

晨会纪要

数据日期: 2025-02-04	上证综指	深证成指	沪深 300 指数	中小板综指	创业板综指	科创 50
收盘指数 (点)	3250.60	10156.06	3817.08	11118.31	2812.30	955.09
涨跌幅度 (%)	-0.06	-1.32	-0.41	2.28	3.37	-2.02
成交金额 (亿元)	4502.31	6676.41	2829.40	4.60	5.14	942.11

晨会主题

【常规内容】

宏观与策略

宏观专题: 债海观潮, 大势研判 (汇率压力有所缓解, 年后债市值得期待)

宏观快评: 2024 年 12 月财政数据快评-全年一般公共支出目标基本完成

宏观快评: 春节假期海外金融市场事项一览-美联储降息进程放缓

固定收益专题研究: “数论”摊余成本法债基-2024 年资产规模小幅回落, 金融债配置增加

固定收益快评: 可交换私募债跟踪 - 私募 EB 每周跟踪 (20250120-20250127)

策略专题: 主题投资月度观察 (2025. 01) —— “星际之门”催化人工智能

策略专题: 百年未有之大变局下的机遇和挑战 (三) -如何构建应对贸易不确定因素的投资组合

策略专题: ESG 月度观察 (2025 年第 1 期) —— ESG 基金增量扩容, 碳中和主题领涨

策略专题: 指数投资大时代专题-迎接指数基金和被动投资新浪潮

策略专题: 资金跟踪与市场结构周观察 (第五十一期) -节前成交继续攀升

策略专题: 策略专题-BSD 公式: 红利为基, 深挖成长机遇

策略专题: 多元资产配置系列 (十九) -黄金上涨的逻辑: 全球避险资产不足

行业与公司

海外市场专题: 美元债双周报 (25 年第 4 周) -特朗普 2.0 时代开启, 美债利率高位回落

海外市场专题: 港股市场速览-资金从“自主可控”硬科技流向互联网

海外市场专题: 美股市场速览-资金显著流出半导体

港股 2 月投资策略-美债利率回落, 港股业绩上修有助于估值修复

北交所 2025 年 1 月月报: 政策定调助力北证指数企稳回升

传媒互联网周报: OpenAI、豆包、Deepseek 等发布重磅更新, 春节档票房预售火热

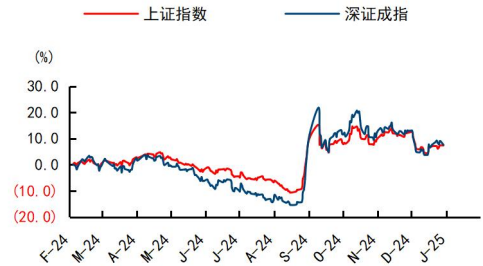
计算机行业 2025 年 1 月投资策略: 国产 deepseek+豆包发力, 海内外大模型刺激推理算力

农业行业专题: 生猪养殖行业投资框架 2025 更新版

农业行业周报: 农产品研究跟踪系列报告 (146) -看好橡胶中长期向上, 关注宠物赛道高景气延续

社会服务行业双周报 (第 99 期): 龙头业绩报喜, 国产大模型突围, “AI+

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

主要市场指数 02月05日

	收盘指数	涨跌幅%
道琼斯	33597.92	0
纳斯达克	10961.46	-0.48
S&P500	3801.78	-0.44
法国 CAC40	6000.24	-0.72
德国 DAX	14261.19	-0.57
日经 225	27574.43	-0.4
恒生	20789.96	2.83

基金指数 02月05日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3232.09	0.02
股票基金指数	9776.46	1.08
混合基金指数	9038.37	1.02

汇率 02月05日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.03	0.34
美元兑人民币	7.25	0.0
美元兑港币	7.78	-0.06
美元兑日元	154.34	-0.27

非流通股解禁 02月05日

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

教育”板块再受追捧

电新行业周报:锂电产业链双周评(2月第1期)-特斯拉机器人进展顺利,宁德时代2024年业绩稳健增长

互联网行业快评:AI事件点评-DeepSeek发布高性价比开源模型,有望拉平模型差距、加速AI云与应用发展

通信行业周报2025年第6周:Deepseek-R1开源推动AI应用发展,头部AI厂支持Deepseek

电子行业专题:存储行业专题:AI驱动下的国产企业级SSD机遇

中泰股份(300435.SZ)财报点评:海外拓展卓有成效,新疆煤化工项目有望带来新增量

亚信安全(688225.SH)财报点评:安全业务逆势增长,2024年归母净利润扭亏为盈

海底捞(06862.HK)海外公司深度报告:火锅主业依旧“热辣滚烫”,烤肉品牌大有可为

中国中免(601888.SH)财报点评:海南免税短期承压拖累业绩,新中标六家市内店推动中线成长

脸书(META PLATFORMS)(META.O)海外公司财报点评:广告营收利润保持强劲,指引25年资本开支显著增加

微软(MICROSOFT)(MSFT.O)海外公司财报点评:云与SaaS业务指引均降速,资本开支策略注重短期ROI

京东方A(000725.SZ)财报点评:2024年归母净利润同比高速增长,OLED产品高端比例提升

金融工程

金融工程周报:ETF周报-上周新成立3只创业板50ETF,创业板类ETF和AI ETF领涨

金融工程周报:基金周报-开年以来主被动基金业绩反转,证监会印发《促进资本市场指数化投资高质量发展行动方案》

【常规内容】

宏观与策略

◆ 宏观专题:债海观潮, 大势研判 (汇率压力有所缓解, 年后债市值得期待)

行情回顾: 1月资金面偏紧, 叠加经济数据表现较好, 多数债券品种收益率显著回升; 利率债方面, 1月多数利率债品种收益率上行超10BP, 其中1年期口行债收益率上行32BP; 信用债方面, 1月信用债收益率上行幅度相对较小, 多数品种信用利差收窄; 违约方面, 1月违约金额下降, 无首次违约主体;

海外基本面: 美国制造业景气显著回升, 就业稳健增长; 美国核心通胀企稳, 通胀预期保持高位; 日本通胀显著反弹, 欧日经济景气继续回升;

国内基本面: 基于生产法测算的月度GDP同比12月约为5.6%, 进一步上升, 其中工业、服务业均构成向上拉动, 建筑业小幅拖累。需求方面, 12月国内消费、出口当月同比明显上升且环比偏高, 12月投资当月同比小幅回落主要受高基数影响, 实际上投资12月环比表现较强劲。整体来看, 12月中国内需和外需均出现较明显的回暖现象。高频跟踪来看, 2025年1月国信高频宏观扩散指数B延续季节性回落, 表现逊于历史平均水平, 或主要与房地产“严控增量”政策导致新开工减少以及2025年春节时间较为靠前有关, 并非反映经济内生动能明显回落; 价格方面, 1月国内CPI和PPI同比或均上升;

货币政策: 1月央行公开市场大规模净回笼 (不考虑买断式回购以及国债买卖);

热点追踪: 政策托底政府性投资增速保持上行, 预计未来会看到民间投资增速触底回升;

大势研判: 汇率压力有所缓解, 年后债市值得期待;

证券分析师: 赵婧 (S0980513080004)、季家辉 (S0980522010002)、李智能 (S0980516060001)、田地 (S0980524090003)、董德志 (S0980513100001)

◆ 宏观快评:2024年12月财政数据快评-全年一般公共预算支出目标基本完成

一般公共预算收入大幅提升。全年来看, 2024年全国一般公共预算收入同比1.3%, 其中税收收入累计-3.4%。12月当月同比24.3%, 大幅提升。全年一般公共预算收入完成98.1%, 为近五年次低水平。税收收入增速略微下滑, 非税收入增速大幅提高, 当月同比93.8%。四大税种均表现较好, 企业所得税同比95.8%, 拉动税收5个百分点。

