游行业年报预告情况一览



中游材料及制造业中，预喜率和考虑基数效应下的正增率较高的行业主要是工程机械，航海装备预喜率提升受扭亏样本贡献，汽车各细分行业整体表现在中游相对占优。

具体到核心个股之于板块业绩贡献看，摩托车已披露top3市值个股整体业绩增速在50%以上，汽车零部件已披露市值top3个股业绩增速高于25%。从业绩变化原因上看，汽车、机械相关板块业绩表现较好的核心原因在于“第二增长曲线”的驱动，不少企业通过拓展市场实现收利增厚。

图：中游行业年报预告情况一览

大类	一级行业	二级行业	披露率 (市值占比)	披露率 (数量占比)	预告增速 中位数(%)	预喜率(%)	正增率 (不含减亏%)	已披露 市值TOP1	增速 (%)	已披露 市值TOP2	增速 (%)	已披露 市值TOP3	增速 (%)
中游材料 +制造	建筑材料	水泥	36.37%	66.67%	-130.53%	7.14%	7.14%	天山股份	-131%	金隅集团	-1881%	冀东水泥	续亏
		玻璃玻纤	61.90%	66.67%	-85.67%	30.00%	10.00%	中材科技	-64%	南玻A	-84%	旗滨集团	-79%
		装修建材	50.55%	59.46%	-86.88%	18.18%	9.09%	东方雨虹	-95%	三棵树	110%	坚朗五金	-68%
	建筑装饰	房屋建设II	12.82%	50.00%	-81.55%	0.00%	0.00%	高新发展	-82%	浙江建投	-54%	龙元建设	续亏
		装修装饰II	65.00%	73.91%	-404.33%	17.65%	0.00%	广田集团	-110%	海南发展	-548%	中天精装	-4899%
		基础建设	10.31%	56.52%	-716.45%	7.69%	0.00%	*ST东园	续亏	ST花王	续亏	蒙草生态	-86%
	工程咨询服务II	专业工程	17.89%	35.71%	85.83%	40.00%	26.67%	中铝国际	扭亏	宏盛华源	86%	中化岩土	续亏
		工程咨询服务II	32.50%	57.78%	-122.66%	11.54%	0.00%	华图山鼎	扭亏	招标股份	-122%	蕾奥规划	-199%
		通用设备	44.06%	44.35%	-61.04%	40.57%	30.19%	中集集团	612%	巨星科技	43%	利欧股份	-113%
	机械设备	专用设备	40.07%	51.05%	-51.28%	34.02%	24.74%	中国一重	续亏	大族数控	118%	科达制造	-52%
		轨交设备II	4.90%	21.88%	-54.82%	28.57%	28.57%	神州高铁	续亏	众合科技	-55%	天宜上佳	-1100%
		工程机械	10.24%	23.53%	49.08%	87.50%	50.00%	柳工	58%	中力股份	5%	华东重机	扭亏
	电力设备	自动化设备	27.80%	40.70%	-106.08%	28.57%	14.29%	机器人	-568%	大族激光	113%	大豪科技	50%
		电机II	36.81%	50.00%	60.59%	50.00%	50.00%	卧龙电驱	51%	江特电机	续亏	微光股份	83%
		其他电源设备II	66.92%	67.86%	-51.31%	36.84%	31.58%	上海电气	161%	中国动力	65%	科士达	-50%
	国防军工	光伏设备	61.63%	65.15%	-166.09%	9.30%	9.30%	隆基绿能	-179%	通威股份	-153%	晶科能源	-99%
		风电设备	30.79%	52.00%	-77.96%	7.69%	0.00%	海力风电	-72%	天顺风能	扭亏	电气风电	续亏
		电池	76.41%	70.48%	-74.80%	24.32%	17.57%	宁德时代	16%	天赐材料	-75%	湖南裕能	-61%
	汽车	电网设备	27.94%	43.08%	27.85%	46.43%	39.29%	特变电工	-62%	特锐德	80%	明阳电气	31%
		航天装备II	25.49%	50.00%	-81.92%	0.00%	0.00%	中国卫星	-82%	中天火箭	-79%	星网宇达	-545%
		航空装备II	25.53%	50.00%	-113.78%	29.17%	20.83%	中航西飞	20%	中无人机	-119%	佳驰科技	9%
	汽车	地面兵装II	73.24%	75.00%	-293.66%	22.22%	0.00%	中航红箭	-134%	北方导航	-75%	长城军工	-1345%
		航海装备II	90.88%	70.00%	41.28%	71.43%	42.86%	中国船舶	23%	中国重工	扭亏	中船防务	680%
		军工电子II	46.41%	71.88%	-139.22%	10.87%	2.17%	景嘉微	-372%	高德红外	-728%	海格通信	-94%
	汽车	汽车服务	55.21%	72.73%	-219.91%	37.50%	12.50%	国机汽车	1848%	阿尔特	-378%	上海物贸	-62%
		汽车零部件	28.85%	36.36%	41.00%	47.73%	37.50%	拓普集团	40%	双环传动	26%	森麒麟	63%
		乘用车	44.15%	75.00%	-77.42%	33.33%	16.67%	长城汽车	81%	赛力斯	扭亏	上汽集团	-88%
	汽车	商用车	74.64%	76.92%	-55.21%	50.00%	30.00%	江淮汽车	-1268%	宇通客车	123%	福田汽车	-92%
		摩托车及其他	61.58%	58.82%	45.47%	50.00%	50.00%	九号公司-WD	73%	春风动力	48%	隆鑫通用	101%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：增速基于预告上下限中位数测算，其中基期亏损样本不纳入增速中位数测算，个股仅为客观数据统计，不涉及主观投资建议

下游必选消费行业年报预告情况一览



下游必选消费行业中餐饮、农业略强于纺服、医药。具体来看，食品加工、白酒、其他酒类、饲料、养殖业预喜率较高的核心原因在于基期亏损样本大幅扭亏。

归因溯源上，饲料、养殖业景气回升对预喜率有一定驱动，农林牧渔行业内预喜率较低的细分板块主要由计提减值对业绩形成拖拽。休闲食品、饲料、养殖业披露市值top3样本均实现扭亏或60%+的业绩正增长。

图：下游必选消费行业年报预告情况一览

大类	一级行业	二级行业	披露率 (市值占比)	披露率 (数量占比)	预告增速 中位数(%)	预喜率(%)	正增率 (不含减亏%)	已披露 市值TOP1	增速 (%)	已披露 市值TOP2	增速 (%)	已披露 市值TOP3	增速 (%)
下游 选消费	食品饮料	食品加工	27.37%	46.15%	-60.00%	50.00%	8.33%	汤臣倍健	-62%	华统股份	扭亏	龙大美食	扭亏
		白酒II	60.29%	45.00%	-67.06%	44.44%	22.22%	贵州茅台	15%	水井坊	6%	舍得酒业	-79%
		非白酒	21.30%	50.00%	-48.57%	37.50%	12.50%	燕京啤酒	63%	古越龙山	-49%	金枫酒业	-94%
		饮料乳品	37.66%	44.44%	-65.25%	41.67%	25.00%	东鹏饮料	62%	妙可蓝多	73%	三元股份	-76%
		休闲食品	39.09%	39.13%	0.05%	44.44%	33.33%	万辰集团	扭亏	三只松鼠	87%	立高食品	277%
		调味发酵品II	9.47%	26.67%	7.74%	50.00%	25.00%	中炬高新	-50%	莲花控股	65%	ST加加	续亏
	纺织服饰	纺织制造	18.35%	36.67%	33.08%	54.55%	54.55%	台华新材	63%	华孚时尚	-332%	华茂股份	110%
		服装家纺	28.86%	50.82%	-164.17%	12.90%	3.23%	际华集团	-2088%	开润股份	242%	美邦服饰	-683%
		饰品	13.84%	33.33%	-91.32%	20.00%	20.00%	ST金一	-98%	明牌珠宝	-84%	萃华珠宝	29%
	农林牧渔	农产品加工	18.75%	56.00%	-69.21%	35.71%	28.57%	中粮科技	扭亏	冠农股份	-69%	永顺泰	72%
		饲料	80.24%	82.35%	-45.66%	71.43%	14.29%	海大集团	65%	大北农	扭亏	中宠股份	63%
		渔业	81.05%	83.33%	-99.24%	0.00%	0.00%	国联水产	续亏	獐子岛	-142%	中水渔业	续亏
		种植业	47.77%	52.88%	-65.36%	18.18%	18.18%	海南橡胶	-66%	登海种业	-72%	荃银高科	-54%
		养殖业	96.32%	85.71%	9.14%	77.78%	11.11%	牧原股份	扭亏	温氏股份	扭亏	新希望	101%
		动物保健II	61.90%	71.43%	-60.02%	20.00%	20.00%	生物股份	-60%	中牧股份	-81%	海利生物	170%
	医药生物	化学制药	35.09%	53.46%	-53.26%	38.82%	23.53%	百利天恒-U	扭亏	新诺威	-93%	艾力斯	122%
		生物制品	61.29%	61.11%	-65.40%	21.21%	12.12%	万泰生物	-92%	智飞生物	-72%	特宝生物	49%
		医疗器械	28.27%	49.22%	-53.36%	30.16%	26.98%	健帆生物	90%	乐普医疗	-74%	英科医疗	252%
		医药商业	25.58%	41.94%	-64.37%	7.69%	7.69%	中国医药	-57%	国药一致	-59%	润达医疗	-83%
		中药II	23.66%	41.67%	-90.13%	23.33%	13.33%	东阿阿胶	35%	以岭药业	-152%	达仁堂	130%
		医疗服务	37.72%	58.82%	-104.50%	13.33%	10.00%	康龙化成	0%	泰格医药	-77%	凯莱英	-58%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：增速基于预告上下限中位数测算，其中基期亏损样本不纳入增速中位数测算，个股仅为客观数据统计，不涉及主观投资建议

下游可选消费行业年报预告情况一览

下游可选消费行业中，小家电、家电零部件、个护用品、文娱用品预喜率高于50%，酒店餐饮、厨卫电器、贸易预喜率在20%以下；家电、美容护理行业内部预喜率较高的个股主要受第二增长曲线、费用减少驱动；预喜率较低的板块个股业绩承压原因包括计提减值、费用增加。

从核心个股驱动看，旅游景区、教育尽管板块整体预喜率不高，但大市值头部企业表现强势，实现大幅扭亏或前期低基数下的翻倍式增长；一般零售承压严重，市值top3个股业绩大幅降速或维持续亏。

图：下游可选消费行业年报预告情况一览

大类	一级行业	二级行业	披露率 (市值占比)	披露率 (数量占比)	预告增速 中位数(%)	预喜率(%)	正增率 (不含减亏%)	已披露 市值TOP1	增速 (%)	已披露 市值TOP2	增速 (%)	已披露 市值TOP3	增速 (%)
下游 可选消费	家用电器	白色家电	2.08%	30.00%	32.33%	33.33%	33.33%	深康佳A	续亏	惠而浦	122%	澳柯玛	-57%
		黑色家电	37.93%	50.00%	-27.95%	40.00%	20.00%	海信视像	3%	创维数字	-58%	九联科技	续亏
		小家电	37.34%	31.82%	-25.73%	57.14%	28.57%	苏泊尔	3%	飞科电器	-54%	九阳股份	-71%
		厨卫电器	26.40%	44.44%	-80.01%	0.00%	0.00%	火星人	-95%	浙江美大	-76%	亿田智能	-84%
		照明设备II	41.33%	50.00%	-107.99%	28.57%	14.29%	佛山照明	50%	海洋王	-415%	星光股份	扭亏
		家电零部件II	17.66%	38.24%	33.04%	61.54%	53.85%	天银机电	205%	东方电热	-48%	顺威股份	60%
		轻工制造	37.91%	48.94%	-37.81%	30.43%	30.43%	东峰集团	-432%	翔港科技	876%	劲嘉股份	-50%
	商贸零售	家居用品	45.62%	60.00%	-57.97%	26.19%	19.05%	欧派家居	-10%	索菲亚	10%	嘉益股份	56%
		造纸	49.53%	56.52%	-49.32%	46.15%	23.08%	仙鹤股份	57%	山鹰国际	-337%	岳阳林纸	扭亏
		文娱用品	39.30%	54.55%	-59.44%	50.00%	25.00%	珠江钢琴	-3868%	实丰文化	扭亏	浙江自然	48%
		一般零售	52.96%	50.85%	-66.91%	26.67%	16.67%	永辉超市	续亏	供销大集	续亏	豫园股份	-94%
		专业连锁II	57.54%	57.14%	-71.36%	25.00%	25.00%	孩子王	76%	天音控股	-62%	华致酒行	-81%
		互联网电商	55.96%	68.42%	77.60%	38.46%	30.77%	ST易购	扭亏	南极电商	-297%	跨境通	续亏
		贸易II	18.10%	35.71%	-206.36%	20.00%	0.00%	东方集团	续亏	汇鸿集团	扭亏	中成股份	续亏
	社会服务	专业服务	30.94%	34.48%	1.00%	40.00%	40.00%	广电计量	66%	外服控股	77%	锋尚文化	-65%
		酒店餐饮	22.95%	44.44%	-74.26%	0.00%	0.00%	同庆楼	-74%	西安饮食	续亏	华天酒店	续亏
		旅游及景区	52.86%	52.88%	-60.36%	36.36%	18.18%	宋城演艺	扭亏	众信旅游	239%	岭南控股	119%
		教育	78.34%	75.00%	-835.77%	33.33%	16.67%	中公教育	扭亏	豆神教育	422%	国脉科技	68%
	美容护理	个护用品	41.90%	61.54%	41.78%	62.50%	62.50%	润本股份	35%	中顺洁柔	-79%	依依股份	105%
		化妆品	19.74%	43.75%	-111.58%	42.86%	14.29%	上海家化	-259%	水羊股份	-61%	青岛金王	308%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：增速基于预告上下限中位数测算，其中基期亏损样本不纳入增速中位数测算，个股仅为客观数据统计，不涉及主观投资建议

TMT行业年报预告情况一览



整体上看，TMT板块中年报预告表现排序为电子>通信>计算机>传媒，元件、电子化学品预喜率大于50%，元件、消费电子已披露市值top3个股均实现业绩正增；通信行业内部整体分化较大，光模块延续亮眼表现，计提减值、三费增加、研发投入上台阶是拖累通信行业整体预告表现的三大原因；计算机板块一方面预喜率相对较低，另一方面大市值占比披露样本整体表现疲弱，计算机设备、IT服务、软件开发已披露市值前三个股除纳思达外，要么业绩大幅降速，要么延续亏损。

图：TMT行业年报预告情况一览

大类	一级行业	披露率 (市值占比)	披露率 (数量占比)	预告增速 中位数(%)	预喜率(%)	预增率 (含减亏%)	已披露 市值TOP1	增速 (%)	已披露 市值TOP2	增速 (%)	已披露 市值TOP3	增速 (%)
TMT	电子	52.25%	58.65%	38.12%	43.9%	31.7%	海光信息	51.2%	寒武纪-U	续亏	北方华创	42.6%
	计算机	43.87%	65.83%	-91.37%	22.8%	9.3%	三六零	续亏	软通动力	-70.0%	大华股份	-60.1%
	通信	17.46%	59.54%	-51.23%	38.5%	25.6%	中际旭创	139.2%	新易盛	324.9%	天孚通信	82.0%
	传媒	41.43%	53.44%	-167.13%	11.4%	7.1%	芒果超媒	-59.8%	昆仑万维	-234.3%	ST华通	272.1%