一般公共预算支出目标基本完成。支出端, 12月一般公共预算支出当月同比9.5%, 全年累计进度99.7%, 与去年基本持平。结构上, 支出各分项增速分化。民生类支出同比增速4.1%。其中, 教育支出同比增长12.3%, 社保就业支出2.8%, 卫生健康支出同比-8.7%, 文体娱乐体育传媒支出增速0.3%。基建相关支出同比增速8.4%。交通运输支出同比2.9%, 城乡社区事务支出增速5.6%, 农林水事务支出同比17.1%仍为支出端最大拉动项, 环保支出-4.5%, 债务付息支出同比20.8%。

政府性基金收支均回暖。12月政府性基金收入同比4.9%, 土地出让收入 (0.7%) 大幅回暖。政府性基金支出同比12.6%, 主要是土地出让收入相关支出降幅大幅收窄 (-5.9%)。全年来看, 第二本账收入增速为-12.2%, 支出增速为0.2%。收支两端完成度分别为87.7%和84.4%, 均不足90%。今年土地出让收入接近4.9万亿, 较去年的5.8万亿下滑。

总体来看, 12月财政政策力度指数继续小幅提升。全年来看, 广义财政收入增速-2%, 完成度95.6%。广义财政支出增速为2.7%, 完成度95.2%。财政政策力度指数12月继续抬升, 全年力度超过2023年。2025年财政政策较2024年“更加积极”。从两会的财政收入目标来看, 在公布目标增速的21个省市中, 仅内蒙古上调。总体加权目标增速较去年下降且低于GDP目标, 反映2025年财政紧平衡态势延续。

证券分析师: 董德志 (S0980513100001)

联系人: 王奕群

◆ 宏观快评:春节假期海外金融市场事项一览-美联储降息进程放缓

2025 年春节假期为 1 月 28 日至 2 月 4 日,期间海外金融市场共经历 6 个交易日,我们对春节假期海外主要资产表现及重大新闻热点作出了梳理回顾。

证券分析师: 季家辉(S0980522010002)、董德志(S0980513100001)

◆ 固定收益专题研究:“数论”摊余成本法债基-2024 年资产规模小幅回落,金融债配置增加

摊余成本法定义:摊余成本法就是以资产买入的成本计价,按照票面利率并考虑其买入时的价格(溢价或折价),在剩余期限内进行摊销,每日计提收益,摊余成本法最大的特点是资产净值不受市场每天涨跌影响。

债基规模:摊余成本法债基在 2019 年和 2020 年迎来发行高峰期,2021 年起发行数量和规模大幅回落。截止 2024 年末,存量摊余成本法债基共有 178 只,总资产规模为 20,517 亿元,净资产规模为 13,723 亿元。

杠杆率及净值增长率:近年来,摊余成本法债基的杠杆率稳定在 1.50 左右,2024 年末杠杆率为 1.50。2021 年以来,摊余成本法债基的平均年化净值增长率在 3.0%左右波动,2024 年摊余成本法债基的平均净值增长率为 2.99%。

资产配置:资产配置方面,债券资产在摊余成本法债基的资产配置中占据主导地位,另外还有少量银行存款和买入返售资产。

券种配置:具体券种来看,摊余成本法债基的债券资产以利率债和金融债为主,其中利率债主要包含国债、地方政府债和政策性银行债。另外,摊余成本法债基还少量配置了企业发行的债券、同业存单和其他债券。

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

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

◆ 固定收益快评:可交换私募债跟踪-私募 EB 每周跟踪(20250120-20250127)

我们定期梳理从公开渠道可获得的最新的可交换私募债(私募 EB)项目情况,对私募可交换债项目做基本要素跟踪,私募发行条款发行过程可能有更改,请以最终募集说明书为准,发行进度请与相关主承销商咨询。

节前一周新增项目信息如下:(部分项目因合规原因未予列示)

1. 浙报传媒控股集团有限公司 2024 年面向专业投资者非公开发行可交换公司债券项目获交易所通过,拟发行规模为 14 亿元,正股为浙数文化(600633.SH),主承销商为浙商证券,交易所更新日期为 2025 年 1 月 21 日;

风险提示

项目获批进度不及预期,经济增速下滑。

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

联系人: 吴越

◆ 策略专题:主题投资月度观察(2025.01)——“星际之门”催化人工智能

海外科技映射:(1) OpenAI 的 GPT-4o mini 发布:标志着小型模型凭借更快的训练速度、更低的能耗和更好的便携性,成为 AI 发展的新趋势。(2) Gemini 语言模型推出的 AI 综述功能:生成式搜索技术的应用场景不断扩展至图像、音频、视频分析,AI 综述功能改变了用户与搜索引擎的互动方式,对在线广告和媒体行业产生了深远影响。(3) LanzaJet 建成全球首个商业化乙醇制喷气燃料,有望为航空业

绿色转型提供新的技术路线。（4）波士顿 Vertex 制药干细胞疗法取得突破，针对癫痫病患者和糖尿病患者治疗效果较好。（5）美国风险投资机构强者恒强，前 30 家募资规模行业占比超过 75%；谷歌搜索热词不断演进，创新、协调、绿色成为贯穿全年的主旋律。（6）另类投资市场概况：全球私募股权投资退出困难，流动性较强的二手份额策略受到广泛关注。（7）特朗普“stargate”计划擘画蓝图：该计划预计在未来四年内投资 5000 亿美元，以支持美国的人工智能基础设施建设。OpenAI、软银和甲骨文是这个项目的主要合作伙伴。

国内热门主题：（1）AI 产业链：24 年中国 AI 领域专利数量位居世界第一，新出现的机器学习模型主要来源于产业界以及产业界与学术界的合作。（2）小鹏 G6 580 PLUS 版新车发布，成为行业内唯一一款 20 万元内全系标配全域 800V 碳化硅平台和行业领先智能辅助驾驶能力的车型。（3）具身智能技术突破，AI mirror 技术成熟，允许用户通过先进的面部识别和机器学习算法与他们的数字镜像进行互动。

（4）TikTok 禁令下，小红书成为中美文化交流新桥梁。2024 年 12 月，大批国际友人进入小红书，中美两国居民的文化交流加深。

国内政策关注：《低空经济发展白皮书（3.0）——安全体系》。白皮书提出了一个具有“点、线、面、体”结构的低空经济安全体系，涵盖飞行安全、航路安全、运行安全和社会安全四个层面。该体系强调数字化和智能化技术的重要性，并提出了安全体系需要遵循的基本原则（2）工业和信息化部：大力推进新型工业化 推动经济高质量发展。24 年工信部成就可以概括为四个关键词：“稳中有进”、“创新突破”、“数字赋能”和“助企强企”。25 年年将加力实施制造业重点产业链高质量发展行动，推动传统产业改造升级，促进新兴产业和未来产业创新发展，支持中小企业专精特新发展，加快构建以先进制造业为骨干的现代化产业体系。（3）国务院办公厅印发《关于推动文化高质量发展的若干经济政策》，在推进文化强国建设的道路上迈出了坚实的一步。