大类	一级行业	二级行业	披露率 (市值占比)	披露率 (数量占比)	预告增速 中位数(%)	预喜率(%)	正增率 (不含减亏%)	已披露 市值TOP1	增速 (%)	已披露 市值TOP2	增速 (%)	已披露 市值TOP3	增速 (%)
TMT	电子	半导体	66.18%	68.94%	42.60%	42.34%	32.43%	海光信息	51%	寒武纪-U	续亏	北方华创	43%
		其他电子II	37.28%	48.39%	54.48%	46.67%	40.00%	深圳华强	-59%	力源信息	54%	中熔电气	60%
		元件	33.75%	46.67%	59.16%	53.57%	35.71%	生益科技	50%	胜宏科技	76%	生益电子	扭亏
		光学光电子	68.14%	64.89%	-51.70%	42.62%	24.59%	京东方A	110%	TCL科技	-26%	彩虹股份	91%
		消费电子	23.18%	49.47%	-45.00%	38.30%	27.66%	歌尔股份	145%	华勤技术	6%	长盈精密	787%
		电子化学品II	46.02%	48.48%	75.18%	56.25%	50.00%	鼎龙股份	130%	容大感光	50%	万润股份	-70%
	计算机	计算机设备	35.94%	62.92%	50.09%	39.29%	25.00%	大华股份	-60%	中国长城	续亏	纳思达	扭亏
		IT服务II	55.64%	71.21%	-91.37%	17.02%	4.26%	软通动力	-70%	中国软件	续亏	常山北明	续亏
		软件开发	40.91%	62.59%	-243.26%	18.39%	4.60%	三六零	续亏	用友网络	续亏	银之杰	续亏
	通信	通信设备	52.61%	60.00%	19.18%	42.59%	31.48%	中际旭创	139%	新易盛	325%	天孚通信	82%
		通信服务	3.39%	58.54%	-59.51%	29.17%	12.50%	普天科技	-67%	中信国安	扭亏	梦网科技	扭亏
	传媒	游戏II	55.81%	61.54%	-234.30%	18.75%	18.75%	昆仑万维	-234%	ST华通	272%	神州泰岳	62%
		广告营销	37.77%	65.52%	-108.48%	10.53%	5.26%	蓝色光标	-400%	天娱数科	续亏	旗天科技	续亏
		影视院线	50.69%	68.42%	-244.58%	0.00%	0.00%	万达电影	-199%	奥飞娱乐	-383%	横店影视	-163%
		数字媒体	51.60%	53.85%	-149.41%	14.29%	14.29%	芒果超媒	-60%	风语筑	-140%	生意宝	-218%
		电视广播II	37.86%	53.83%	-67.17%	0.00%	0.00%	华数传媒	-30%	贵广网络	续亏	歌华有线	续亏
		出版	17.96%	24.14%	-220.34%	28.57%	0.00%	中文在线	-363%	中文传媒	-62%	华闻集团	续亏

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：增速基于预告上下限中位数测算，其中基期亏损样本不纳入增速中位数测算，个股仅为客观数据统计，不涉及主观投资意见

金融地产及支持性行业年报预告情况一览



金融地产方面，非银金融预喜率较高，保险>证券>多元金融，证券板块除海通证券外其余披露个股均录得正增长；保险板块已披露市值前三个股均录得60%+增速，非银金融预喜率较高主要受战略调整、费用降低、第二增长曲线驱动。

支持性行业方面，航运港口、电力、航空机场预喜率超过50%，其中航运港口、航空机场主要受需求恢复驱动；电力板块主要由降本增效驱动利润率上升。

图：大金融及支持性行业年报预告情况一览

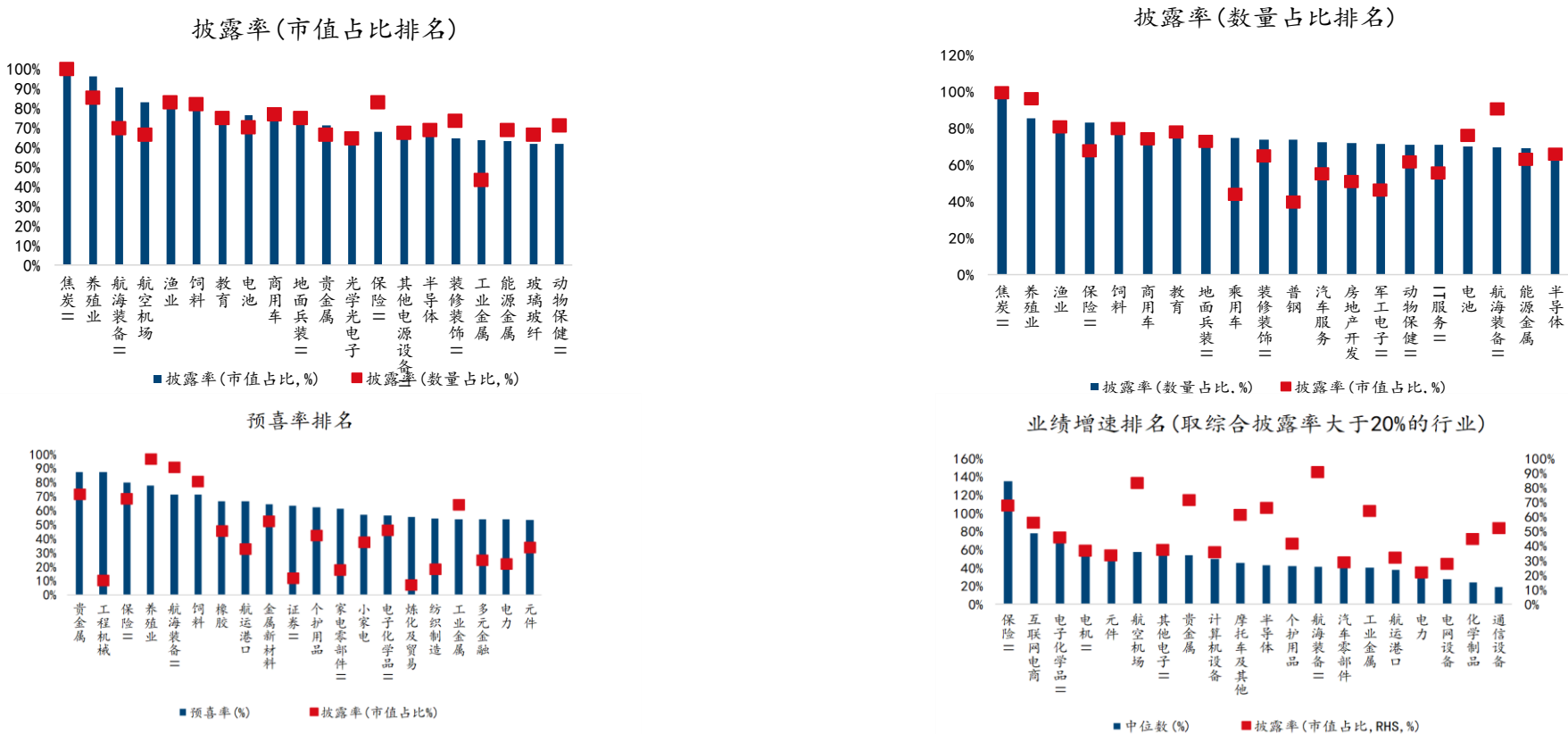
大类	一级行业	二级行业	披露率 (市值占比)	披露率 (数量占比)	预告增速 中位数(%)	预喜率(%)	正增率 (不含减亏%)	已披露 市值TOP1	增速 (%)	已披露 市值TOP2	增速 (%)	已披露 市值TOP3	增速 (%)
金融地产	非银金融	多元金融	24.39%	44.83%	-4.49%	53.85%	38.46%	中航产融	-117%	五矿资本	-79%	浙江东方	95%
		证券II	11.54%	22.00%	70.61%	63.64%	54.55%	海通证券	-437%	华林证券	1131%	红塔证券	145%
		保险II	68.08%	83.33%	135.00%	80.00%	80.00%	中国人寿	409%	中国人保	85%	中国太保	62%
	房地产	房地产开发	51.37%	72.04%	-190.04%	2.99%	1.49%	万科A	-470%	海南机场	-58%	绿地控股	续亏
		房地产服务	42.67%	60.00%	-74.55%	33.33%	0.00%	我爱我家	扭亏	世联行	续亏	皇庭国际	续亏
	公用事业	电力	21.92%	39.81%	34.11%	53.66%	41.46%	华能水电	11%	国电电力	73%	桂冠电力	87%
支持性行业	环保	燃气II	8.88%	25.81%	-325.14%	25.00%	0.00%	国新能源	-530%	中泰股份	-121%	长春燃气	续亏
		环境治理	27.91%	41.28%	-85.39%	22.22%	11.11%	首创环保	118%	碧水源	-93%	惠城环保	-66%
	环保设备II	环保设备II	49.65%	51.72%	-138.80%	20.00%	13.33%	龙净环保	62%	聚光科技	扭亏	创元科技	55%
	交通运输	航空机场	83.36%	66.67%	57.83%	50.00%	37.50%	中国国航	续亏	南方航空	续亏	中国东航	续亏
		航运港口	32.46%	25.00%	38.12%	66.67%	66.67%	中远海控	106%	中远海能	18%	中远海特	35%
		物流	31.22%	43.48%	-72.35%	30.00%	20.00%	国货航	64%	建发股份	-77%	东航物流	9%
		铁路公路	4.92%	15.15%	-45.00%	40.00%	20.00%	深高速	-45%	西部创业	13%	海汽集团	续亏

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：增速基于预告上下限中位数测算，其中基期亏损样本不纳入增速中位数测算，个股仅为客观数据统计，不涉及主观投资意见

细分行业整体结论

- 1) 焦炭全部样本24Y预告披露完毕（增速中位数-473.58%），养殖业、航海装备、饲料、教育、电池、地面兵装、航空机场、商用车披露样本市值占比超过70%，基于预告上下限均值测算预告增速中位数，保险+135%、互联网电商+77%；装修装饰、地面兵装、汽车服务、军工电子、普钢、能源金属、教育、影视院线、房地产开发、电池转亏和业绩锐减个股占比较多。
- 2) 数量占比方面，焦炭、养殖业、保险业业绩预告披露数量占比超过8成，18个行业披露占比超过7成。
- 3) 预喜率方面，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%+。
- 4) 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。综合考虑市值、数量口径下的披露率(阈值为20%)，仅有9个二级行业已披露样本年报预告增速中位数在50%+。

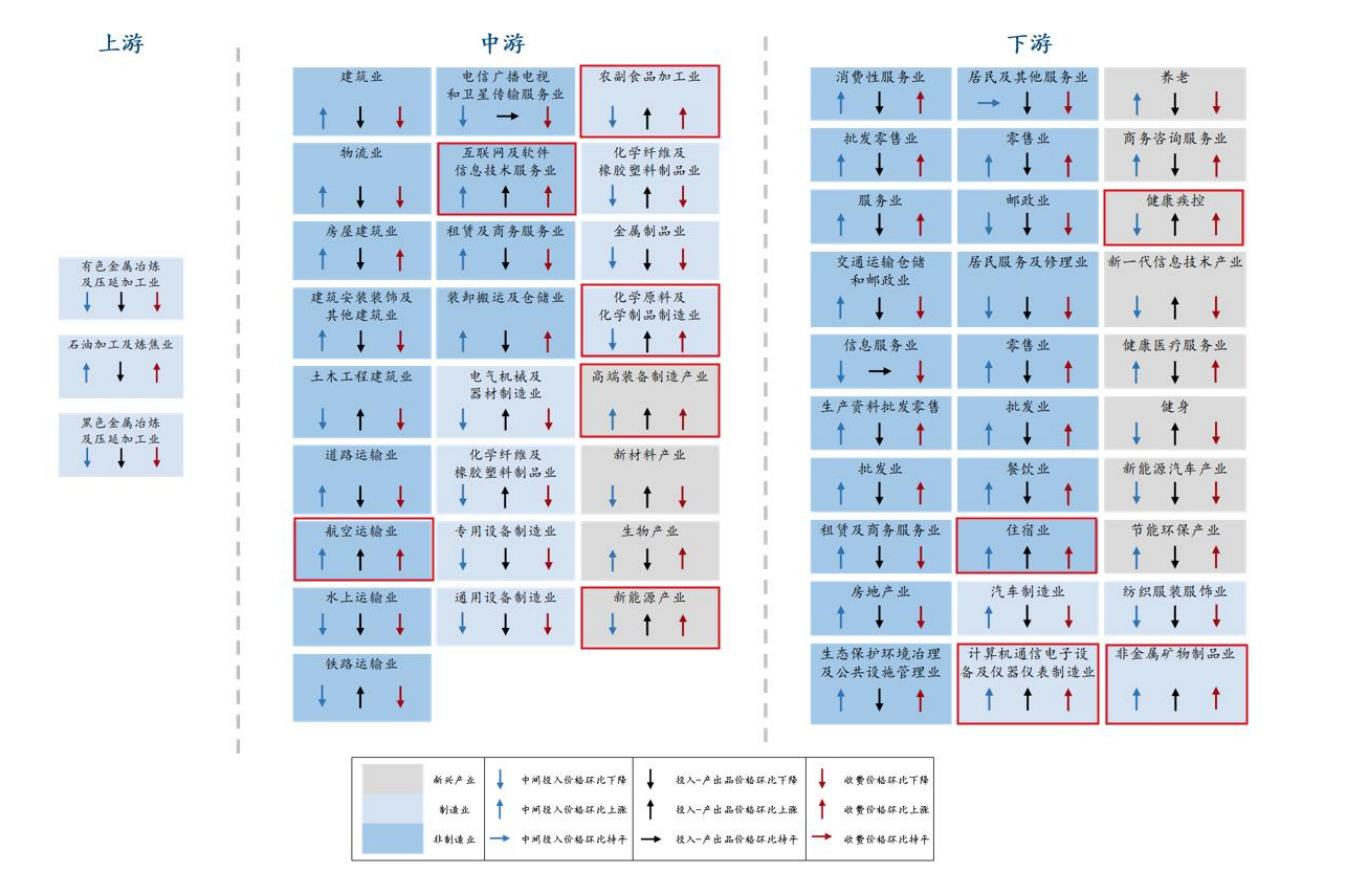
图：2024年报预告细分板块整体结论



寻找有涨价空间的细分领域

目标：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。这类行业并非单纯的上游来料成本驱动、价格向中下游传导带来价格虚增，或者即便成本上涨催化传导，也没有影响留存在生产环节的价格和利润。符合这一模式的行业包括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、健康疾控、住宿业、非金属矿物品业。

图：上中下游如何寻找有涨价空间的细分领域



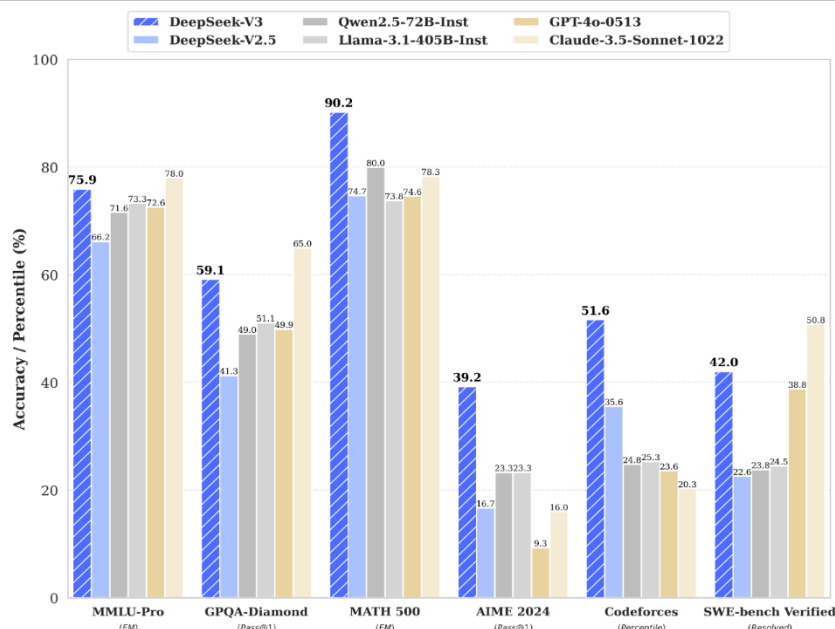
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- 【 01 】 投资思路1：如何灵活应对贸易不确定因素
- 【 02 】 投资思路2：年报预告有哪些潜在线索
- 【 03 】 投资思路3：交易DeepSeek新浪潮