风险提示：（1）人工智能技术发展前景不明朗；（2）产业政策落地节奏不确定性；（3）文中所提及的上市公司仅做统计汇总，不形成投资建议。

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

◆ 策略专题：百年未有之大变局下的机遇和挑战（三）-如何构建应对贸易不确定因素的投资组合

从外延产业链角度重新审视中国产业链韧性，外延产业链在我国出口的重要性持续上升。在关税上升时，企业往往会通过对外投资建厂进行规避，也被称之为产业链外延。借助投入产出表可以对外延产业链出口进行有效测度，本文测度结果表明，在 2017-2023 年间，我国对美国的外延产业链出口呈现上升趋势，总体规模从 522 亿美元上升至 1032 亿美元，占比从期初的 10.8% 上升至 17.1%，这一比重高于我国整体外延产业链出口的比重。考虑我国前几大出口目的国（美国、日本、韩国、德国、荷兰、英国），总体口径下我国外延产业链出口规模从 2017 年的 1093 亿美元上升至 2023 年的 1871 亿美元，占比从 11.2% 上升至 14.7%。通过对我国外延产业链出口的测算，对 2025 年的出口增速的中性预测为：前半年出口有望维持正增速，后半年如遇到关税拖累或将进一步放缓，全年呈现前高后低的“抢出口”现象。若美国奉行单边贸易主义，中性情形假设下，全年出口同比增速比市场一致调查值低 3.3 个百分点。我们期待且相信互利共赢的经贸前景的同时，在构建投资组合时也需要涵盖风险假设，做到未雨绸缪。

在贸易不确定性的背景下，多视角优选投资思路：

行业视角下，第一条思路是 A 股优选贸易敞口较低+投资体系成熟行业：轻工制造、基础化工、机械设备、电力设备、电子等。以出口营收代表行业内的出口依赖度，以高毛利投资的营收占比代表行业整体的对外投资成熟度，位于左上角区域的行业体现出贸易敞口较低、投资体系成熟的特点。此外，电子行业虽然具备较高的贸易敞口，但其贸易敞口正边际缩小，且高毛利投资占比较高，国内政策扶持力度较强，亦有较高的配置价值。

第二条思路是边际改善视角下的行业配置：煤炭、有色、电力设备、机械设备、电子等行业正以海外投资替代出口依赖。以 2017-2023 年的营收占比变化为基准，位于第二象限的煤炭、有色等行业在出口依赖去化的同时，保持了较高的海外投资营收增长，增速超过了行业总营收。在边际改善的视角下，第一象限的行业正处于产业链升级迭代的重要时期，对外部风险的抵御能力不断增强。在产业链自主可控能

力较低的整体背景之下，相关企业通过产品/服务出海的方式主动融入全球市场，主动寻求市场需求，加速产能扩张。

企业视角下，关注两个维度：第一，企业视角下关注其对外韧性，对外投资体系较为成熟的企业表现更好（高毛利投资）；第二，供应链视角下关注内外安全性，依赖内部供应链、国产化程度较低的企业前景更好。在组合的行业持仓中，价值优选组合成份股集中于电力设备、计算机、医药生物等行业，关注海外业务对上市公司股价的传导，在当前语境下更有利于和潜在关税进行对冲，收益与风险较低；供应链组合成份股主要集中于电子行业，关注产业链位置与前景，历史收益表现好，与新质生产力的发展和产业结构升级更为相关，但也存在行业集聚度过高、配置风险不够分散的问题。。

风险提示：美国新一轮内外政策调整的不确定性；全球一致性降息的逻辑面临逆潮；国内产业升级和消费复苏的节奏不确定性。

证券分析师：王开（S0980521030001）

联系人：郭兰滨

◆ 策略专题:ESG 月度观察(2025 年第 1 期)——ESG 基金增量扩容，碳中和主题领涨

热点事件：国内众多 ESG 政策落地。2024 年 12 月 31 日，我国如期向《公约》秘书处提交《中华人民共和国气候变化第一次双年透明度报告》和《中华人民共和国气候变化第四次两年更新报告》，在 ESG 领域加深国际合作。2025 年 1 月 17 日，上交所、深交所、北交所本月推出《可持续发展报告编制指南》，信披制度进一步完善。

国内 ESG 公募基金规模及资金流动：根据 windESG 基金统计口径截至 2024 年四季度，国内现存 602 支 ESG 基金，最新可得规模为 6537 亿元，总体规模相较于 2024 年三季度增加 970.71 亿元。按投资主题分，纯 ESG 基金规模为 461.45 亿元，占比为 7.06%；ESG 策略基金规模为 2237.43 亿元，占比为 34.22%；环境保护主题基金规模为 2230.51 亿元，占比为 34.12%；社会责任主题基金规模为 1341.02 亿元，占比为 20.51%；公司治理主题基金规模为 267.03 亿元，占比为 4.08%。2024 年四季度，国内 ESG 基金单季度资金净流入为 1120.35 亿元。其中，纯 ESG 基金，ESG 策略基金，环境保护主题基金、社会责任主题基金分别净流入 9.5 亿元、809.78 亿元、192.55 亿元、90.52 亿元。

2024 年 1 月，国内 ESG 基金表现分化，2025 年 1 月，国内 ESG 基金表现分化，头部 ESG 基金领涨市场，鹏华碳中和主题 A 月度收益超 39%。纯 ESG 基金收益率中位数-1.06%，环境和社会基金平均收益分别为 0.35%以及 0.33%。国内 ESG 基金重仓股集中分布在电力设备、汽车、食品饮料、电子和计算机板块。分类型看：2024 年四季度，纯 ESG 主题基金和社会主题基金增配电力设备板块；ESG 策略主题基金大幅增配食品饮料板块；公司治理主题基金大幅减配有色金属板块，环境主题基金减配有色金属板块，增配电力设备板块。

学术前沿：2024 年全球 ESG 基金表现低于其同类，股票 ESG 基金相对债券 ESG 基金跑输更多。大的资产管理公司对于 ESG 提案并不认可。卢浩等（2025）通过实证发现 ESG 评级的提升对于国有房地产企业融资成本的下降意义显著。香港大学研究团队研究气候变化对于中国香港地区海平面上升所造成的经济影响，以及如何化气候风险为发展机遇。

风险提示：(1)海外低碳经济发展过程中遇到波折；(2)全球经济增长和低碳环保间权衡取舍对 ESG 投资节奏的短期扰动；(3)文中个股或产品仅做统计汇总，不构成投资推荐依据。

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

联系人：郭兰滨

◆ 策略专题:指数投资大时代专题-迎接指数基金和被动投资新浪潮

近日，中国证监会印发《促进资本市场指数化投资高质量发展行动方案》。主要目标是，推动资本市场指数化投资规模和比例明显提升，加快构建公募基金行业主动投资与被动投资协同发展、互促共进的新发展格局；强化指数基金资产配置功能，稳步提升投资者长期回报，为中长期资金入市提供更加便利的渠道，助力构建资本市场“长钱长投”生态，壮大理性成熟的中长期投资力量

全球成熟市场发展规律来看，被动投资长期收益更胜一筹。结构上看，跟踪小盘股的主动基金相对跑输比例和数量更少，说明小市值公司存在一些深挖 alpha 的机会。主动思路跑输的原因在于股市中的财富是由少部分公司创造的，主动管理很难集中化重仓极少量的公司。2014 年至今，主动管理基金共有六年跑赢沪深 300 指数，但近两年却遭遇连续滑铁卢。2024 年国内股基跑输指数的根源在于主动型产品在高景气的思路下，一定程度忽视了全年的红利和科技双轮驱动的主线，低配银行等大盘红利资产。以往“景气投资”逐渐失效，催化市场接受“分红为王，估值为盾”的价值投资新理念。2024 年全年国内公募债基跑输债基指数，原因在于拉久期、加杠杆、下沉信用、分散化投资等策略难抵长端利率单边下行。长周期视角，债券领域主动投资强于被动投资。海外部分固收基金跑输指数是因为投资范围的限制，不同的会计计量方法及差异化考核标准使得收益并非债券投资唯一的考量因素。

全球 ETF 规模呈现共振向上的格局。1993 年美国第一支 ETF 问世以来，ETF 产品不断创新、份额持续提升、在市场中的重要性增强。日本 ETF 起源于泡沫破裂时的政府救市，全部 ETF 中以股票 ETF 为主，2000 年后债券 ETF 份额不断压缩。中国指数基金在全部公募基金中的份额和资产净值占比长期处于较低状态，2003 年至今，中国市场股票型基金占比持续下跌，股票型 ETF 逆势上涨。

ETF 的长期配置价值来源于盈利和分红，此外，ETF 还可以用作满足某些特定需求的载体。展望未来，SmartBeta 或成为 ETF 新的增长点。2025 年 1 月 10 日，国内首批自由现金流 ETF 正式获批，填补 SmartBeta 的空白。多元资产配置成为抵御风险、增厚收益的必然选择。在中美两国进行资产的静态配置能够获得更佳的风险收益权衡，而动态资产配置能显著增厚收益。由浅入深，我们在实战系列构建三大动态宏观配置方案，首先是立足股市、基于各类宽基改进后 ERP 和等权指数框架的配置实践。加入商品后，构建综合评判体系和模型进一步提升收益率曲线。最后，引入 QDII-ETF 进行全球股票资产配置进一步分散风险，实现风险分摊和增厚收益。

风险提示：历史复盘对于未来指导有限；不同市场环境下，国外经验对国内借鉴意义受限等；文中出现的个股/指数/产品等仅作为历史梳理，不构成投资建议的依据。

证券分析师：陈锐（S0980516110001）、王开（S0980521030001）

◆ 策略专题：资金跟踪与市场结构周观察（第五十一期）-节前成交继续攀升

市场成交量上升。上周（20250120-20250124）全市场成交量上升，沪深两市成交额位于近一年至今的 76.4%分位数水平（前值为 76.4%）。市场成交持续攀升，交易热度延续升温。

成交额集中度有所分化。上周，行业层面成交额集中度保持上升趋势，个股层面成交额集中度保持上升趋势。行业层面涨跌幅分化度转为上升趋势，个股层面涨跌幅分化度转为下降趋势。

赚钱效应下降。Top10%个股涨跌幅与中位数涨跌幅的差为 6.15%，相比前值上升 1.18 个百分点。全 A 涨跌中位数为 0.23%，较前值下降 4.61 个百分点。Top25%分位数为 2.79%，较前值下降 4.28 个百分点。Top75%分位数为 -1.97%，较前值下降 4.82 个百分点。

行业换手率下降。上周换手率最高的三个一级行业为：传媒（17.75%）、商贸零售（17.04%）、计算机（17.03%）。上周换手率最低的一个一级行业为：银行（1.28%）、石油石化（1.71%）、交通运输（3.25%）。

机构调研强度上升。从行业层面的机构调研强度看，电子（17.62%）、机械设备（9.25%）、电力设备（6.21%）三个行业的调研强度最高。从宽基指数层面看，中证 100 的调研强度最大，为 2.95。从边际变化看，中证 100 的调研强度在上周的绝对变化最大，增加了 2.50。

股市资金净流出。上周股市资金净流出 173.95 亿元，较前值多流出 651.15 亿元。各分项资金为：（1）融资余额减少 159.82 亿元；（2）重要股东增持 18.98 亿元；（3）ETF 流入 147.99 亿元；（4）新发偏股基金 126.26 亿元；（5）IPO 0.00 亿元；（6）定向增发 0.00 亿元；（7）重要股东减持 61.00 亿元；（8）ETF 流出 246.35 亿元。

从资金流入流出来看，较前值，各分项的变化为：（1）融资余额减少 228.76 亿元；（2）重要股东增持增加 5.46 亿元；（3）ETF 流入减少 266.59 亿元；（4）新发偏股基金增加 45.80 亿元；（5）IPO 减少 37.85 亿元；（6）定向增发增加 0.00 亿元；（7）重要股东减持增加 27.59 亿元；（8）ETF 流出增加 217.32 亿元。

资金流出风险增加。上周限售解禁家数为 63 家，与前值保持不变。限售解禁市值为 1731.32 亿元，较前值增加 1359.18 亿元。预计本周和下周的限售解禁市值为 378.93 亿元。从行业来看，前两周限售解禁市值最多的三个行业为：公用事业（756.69 亿元）、电力设备（346.61 亿元）、传媒（265.50 亿元）。有 11 个行业没有限售解禁出现。

风险提示：数据更新滞后；数据统计误差；文中个股仅作数据梳理，不构成投资推荐意见。

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

联系人：郭兰滨

◆ 策略专题：BSD 公式：红利为基，深挖成长机遇

股息率大体上衡量了投资的安全垫，而仅仅关注当期股息率的投资方式会遭受未来分红行为和股息率不确定性的双重影响。市场中真正具有超额收益的公司是那些能够支付安全且持续增长股息的公司，现金流和未来利润可持续性提供高股息策略稳健性的保障。BSD 公式旨在从当期的股息水平、股息安全性和股息增长性三个维度筛选出这些公司。

在美股市场采用 BSD 公式选股回测，能够跑赢标普 500 和罗素 2000 等宽基指数。高级 BSD 公式中股利安全性维度占比 40%，股利增长指标占比 45%，技术指标占比 10%。这种筛选方法兼顾股利的收益性、安全性和增长潜力，实践中是一种更可靠的筛选方法。采用高级 BSD 公式进行回测，从 1999 年 5 月 28 日开始，美股市场样本中表现最好的一组的收益率为 1580.7%，超过阈值的所有股票的收益率为 1573.2%，同期罗素 2000 的收益率和标普 500 的收益率分别为 411.1%以及 370.0%。

A 股市场股息率和股利支付率仍有提升空间，在政策呵护下股息红利有望进一步释放。A 股市场中，拥有过高股息的公司的股息率持续性有待验证，适度的股息支付率能够在公司成长和股东回报中取得平衡。在基础 BSD 公式中，我们关注股息支付率这一核心指标，并用 ESG 评分进行负向剔除。回测结果显示，采用 BSD 基本方法选出的股票自 22Q1 以来累计收益持续超越沪深 300 指数。相较于万得红利指数，BSD 策略的优异表现主要体现在 24Q2 至 24Q3 市场下行期间的抗跌性，以及在 2024 年“9.24”市场大幅反弹中的强劲修复能力。在高级 BSD 公式中，我们构建包含股息收益性、股息安全性以及股息增长三个维度的 BSD 公式，以期发现能实现有质量成长的红利型股票。

BSD 框架为传统高股息策略提供了进可攻、退可守的思路。A 股市场实战经验显示，高级 BSD 公式实战效果不及基础 BSD 公式。说明近 3 年在 A 股市场中，股息支付率是一个最有效的变量，其余指标或多或少表现为“噪声”。基础 BSD 公式的跑赢得益于其锚定红利基本盘，在市场震荡磨底阶段具有红利避险属性，相对大盘更抗跌；在市场风格转向，股市快速上攻期间能够抓住成长风格的高弹性。

风险提示：历史复盘对于未来指导有限；美联储货币方向和贸易前景的不确定性；文中涉及的产品、指数和个股仅作为历史复盘，不作为投资推荐的依据。

证券分析师：王开（S0980521030001）

◆ 策略专题：多元资产配置系列（十九）-黄金上涨的逻辑：全球避险资产不足

风险事件频发推升全球避险逻辑和安全资产需求。近年来，海外地缘政治与经济环境的不确定性显著加剧，推动市场对安全资产的配置需求持续升温。乌克兰危机长期化，中东局势紧张，欧美主要经济体政策路径分歧扩大、贸易单边变化等事件频发，导致国际资金风险偏好持续受到压制。与此同时，全球经济增长动能放缓的预期升温，叠加海外部分经济体债务风险隐现，进一步催化避险情绪，贵金属为代表的资产，在投资中作为抵御系统性风险的“压舱石”作用持续强化。