DeepSeek-V3首个版本上线并同步开源

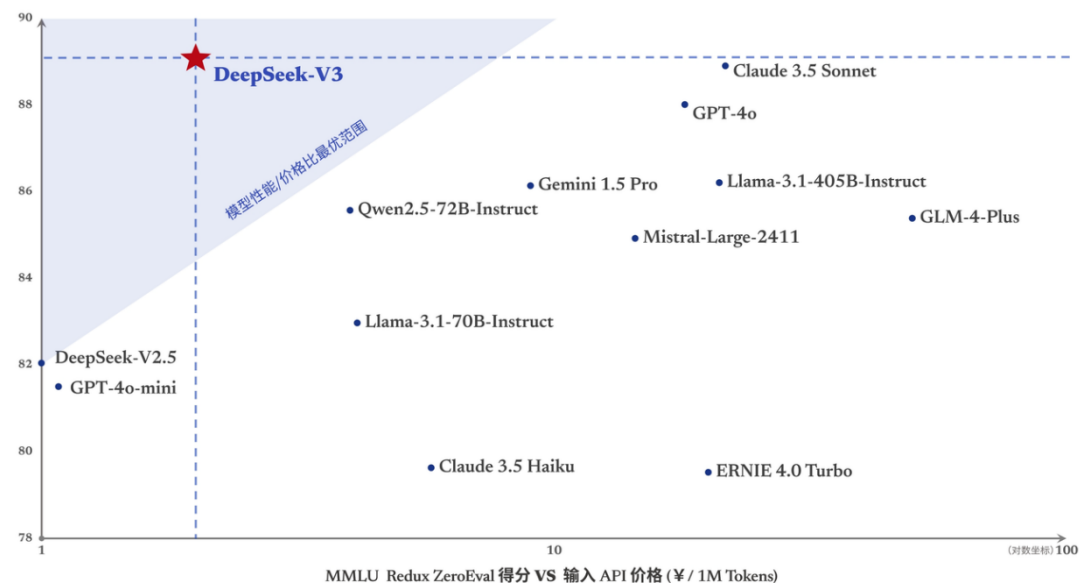
- 12月26日DeepSeek-V3首个版本上线并同步开源。DeepSeek-V3 为自研MoE模型，671B参数，激活37B，在14.8Ttoken上进行了预训练。测评成绩上看，DeepSeek-V3 多项评测成绩超越了 Qwen2.5-72B 和 Llama-3.1-405B 等其他开源模型，并在性能上和世界顶尖的闭源模型 GPT-4o 以及 Claude-3.5-Sonnet 不分伯仲。
- DeepSeek-V3在五大领域能力全面提升，性能对齐海外领军闭源模型。1) 百科知识：知识类任务（MMLU, MMLU-Pro, GPQA, SimpleQA）上的水平相比前代 DeepSeek-V2.5 显著提升，接近当前表现最好的模型 Claude-3.5-Sonnet-1022；2) 长文本：在DROP、FRAMES 和 LongBench v2 上，DeepSeek-V3 平均表现超越其他模型；3) 代码生成：DeepSeek-V3 在算法类代码场景（Codeforces），远远领先于市面上已有的全部非 o1 类模型，并在工程类代码场景（SWE-Bench Verified）逼近 Claude-3.5-Sonnet-1022；4) 数学能力：在美国数学竞赛（AIME 2024, MATH）和全国高中数学联赛（CNMO 2024）上，DeepSeek-V3 大幅超过了所有开源闭源模型；5) 中文能力：DeepSeek-V3 与 Qwen2.5-72B 在教育类测评 C-Eval 和代词消歧等评测集上表现相近，但在事实知识 C-SimpleQA 上更为领先。
- 生成速度与服务价格上，DeepSeek-V3优势明显。通过算法和工程上的创新，DeepSeek-V3 的生成吐字速度从 20 TPS 大幅提高至 60 TPS，相比 V2.5 模型实现了 3 倍的提升，为用户带来更加迅速流畅的使用体验。综合MMLU Redux ZeroEval得分与API服务定价看，DeepSeek-V3处于质价比最优范围内。

图：DeepSeek-V3 多项评测成绩与其他大模型对比



资料来源：DeepSeek官网，国信证券经济研究所整理

图：API 服务价格对比

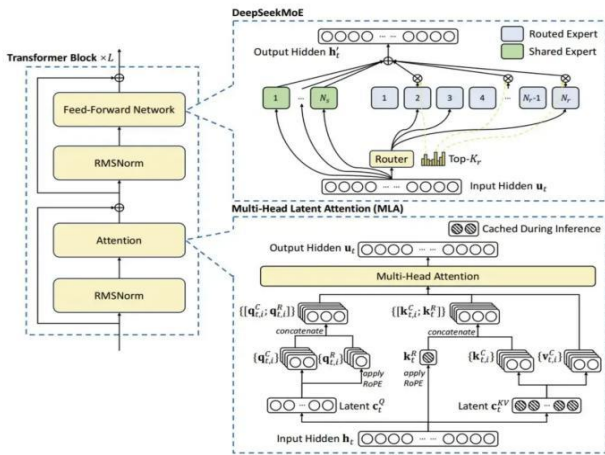


资料来源：DeepSeek官网，国信证券经济研究所整理

高效机制大幅降低训练成本

- DeepSeek V3 采用 FP8 训练，并开源了原生 FP8 权重；还采用了多头潜在注意力（MLA）来实现高效推理。它在传统多头注意力机制（Multi-Head Attention）的基础上，引入了潜在特征（Latent Features）概念，进一步提高了对复杂关系的建模能力。也就是先把 token 的特征压缩成一个小维度的 latent vector，然后再通过一些简单的变换把它扩展到各个头需要的 Key 和 Value 空间。对于一些重要的信息，比如旋转位置编码 RoPE，会进行单独处理，这样网络仍然可以保留时间和位置的信息。在 MOE 架构中，引入了路由专家（Routed Experts）和共享专家（Shared Experts）。主要是用来激活那些参数需要被更新。路由专家中主要是用来选择参数进行激活。对于每个输入的 token，只有一部分路由专家会被选中来参与计算。这个选择过程是由一个门控机制决定的，比如 DeepSeekMoE 中用的根据亲和度分数来选的 Top-K 方式。
- DeepSeek-V3 训练总成本仅为 557.6 万美元，相比 ChatGPT 等大模型训练成本大幅下降。Deepseek 在每个万亿 token 的训练过程中，使用 2048 个 H800 GPU 集群，DeepSeek-V3 仅需 180K 个 H800 GPU 小时；整个预训练阶段完成时间不到两个月，总耗时为 2664K GPU 小时。加上上下文扩展所需的 119K GPU 小时和后训练（监督微调+强化学习）所需的 5K 个 GPU 小时，DeepSeek-V3 的完整训练仅需 2.788M GPU 小时。假设 H800 GPU 租赁价格为每小时 2 美元，DeepSeek-V3 训练总成本仅为 557.6 万美元。

图：Deepseek MLA和MoE架构



图：DeepSeek-V3 训练成本

Training Costs	Pre-Training	Context Extension	Post-Training	Total
in H800 GPU Hours	2664K	119K	5K	2788K
in USD	\$5.328M	\$0.238M	\$0.01M	\$5.576M

Table 1 | Training costs of DeepSeek-V3, assuming the rental price of H800 is \$2 per GPU hour.