主权债安全性衰减，全球安全资产供给短缺问题凸显。传统安全资产体系呈现四维分类格局：发达经济体主权债、私营部门安全资产、新兴市场主权债及全球央行危机管理工具。当前市场面临的核心矛盾在于，传统安全资产供给增速与避险需求扩张形成显著背离——发达经济体主权债受财政约束掣肘，私营部门资产则面临信用溢价波动，两者供给弹性持续弱化。

全球央行持续购金、特朗普加征关税推升避险情绪，黄金价格中枢进入上行通道。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。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。

高质量发展、新质生产力呵护下的新兴市场人工智能科技趋势+黄金等贵金属主导的全球供不应求的避险资产构成“安全与发展”杠铃策略，是未来中长期值得布局的方向。

风险提示：特朗普 2.0 政策不确定性；美联储货币政策的方向和节奏不确定性；人工智能技术迭代与全球避险替代资产冲击。

证券分析师：王开（S0980521030001）

行业与公司

◆ 海外市场专题：美元债双周报（25 年第 4 周）-特朗普 2.0 时代开启，美债利率高位回落

美国通胀数据放缓。美国 2024 年 12 月 CPI 同比上涨 2.9%，与市场预期的 2.9%持平，前值为 2.7%；核心 CPI 同比上涨 3.2%，低于市场预期的 3.3%，前值为 3.3%。环比看，美国 2024 年 12 月 CPI 上涨 0.4%，与市场预期的 0.4%持平，前值为 0.3%；核心 CPI 上涨 0.2%，低于市场预期的 0.3%，前值为 0.3%。

特朗普 2.0 时代开启。特朗普上任第一周签署了 26 项行政命令，聚焦能源、移民、关税和技术四大领域。能源方面，他支持石油和天然气生产，退出《巴黎气候协定》，压低能源价格。移民改革主要打击非法移民，增加边境安全，长期来看或减少劳动力供应，影响经济增长。关税政策尚未实施，可能针对特定行业用于谈判。技术领域，特朗普重点投资人工智能，推出“星际之门”项目，推动创新和生产力提升。

美债利率高位回落，10Y-2Y 期限利差维持在 35bp 左右。在核心通胀数据放缓的利好下，美债利率近两周高位回落，由最高将近 4.90%下行至 4.63%左右。近两周美债利率曲线呈现牛平走势，1 年/2 年/3 年/5 年/10 年/20 年/30 年期美债近两周分别变动-8/-13/-13/-16/-14/-13/-11bp，10Y 和 2Y 分别录得 4.63%和 4.27%，10Y-2Y 利差在 35bp 左右浮动。

美元指数回落，非美货币不同程度走强。美元指数近两周高位回落，由最高的 110.2 回落至上周五收盘的 107.5，非美货币普遍走强，澳元、欧元、英镑、人民币和日元分别上涨 2.6%、2.3%、2.2%、1.2%和 1.0%。

中资美元债发行放量。1 月中资美元债发行放量，总发行规模达到新高的 659.3 亿美元，到期金额为 182.6 亿美元，净融资规模为新高的 476.7 亿美元，其中香港机场管理局是最大规模发行人，本次发行包括 41.5 亿美元债券分 3 批次发行、185 亿港元债券（约 24 亿美元）分 4 批次发行、32 亿离岸人民币债券（约 4 亿美元）分 2 批次发行。

投资建议：美债利率高位回落，高收益债预计在软着陆背景下有望维持相对优势，短期关注美联储 1 月 FOMC 会议与特朗普关税政策。随着核心通胀数据的边际放缓，美债市场的抛售浪潮暂告一段落，但特朗普上任第一周签署的一系列行政命令让市场对再通胀风险保持警惕，短期建议关注加征关税政策兑现时点。在美国经济软着陆的基础假设下，美债利率趋势性下降的可能性较低，高收益企业债在市场对经济增长的乐观情绪以及供给短缺的支撑下，回报表现预计相对于投资级和国债仍将具备优势。此外美债和投资级企业债建议维持中短久期配置为主以及长债 4.4%-4.7%间波段操作。美元指数尽管短期高位回落，但鉴于美国相对于其他发达经济体在经济基本面和利率方面的优势难以大幅度收敛，预计一季度仍将在 105 以上高位波动。

重要事件与数据方面，未来两周建议重点关注 1 月 FOMC 会议与 24 年四季度美国 GDP 数据。

风险提示：美国经济和货币、财政政策的不确定性。

证券分析师：王学恒（S0980514030002）、徐祯霆（S0980522060001）

◆ 海外市场专题:港股市场速览-资金从“自主可控”硬科技流向互联网

股价表现: 互联网带动大盘上涨

本周, 恒指涨 0.8%, 恒生综指涨 0.9%。风格上, 大盘(恒生大型股+1%) > 中盘(恒生中型股+0.3%) ≈ 小盘(恒生小型股+0.3%)。

概念指数均有一定上涨, 涨幅居前的有: 恒生互联网(+3.2%)、恒生医疗保健(+1.6%)、恒生中国企业(+1%)。

港股通行业中, 20 个行业上涨, 9 个行业下跌, 1 个基本持平。上涨幅度居前的行业为: 综合(+4.2%)、商贸零售(+4.1%)、传媒(+3%)、计算机(+2.5%)、食品饮料(+1.4%); 下跌幅度居前的行业为: 国防军工(-3.8%)、有色金属(-3.3%)、农林牧渔(-1.5%)、电力设备及新能源(-1.3%)、煤炭(-1.3%)。

资金强度: 分化较大, 资金流入互联网与消费电子

本周, 港股通个股资金流入, 总体日均资金强度(日均涨跌 x 日均成交量)为+1.2 亿港元/日, 上周为+5.7 亿港元/日, 近 4 周平均为 1.5 亿港元/日; 近 13 周日均流入量不显著。

分行业看, 14 个行业资金流入, 16 个行业资金流出。资金流入量较大的行业有: 传媒(+1.4 亿港元/日)、计算机(+0.8 亿港元/日)、商贸零售(+0.7 亿港元/日)、医药(+0.3 亿港元/日)、房地产(+0.1 亿港元/日); 资金流出的行业主要有: 电子(+1.1 亿港元/日)、通信(-0.8 亿港元/日)、有色金属(-0.2 亿港元/日)、机械(-0.2 亿港元/日)。

盈利预测: 仍处在反复震荡中

本周, 港股通总体法 EPS 较上周下降 0.2%。

结构上, 9 个行业 EPS 预期上修, 17 个行业 EPS 预期下修, 3 个基本不变。上修的行业主要有: 钢铁(+2.5%)、电力设备及新能源(+1%)、计算机(+0.3%)、轻工制造(+0.3%)、汽车(+0.3%); 下修的行业主要有: 综合金融(-1.2%)、食品饮料(-0.2%)、通信(-0.2%)、石油石化(-0.2%)、交通运输(-0.2%)。

风险提示: 经济基本面的不确定性, 国际政治局势的不确定性, 美国财政政策的不确定性, 美联储货币政策的不确定性。

证券分析师: 王学恒(S0980514030002)、张熙(S0980522040001)

◆ 海外市场专题:美股市场速览-资金显著流出半导体

价格走势: 半导体巨头遭遇打击带动大盘下跌

本周, 美股遭遇震荡, 标普 500 跌 1%。

风格: 大盘价值(罗素 1000 价值-0.1%) > 小盘价值(罗素 2000 价值-0.5%) > 小盘成长(罗素 2000 成长-1.3%) > 大盘成长(罗素 1000 成长-1.5%)。

14 个行业上涨, 10 个行业下跌。强势行业: 消费者服务(+3.8%)、技术硬件与设备(+3.7%)、食品与主要用品零售(+3.3%)、电信业务(+3.2%)、媒体与娱乐(+2.7%); 弱势行业: 半导体产品与设备(-11.2%)、能源(-3.8%)、软件与服务(-2.8%)、运输(-2.7%)、资本品(-2.2%)。

资金流向: 资金大幅撤出半导体板块

本周, 美股资金大幅流出。标普 500 成分股本周估算资金流为-289 亿美元, 上周为+69.9 亿美元, 近 4 周为+201.8 亿美元, 近 13 周为+341.3 亿美元。

14 个行业资金流入, 10 个行业资金流出。流入行业: 消费者服务(+8.7 亿美元)、媒体与娱乐(+7 亿美元)、制药生物科技和生命科学(+3 亿美元)、电信业务(+2.5 亿美元)、综合金融(+2.4 亿美元); 流出行业: 半导体产品与设备(-222.6 亿美元)、公用事业(-22.2 亿美元)、资本品(-22 亿美元)、软件与服务(-20.3 亿美元)、运输(-8.9 亿美元)。

盈利预测: 业绩预期稳定性出现动摇

本周, 标普 500 成分股动态 F12M EPS 预期较上周下降 0.3%。

8 个行业盈利预期上升, 13 个下降, 3 个行业盈利预期基本不变。上修幅度领先的行业有: 零售业(+0.3%)、综合金融(+0.3%)、银行(+0.3%)、食品与主要用品零售(+0.2%)、房地产(+0.2%); 业绩下修幅度较大的行业有: 材料(-2.4%)、资本品(-1.8%)、运输(-1.2%)、能源(-1.2%)、保险(-1.1%)。风险提示: 经济基本面的不确定性, 国际政治局势的不确定性, 美国财政政策的不确定性, 美联储货币政策的不确定性。

证券分析师: 王学恒(S0980514030002)、张熙(S0980522040001)

◆ 港股 2 月投资策略: 美债利率回落, 港股业绩上修有助于估值修复

美债利率高位回落。随着特朗普就任总统后表明将采取阶段性征税, 高企的美债利率回落, 这表明市场此前已经充分消化了此政策的不确定性。本月, 我们再度对美国通胀的五个科目逐一审视, 结果表明, 尽管一季度该通胀可控, 但市场可能还是低估了全年的通胀压力。具体而言, 房租有可能因为交付减少而再度上行, 劳动力成本降幅可能比较有限, 商品、食品、能源处在大宗商品的上行周期, 且征税也是个助推因素。

短期看, 标普与纳指盈利尚好, 由于目前全球经济依然在扩张期中, 我们依旧看好美股, 但认为其震荡会大于 2024 年。

国内春季行情不容错过。国内经济指标稳中向好。M1 连续三个月向上, 工业增加值、工业企业利润、社零、出口均有不同程度的改善。

六部委印发了《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》, 将吸引更多中长期资金进入资本市场, 提升市场稳定性和服务实体经济的能力。

A 股 1991 年以来, 上证指数春节后 10 个交易日、1 个月、2 个月的中位数涨幅分别为 1.56%、1.76% 和 4.51%; 平均数涨幅分别为 2.97%、3.66%、5.36%; 我们认为春季行情是确定性很强的做多机会。

港股行业广泛调升业绩, 估值修复有潜力。

随着美债利率的下行以及 1 月港股各个板块业绩的普遍上修, 港股的估值修复在路上。且历史统计, 春节后行情上行的确定性很强, 我们依旧维持在 20000 点及以下加仓, 20000 点以上持有的观点。板块方面:

- 1、恒生科技: 随着 Deepseek 的发布, 中国的互联网公司也迎来了 AI 的新局面, 多家企业更新或者发布了大模型, 给了让投资人更积极的期待;
- 2、汽车、医药、消费均回到了业绩驱动框架中, 这些板块此前涨幅较小, 我们认为随着国内消费政策的不断落地加之其业绩的改善, 未来一段时间也会有不错的表现;
- 3、金融、高股息在国债收益率为 1.7% 的背景下, 依然有较好的配置价值;
- 4、我们在报告中列示了各个板块业绩上修的排名, 在业绩驱动的框架下, 这些公司值得重点关注;
- 5、此外, 请参考国信 ROE 选股模型输出。

风险提示: 地缘政治的不确定性, 美国关税政策的不确定性, 海外降息幅度的不确定性, 部分行业竞争格局的不确定性。

证券分析师: 王学恒(S0980514030002)

◆ 北交所 2025 年 1 月月报: 政策定调助力北证指数企稳回升

本月北交所股票成交额连续第二个月回落。

本月北交所新增 1 家上市公司, 为星图测控, 上市公司总数升至 263 家, 总市值为 5463 亿元, 流通市值为 3293 亿元, 环比分别回升 1.4% 和 2.7%。由于假期效应本月北交所股票成交活跃度环比继续回落, 单月成交数量和成交金额为 146 亿股和 2647 亿元。

估值方面, 截至 1 月 27 日, 北证 50 指数市盈率(PE-TTM)为 47.80 倍, 处于近两年 88.09% 的高分位数水平, 市净率(PB-MRQ)为 7.32 倍, 处于近两年 86.65% 的高分位数水平。按行业来看, 以各行业的市

盈率中位数排序（剔除负数），纺织服饰市盈率最高，为 63 倍，其次为通信（60 倍）、交通运输（60 倍）和建筑装饰（55 倍）。

北证 50 指数企稳回升，多数行业收涨。

本月北证 50 指数表现先抑后扬，月中在政策提振和部分个股业绩预喜的利好下反弹，月末收涨 1.95%。从 A 股重点指数本月回报表现来看，北证 50>沪深 300>科创 50>创业板指，横向对比其他 A 股主流指数来看，北证 50 指数本月是唯一收涨的指数。

从行业本月的回报表现来看，多数行业录得上涨，上涨较多的行业为有色金属、纺织服饰、汽车等，涨幅在 5%以上；跌幅较大的行业为国防军工、公用事业、食品饮料，跌幅在 5%以上；按流通市值加权计算，涨幅较大的行业为汽车、美容护理、有色金属、家用电器等，跌幅较大的行业为国防军工、公用事业、食品饮料。

本月涨幅排名前 10 的个股分别为：骏创科技、驰诚股份、锦好医疗、鸿智科技、视声智能、九菱科技、慧为智能、民士达、浩淼科技、云里物里。

本月成交金额排名前 10 的个股分别为：艾融软件、骏创科技、雷神科技、华岭股份、曙光数创、鼎智科技、惠丰钻石、奥迪威、则成电子、并行科技。

本月月均换手率排名前 10 的个股分别为：鸿智科技、骏创科技、方正阀门、巨能股份、方盛股份、万达轴承、西磁科技、驰诚股份、柏星龙、太湖雪。

北交所公司密集发布业绩预告。截至 1 月 27 日，超 100 家北交所公司发布 2024 年度业绩预告或业绩快报，17 家公司预计 2024 年净利润实现翻倍增长。其中净利润增速最亮眼的是国航远洋，预计 2024 年公司净利润增长 6.86 倍至 12.1 倍。

政策与重要事件更新：北京市政府工作报告明确北交所深化改革为 2025 年重点任务之一，壮大耐心资本，促进各类融资更好满足实体经济需要。北交所推出多项政策与培训，旨在提升资本市场服务质效，包括发布证券公司执业质量评价结果，推动证券公司规范执业；发布可持续发展报告编制指南，提高上市公司信息披露质量；举办股票回购增持再贷款、并购重组及年报编制等专题培训，助力上市公司市值管理与并购重组。这些举措旨在优化市场环境，提升监管效能，促进资本市场高质量发展。