训练成本

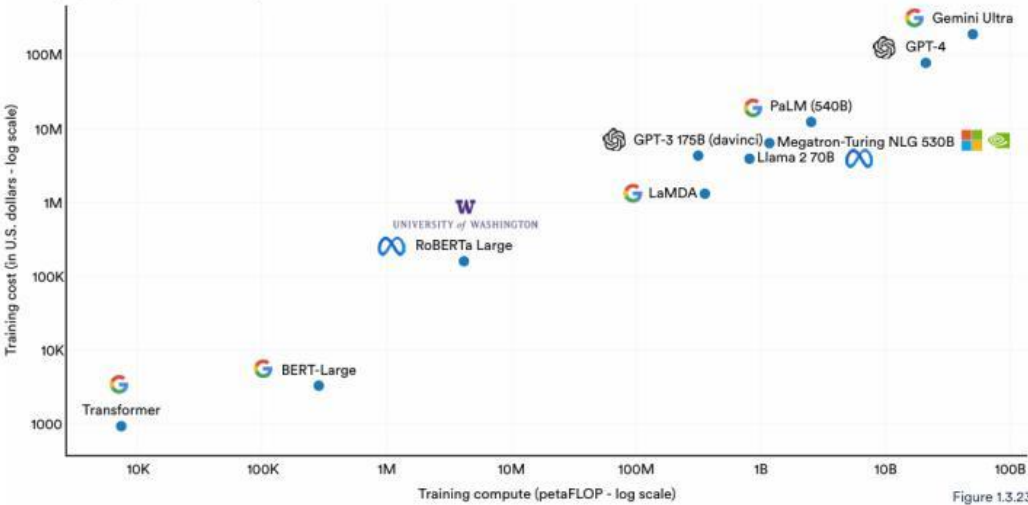
- 在每个万亿token的训练过程中，使用 2048 个 H800 GPU 集群，DeepSeek-V3 仅需 180K H800 GPU小时，即大约 3.7 天。
- 整个预训练阶段完成时间不到两个月，总耗时为 2664K GPU 小时。
- 加上上下文扩展所需的 119K GPU 小时和后训练（监督微调 + 强化学习）所需的 5K GPU 小时，DeepSeek-V3 的完整训练仅需 2.788M GPU 小时。
- 假设 H800 GPU 租赁价格为每小时 2 美元，训练总成本仅为 557.6 万美元。

资料来源：DeepSeek官网，国信证券经济研究所整理

图：各大训练模型成本对比（2024 年之前） 资料来源：DeepSeek官网，国信证券经济研究所整理

Estimated training cost and compute of select AI models

Source: Epoch, 2023 | Chart: 2024 AI Index report



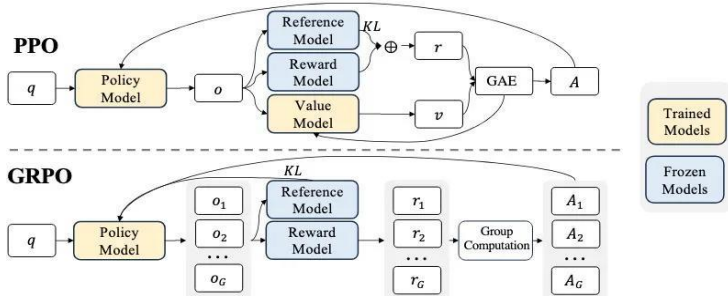
资料来源：李飞飞团队《Artificial Intelligence Index Report 2024》，国信证券经济研究所整理

DeepSeek-R1性能比肩OpenAI-O1，推动AI生态繁荣发展



- 1月20日，DeepSeek发布R1版推理模型，API 服务定价为每百万输入 tokens 1 元（缓存命中）/ 4 元（缓存未命中），每百万输出 tokens 16 元。不同于Open AI使用PPO的优化方式，DeepSeek采取GRPO这一让AI一次性生成多个答案并自动比较的全自动强化学习框架。
- Deepseek 通过“蒸馏”让小模型具备强大的推理能力，监督微调（SFT）的方式，将教师模型的知识迁移到学生模型中。DeepSeek-R1 同步开源 1.5B、7B、8B、14B 等多个蒸馏小模型，极大扩展了终端侧模型部署的可选性，并支持用户进行“模型蒸馏”，明确允许用户利用模型输出、通过模型蒸馏等方式训练其他模型。
- 此外，Deepseek 使用 GPU 底层 PTX 编程，或突破英伟达 CUDA 壁垒。