风险提示：由于换手率不稳定导致的股价波动的风险，业绩增长不及预期的风险，贸易冲突、美国科技禁令的风险，流动性风险。

证券分析师：王学恒（S0980514030002）、徐桢霆（S0980522060001）

◆ 传媒互联网周报：OpenAI、豆包、Deepseek 等发布重磅更新，春节档票房预售火热

传媒板块本周表现：行业上涨 2.04%，跑赢沪深 300，跑输创业板指。本周（1.18-1.24）传媒行业上涨 2.04%，跑赢沪深 300（0.54%），跑输创业板指（2.64%）。其中涨幅靠前的分别为世纪天鸿、每日互动、川网传媒、易点天下等，跌幅靠前的分别为返利科技、天下秀、遥望科技等。横向比较来看，本周传媒板块在所有板块中涨跌幅排名第 5 位。

重点关注：OpenAI 推出全新智能助手，豆包、DeepSeek 发布重磅更新，春节档预售火热。1）OpenAI 宣布推出其最新 AI 代理“Operator”，设计理念结合了 GPT-4o 的视觉能力和强化学习的高级推理，能够与图形用户界面（GUI）进行交互；2）豆包发布 1.5Pro 大模型和实时语音模型。1.5Pro 在全球范围内的多项评测基准中名列前茅。实时语音大模型能够准确捕捉用户预期和情感，实现更自然的对话流畅度；3）DeepseekR1 发布，性能超越 o1 模型、成本降 90%；4）截至 1 月 26 日 11 时，春节档预售票房 5.9 亿，排名前三的分别为《射雕英雄传：侠之大者》《哪吒之魔童闹海》《唐探 1900》。

本周重要数据跟踪：春节档临近，1 月票房持续回暖。1）本周（1 月 20 日-1 月 26 日）电影票房 2.97 亿元。票房前三名分别为《误杀 3》（9821.82 万，票房占比 33.1%）、《骗骗喜欢你》（6241.00 万，票房占比 21.0%）、《小小的我》（3879.23 万，票房占比 13.0%）；2）综艺节目方面，《一路繁花》、《快乐再出发山海季》、《火星情报局第七季》、《奔跑吧茶马古道篇》和《声生不息·大湾区季》排名居前；3）游戏方面，2024 年 12 月中国手游收入前三名分别为点点互动《Whiteout Survival》、腾讯《PUBG Mobile》和腾讯&动视暴雪《使命召唤手游》。

投资建议：持续看好 AI 应用及 IP 谷子布局机会，短期关注春节档票房情况。1) OpenAI 推出全新智能助手 Operator、豆包发布 1.5pro 大模型和实时语音模型、DeepseekR1 正式发布，持续看好 AI 应端机会，重点把握豆包产业链、AI 情感陪护/玩具及垂直应用领域（具体标的见正文投资建议部分）。微信小店上线“送礼物”功能，关注营销服务及电商代运营产业链；IP 谷子产业景气度持续提升，看好 IP、运营、渠道等环节，核心推荐泡泡玛特、关注产业链其他个股机会（广博股份、姚记科技、奥飞娱乐等）。同时关注 VR/AR、数据要素、文化出海等泛科技主题方向主题；2) 春节档预售火热、供给恢复之下的影视板块底部复苏，推荐渠道（万达电影、猫眼娱乐）以及内容（光线传媒、华策影视等）；景气度有望底部持续改善：游戏板块推荐恺英网络、巨人网络、吉比特等标的；媒体端关注经济底部向上带来的广告投放增长（分众传媒、芒果超媒、哔哩哔哩等）；同时从高分红、低估值角度关注出版板块。

风险提示：监管政策风险；业绩风险；商誉及资产减值风险等。

证券分析师： 张衡（S0980517060002）、陈瑶蓉（S0980523100001）

◆ 计算机行业 2025 年 1 月投资策略：国产 deepseek+豆包发力，海内外大模型刺激推理算力

海外资本支出呈现持续上扬的态势，而国内资本支出近期承压。全球云计算厂商资本开支进入新一轮增长浪潮，AI 基础设施成为核心驱动力。国外厂商中，微软 24Q3 资本开支同比增 78.6%，主要投向 AI 和云服务；谷歌维持高位，聚焦服务器和数据中心；亚马逊连续五季环比增长，全年预计 750 亿美元。国内厂商中，阿里巴巴 24Q3 同比增 239.63%，加码 AI 基础设施；腾讯同比增 113.54%，布局 GPU、CPU 服务器及数据中心；百度虽承压，预计 24 年底或 25 年初迎来回升，重点投入 AI 模型和智能云服务。

全球服务器出货同比回升，B+C 端应用逐步落地，思维链等新技术拉动推理算力需求增长。C 端应用如 ChatGPT 访问量持续增长，国内多款 AI 产品 MAU 快速上升；B 端 AI 赋能商业增长显著，AppLovin、Palantir 等公司业绩大幅提升。AI 推理侧需求因思维链（CoT）技术及模型参数量增加快速增长。CoT 对千亿参数模型显著提升推理能力，同时推理次数和算力需求快速增加。中国 AI 芯片市场规模 23 年达 1038.8 亿元，预计 25 年增长至 1780 亿元，推理算力占比 24 年有望升至 67.7%。国内外厂商如博通、Marvell、寒武纪等积极布局 AI 推理硬件，助推算力发展。

国产科技巨头在 AI 大模型与算力领域持续突破。字节跳动发布豆包 Pro 对标 GPT-4o，API 调用量大增，多场景渗透；召开冬季 FORCE 原动力大会，推出数据飞轮 2.0，强化全模态数据管理；正式推出情感大模型，在豆包 APP 全量开放。小米升级 MiLM2 模型，参数灵活扩展，端云结合适配多场景；加速 GPU 集群建设提升算力。阿里倚天 710 芯片大规模落地，阿里云为双 11 提供百万核级算力。腾讯升级星脉网络 2.0，优化网络协议与通信库，提升大模型训练效率。

多层面技术提升训练效率，测试性能领跑开源模型。2024 年 12 月 26 日，DeepSeek 上线并开源 DeepSeek - V3 模型，多项评测超同类开源模型，在重要领域与顶尖闭源模型相当，训练成本低。模型层采用 MoE 架构，经多阶段训练与能力提炼，在知识、代码、数学推理等测评中领先开源模型。架构层沿用 V2 架构，引入新技术，如无辅助损失负载均衡策略、MTP 提升数据利用率。训练层通过 DualPipe 算法和 FP8 混合精度训练实现成本控制与效率提升。推理层先推出 R1 - Lite 模型，后将 R1 推理能力迁移至 V3 提升其性能，推理算力包含 GB300、博通、marvell 等各类 asic 芯片。2025 年 1 月发布的 DeepSeek - R1 模型在多测试中超越 OpenAI 的 o1，在数学、编程及多种测试中表现出色。

风险提示：大模型研发进展不及预期、云厂商资本开支投入不及预期、国产算力迭代及供应不及预期。

证券分析师： 熊莉（S0980519030002）、库宏焱（S0980520010001）、艾宪（S0980524090001）

联系人： 云梦泽

◆ 农业行业专题：生猪养殖行业投资框架 2025 更新版

关键结论

1、猪周期展望：我们认为 2024 年是非瘟大周期余震的结束，2025 年是新周期的开始，由于当前行业整体资本开支意愿较低，未来头部企业与家庭农场会不断蚕食行业中段养殖成本高的产能。如若发生新的