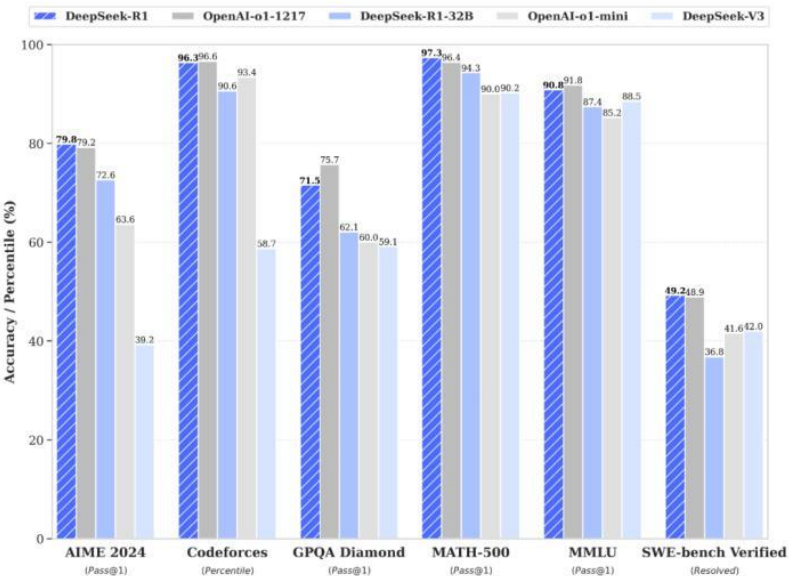
图：DeepSeek R1 定价



资料来源：DeepSeek官网，国信证券经济研究所整理

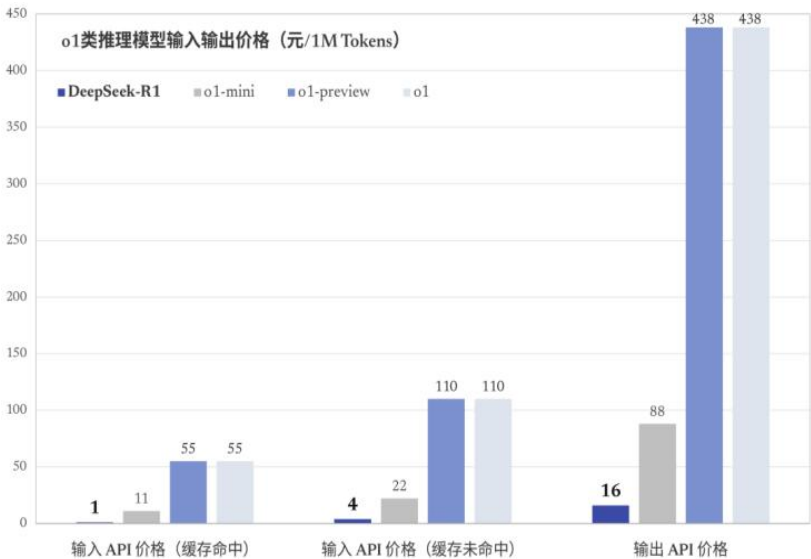
图：DeepSeek R1 定价

图：DeepSeek-R1 多项评测成绩与其他大模型对比

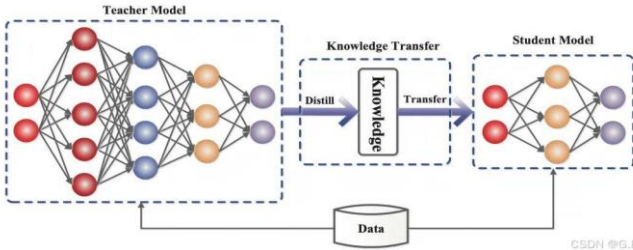


资料来源：DeepSeek官网，国信证券经济研究所整理

图：DeepSeek R1 定价



资料来源：DeepSeek官网，国信证券经济研究所整理



资料来源：CSDN官网，国信证券经济研究所整理

图：DeepSeek的“蒸馏”小模型性能

	AIME 2024 pass@1	AIME 2024 cons@64	MATH-500 pass@1	GPQA Diamond pass@1	LiveCodeBench pass@1	CodeForces rating
GPT-4o-0513	9.3	13.4	74.6	49.9	32.9	759.0
Claude-3.5-Sonnet-1022	16.0	26.7	78.3	65.0	38.9	717.0
o1-mini	63.6	80.0	90.0	60.0	53.8	1820.0
QwQ-32B	44.0	60.0	90.6	54.5	41.9	1316.0
DeepSeek-R1-Distill-Qwen-1.5B	28.9	52.7	83.9	33.8	16.9	954.0
DeepSeek-R1-Distill-Qwen-7B	55.5	83.3	92.8	49.1	37.6	1189.0
DeepSeek-R1-Distill-Qwen-14B	69.7	80.0	93.9	59.1	53.1	1481.0
DeepSeek-R1-Distill-Qwen-32B	72.6	83.3	94.3	62.1	57.2	1691.0
DeepSeek-R1-Distill-Llama-8B	50.4	80.0	89.1	49.0	39.6	1205.0
DeepSeek-R1-Distill-Llama-70B	70.0	86.7	94.5	65.2	57.5	1633.0

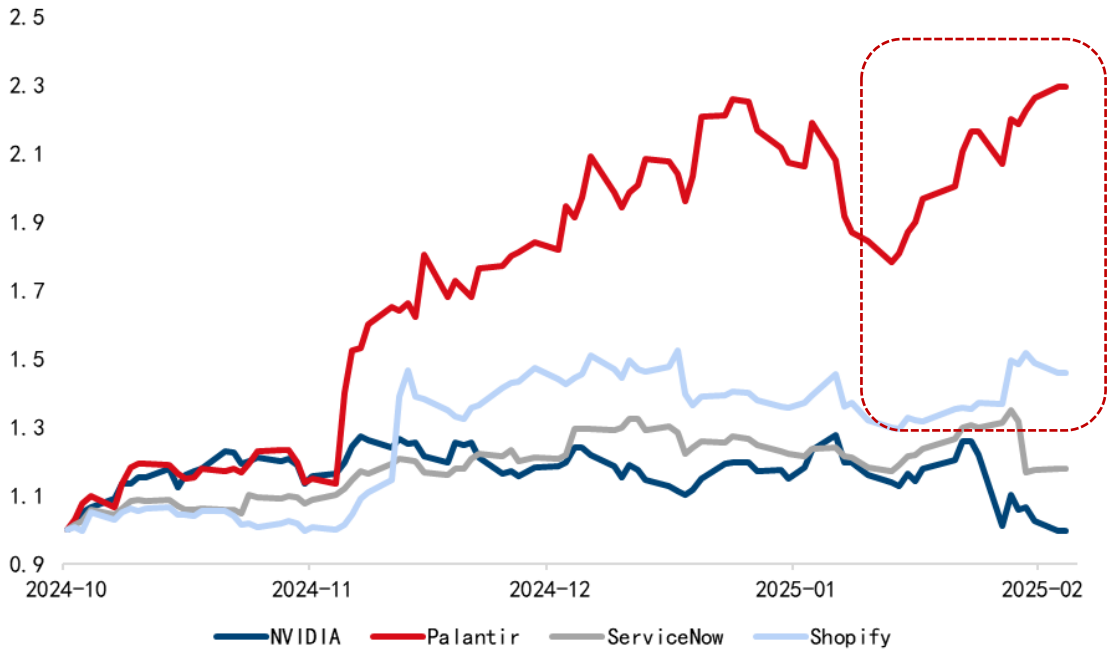
资料来源：DeepSeek官网，国信证券经济研究所整理

策略视角看演化方向：向下游扩散，百花齐放



- DeepSeek之于产业链中上游：节前不论是美股还是A股，偏硬、偏上游的环节(如NVIDIA)整体表现不及偏软、偏下游的环节(如Palantir、ServiceNow、Shopify等)，对于算力为代表的“卖铲人”而言，从“规模优先”到“效率优先”的训练迭代方向使得先进算力刚需预期有松动，但长期看随着 AI 能力的边界扩展（如多模态、复杂推理、通用人工智能）以及应用场景的爆发式扩展，算力需求仍将增长，整体结论与“策论AI系列报告”提及的“SCIR体系”一致，即Supplier长期受益，当前位置波动将放大。模型层面，开源与高性价比特点显著加剧大模型层竞争，降低大模型门槛、利好追赶者。
- DeepSeek之于产业链下游：DeepSeek当前已实现千万级下载量，后续预计将赋能更多应用场景，激发新的算力需求，带动 AI 云增长。数字化和云化趋势持续演进，Deepseek 模型的出现加速了各行业的数字化转型进程，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。

图：DeepSeek R1发布后，产业链中上游“卖铲人”整体表现弱于产业链下游



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图：各大AI巨头“拥抱”DeepSeek，AI Agent蓬勃发展

企业	进程
华为	据华为云官方公众号 2 月 1 日首发 Deepseek 服务，DeepSeek-R1 开源后引发全球用户和开发者关注。经过硅基流动和华为云团队连日攻坚，现在，双方联合首发并上线基于华为云昇腾云服务的 DeepSeek R1/V3 推理服务。
海光	2 月 2 日，海光信息技术团队成功完成 DeepSeek V3 和R1 模型与海光 DCU（深度计算单元）的国产化适配，并正式上线。用户现可通过“光合开发者社区”中的“光源”板块访问并下载相关模型，或直接登录 [www.sourcefind.cn] 搜索“DeepSeek”，即可基于 DCU平台快速部署和使用相关模型。
英伟达	英伟达 1 月 31 日宣布，DeepSeek-R1 模型已作为 NVIDIA NIM 微服务预览版在英伟达面向开发者的网站上发布。
AMD	AMD 于 1 月 25 日率先宣布支持 DeepSeek-V3 模型集成到其 AMD Instinct MI300 GPU 上。而在 DeepSeek R1 推理基准测试中，AMD 的 7900 XTX 在 DeepSeek 的 AI 推理性能优于 NVIDIA 4090 15%。
微软	微软 CEO 纳德拉在 1 月 29 日的财报电话会议上表示，DeepSeek-R1 模型目前已可通过微软的 AI 平台 Azure AI Foundry 和 GitHub 获取，并且很快就能在微软 AI 电脑 Copilot+PC 上运行。
亚马逊	1 月 31 日，亚马逊云科技宣布，客户现已可以在 Amazon Bedrock 和 Amazon SageMaker AI 中部署 DeepSeek-R1模型。此外，客户还可以通过 Amazon EC2、Amazon SageMaker AI，使用 Amazon Trainium 和 Amazon Inferentia 部署 DeepSeek-R1-Distill

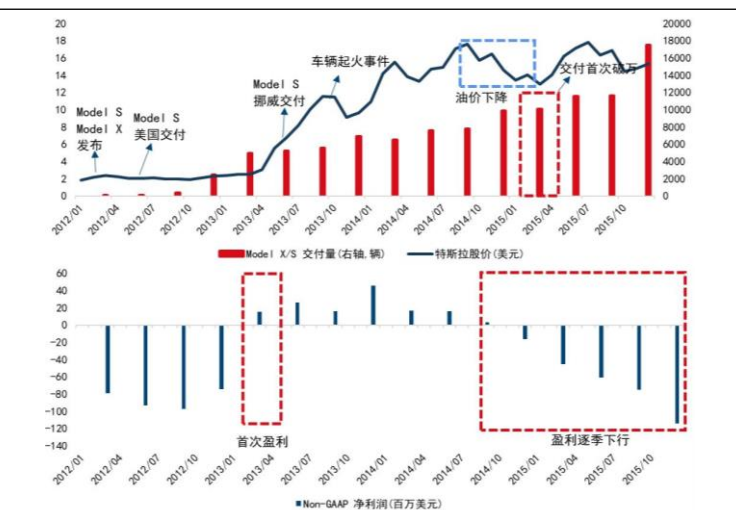
资料来源：华为官网、英伟达官网、亚马逊公司官网，中国基金报，国信证券经济研究所整理

策略视角看演化方向：以史为鉴，关注分子端弹性与现金流质量

➤ 复盘2012-2023年特斯拉发展历程，主要可以划分为四个阶段。1) 2012-2015 年下半年；2) 2015 年末-2019 年末；3) 2020 年初-2021 年末；4) 2022年初至2023年。阶段 1 主要是公司的品牌形象树立阶段，这一阶段公司在明确纯电动路径后成功发布并交付 Model S 和 Model X，PS(TTM)中枢下行，2015 年三季度末 PS(TTM)为7.8 倍，股价从 2013 年初的 2.3 美元上涨至 2015 年三季度末的 16.5 美元；阶段2为 2015 年末至 2019 年末，期间公司完成 S3XY 全域产品矩阵建设，股价于2015-2016 年宽幅震荡，2016 年末至 2017 年中上行，2018 年初-2019 年中震荡下行，期间 PS(TTM)中枢下行，2019 年 6 月末 PS 仅为 1.68 倍，2019 年下半年股价强势上涨；阶段 3 为 2020 年至 2021 年末，期间汽车零部件行业大幅上行，公司股价突破 400 美元，PS 上行至 20 倍以上；阶段 4 为 2022 年至今，原材料价格波动、疫情+供应链扰动+消费景气回落等多方面因素影响下，行业景气度出现波动，股价趋弱，但在 AI 产业浪潮的过程中股价迎来反弹，2023年中PS为9倍。

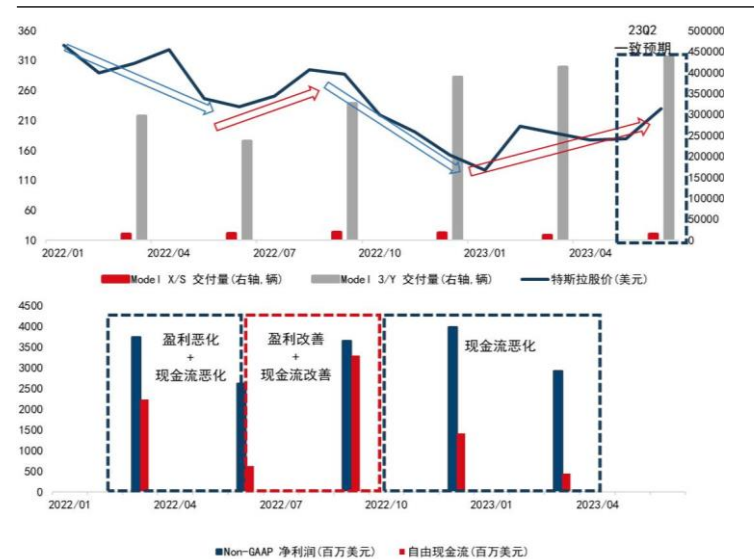
➤ 当前AI领域不论是“卖铲人”还是“淘金者”，格局均未定型，产品+业绩是“常胜将军”穿越周期的必要条件。不论是英伟达还是特斯拉，在创造α的过程中，始终具备较强的产品力。英伟达不断完成 GPU 架构迭代，抢占市场份额，特斯拉前期完善 S3XY产品矩阵，率先占领用户心智。从业绩视角看，英伟达在股价表现相对强势的区间里，“数据中心+游戏”两大主要板块综合增速持续上行或增速高于 50%；而特斯拉在“盈利改善+现金流改善”的区间里，表现相对更好。国内 AI 企业在分化的过程中，业绩和产品力仍是值得关注的核心变量，关注收入拐点、增速拐点、现金流拐点三类拐点改善型企业。

图：2012-2015特斯拉复盘



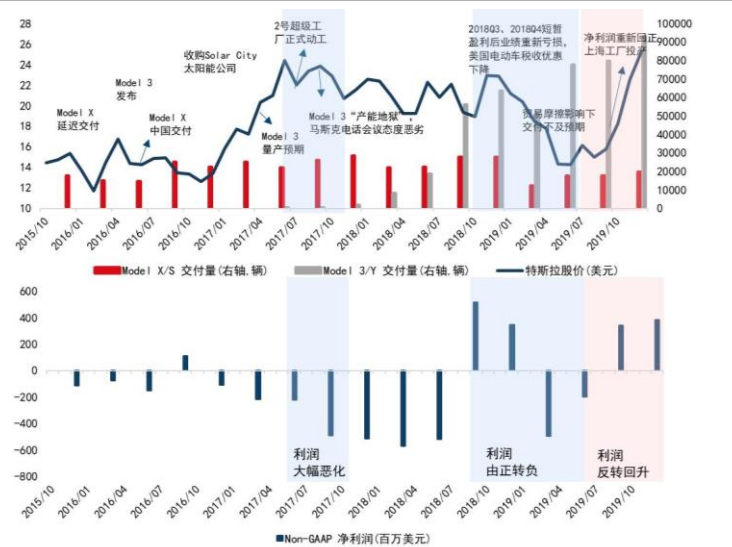
资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图：2022年末-2023 年特斯拉基本面复盘



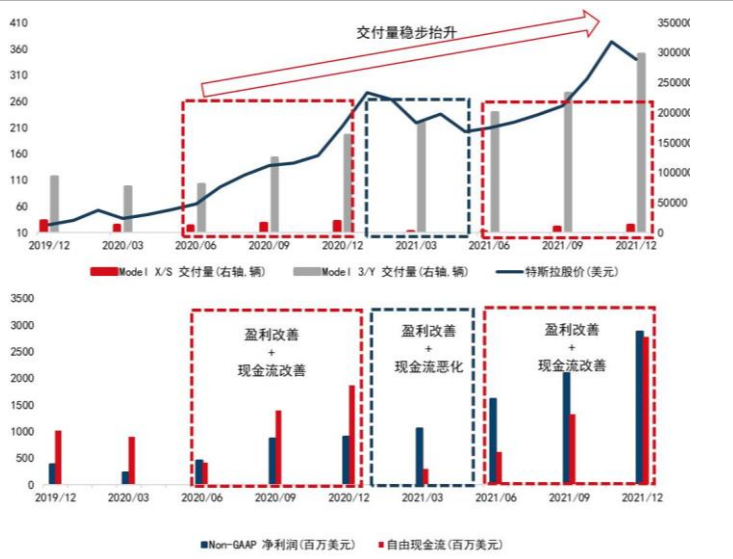
资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图：2015 年末-2019 年末特斯拉基本面复盘



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图：2019 年末至 2021 年末特斯拉复盘



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

- 一、美联储货币政策不确定性；
- 二、海外地缘政治冲突加剧；
- 三、文中提及上市公司和相关股票均为历史梳理，不构成投资推荐的依据。

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±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±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

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。

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
GUOSEN SECURITIES

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楼

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