生猪疫病或者政策干扰，行业仍会在外力因素下，出现大幅度的周期性波动。

2、竞争格局展望：头部企业出栏扩张空间仍然足够，行业竞争转向规模企业之间的竞争，成本低的企业仍有足够的成长空间。

3、产业发展趋势：国内生猪养殖屠宰一体化或双向奔赴，成本管理优秀的企业最终有望胜出。

投资建议

拥抱高 ROE 价值标的，由于一线养殖生产管理较标准工业品管控难度更大，能长期维持优势的猪企是更加稀缺的行业资产，头部强者恒强。

股价上行的驱动

第一，生猪产能预期去化或者猪价预期抬升，头均市值在猪价景气周期的隐含意义是头均盈利*PE，猪价高度预期将直接影响市值提升空间。

第二，企业成本及出栏兑现，优质猪企可以通过自身市占率提升和单位超额盈利得到市场认可。

风险提示：不可控的动物疫情引发的潜在风险；生猪价格波动剧烈的风险，饲料原材料价格波动剧烈的风险。

证券分析师： 鲁家瑞（S0980520110002）、李瑞楠（S0980523030001）、江海航（S0980524070003）

◆ 农业行业周报：农产品研究跟踪系列报告（146）-看好橡胶中长期向上，关注宠物赛道高景气延续

周度农产品价格跟踪：生猪产能保持低位，看好猪价 2025 年景气持续。

生猪：产能维持低波动，预计 2025 年猪价景气有望延续。2 月 2 日生猪价格 15.94 元/公斤，较节前+1.72%，同比上涨 7.34%。

白鸡：中期父母代同比减量且存在结构变化，消费或逐步上移。2 月 3 日，山东大厂鸡苗报价 2.80 元/羽，较节前持平；屠宰场停工，毛鸡价格停报。

黄鸡：供给维持底部，有望率先受益内需改善。1 月 24 日浙江快大三黄鸡/青脚麻鸡/雪山草鸡斤价分别为 4.8/4.1/6.5 元，周环比-4.0%/-8.9%/+3.2%。

鸡蛋：祖代引种充裕，远月供给压力较大。1 月 31 日，鸡蛋现货价格 8.20 元/公斤，周环比持平，同比-3.64%。

豆粕：1 月 USDA 报告边际利多，关注潜在天气或贸易端催化。1 月 27 日大豆现货价 3937 元/吨，周环比持平；豆粕现货价 3250 元/吨，周度环比+2.6%。

玉米：边际收储提振信心，远期新季减产影响或逐步兑现。1 月 27 日国内玉米现货价 2160 元/吨，周环比持平，较去年同期下降 10.13%。

白糖：短期国内供强需弱，中期关注北半球天气。1 月 31 日，国内白糖现货价为 6198 元/吨，周环比持平。

橡胶：短期表现淡季不淡，中期看好景气向上。1 月 27 日，20 号标胶现货价为 14709 元/吨，环比+0.4%；全乳胶上海市价为 16650 元/吨，环比-0.3%。

核心观点：看好宠物消费高景气，关注种植链催化。1) 宠物：稀缺成长赛道，国产消费保持高增长，出口维持较好表现。2) 种植链：中央一号文件发布窗口临近，关注转基因变革下的种业成长机会；看好玉米、豆粕低位修复，天然橡胶中长期景气上行。3) 生猪：产能预计维持低波动，拥抱高 ROE 价值标的。4) 黄鸡：上游补栏谨慎，供给维持底部，需求有望随宏观修复。5) 白鸡：短期鸡苗供给偏紧，毛鸡价格受供给偏紧及下游需求改善带动，预计震荡修复。中期父母代同比减量且存在结构变化，消费中枢或稳步上移。6) 动保：关注宠物疫苗等新品研发进展。7) 肉制品：看好双汇发展现金高分红。8) 饲料：饲料会向技术服务类企业集中，核心看好海大集团等。

投资建议：重点推荐宠物、种子。1) 宠物推荐：乖宝宠物、中宠股份、瑞普生物等。2) 种植链推荐：海南橡胶、荃银高科、丰乐种业、隆平高科、登海种业等。3) 生猪推荐：牧原股份、华统股份、温氏

股份、神农集团、新五丰、巨星农牧、唐人神、天康生物等。4) 禽推荐：立华股份、益生股份、圣农发展等。5) 动保推荐：科前生物、回盛生物等。6) 饲料推荐：海大集团等。7) 肉制品：双汇发展。

风险提示：恶劣天气带来的不确定性风险；不可控动物疫情引发的潜在风险

证券分析师： 鲁家瑞（S0980520110002）、李瑞楠（S0980523030001）、江海航（S0980524070003）

◆ 社会服务行业双周报（第 99 期）：龙头业绩报喜，国产大模型突围，“AI+教育”板块再受追捧

周观点：龙头业绩报喜，国产大模型突围，“AI+教育”板块再受追捧。近期，AI 教育龙头公司业绩报喜：1 月 24 日，豆神教育预告 2024 年扣非归母净利润大幅扭亏，预计实现 1.19-1.54 亿元。考虑到公司大语文强势 IP 及强劲的市场需求，我们分析 K12 大语文培训业务有望贡献显著利润。1 月 23 日，好未来发布 FY2025Q3 业绩，Q3 实现归母净利润 2300 万美元，超过彭博一致预期（360 万美元），净利率及 Non-GAAP 净利率连续四个季度转正，公司公告称智能教育硬件为公司增长较快的业务线。2024 年 11 月 14 日，有道发布 2024Q3 财报，单三季度公司自去年同期亏损 1.03 亿元，转至实现净利润 8630 万元，为公司上市以来 Q3 单季度最好表现。此外近期国产深度推理模型如 Deepseek-R1 等陆续取得新突破，有望在功能（数学推理能力）、成本（轻量化模型降低训练成本）及中文训练材料适配性等方面进一步赋能 AI 教育发展。总体而言，近期 AI 教育龙头业绩亮眼，同时国产大模型也实现新突破，建议关注 AI 教育板块投资机会。

板块复盘：消费者服务板块报告期内上涨 5.70%，跑赢大盘 3.01pct。报告期内（2025 年 1 月 13 日-2025 年 1 月 26 日），国信社服板块涨幅居前的股票为豆神教育、米奥会展、众信旅游、BOSS 直聘。国信社服板块跌幅居前的股票为新东方-S、东方甄选、金沙中国有限公司、澳博控股。

行业新闻：2024 年我国出生人口达 954 万人，同比增加 52 万人。《教育强国建设规划纲要（2024—2035 年）》印发，明确提及为培养拔尖创新人才，要在基础教育阶段建设“沃土计划”、“脱颖计划”。教育部印发《中小学科学教育工作指南》提出，保证每所学校至少有 1 名科学副校长在职。中国民办教育发展大会在京召开。王府井中标长沙市市内免税店项目，至此，第一批 8 个城市市内免税店已招标完毕。近日，海底捞重庆推出“从前印象砂锅菜”品牌，为主打川湘口味的砂锅菜，人均消费约 50 元。

投资建议：维持“优于大市”评级。伴随国家不断出台扩大内需的利好政策，报告期内社服板块估值迎来大幅修复。目前经济环境和市场风格下建议配置携程集团-S、同程旅行、海底捞、九华旅游、峨眉山 A、学大教育、同庆楼、首旅酒店等。中线优选中国中免、美团-W、华住集团-S、学大教育、携程集团-S、海底捞、天立国际控股、同程旅行、北京人力、BOSS 直聘、科锐国际、锦江酒店、同庆楼、行动教育、宋城演艺、百胜中国、九毛九、粉笔、海南机场、米奥会展、传智教育、君亭酒店、峨眉山 A、天目湖、三特索道、黄山旅游、广州酒家、首旅酒店、中青旅、奈雪的茶等。

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

◆ 电新行业周报：锂电产业链双周评（2 月第 1 期）-特斯拉机器人进展顺利，宁德时代 2024 年业绩稳健增长

【行业动态】

特斯拉发布 2024Q4 财报：1) 汽车业务：2024Q4 公司汽车交付量（扣除租赁）为 46.86 万辆，同比-1%、环比+4%；单车售价为 3.98 万美元，同比-9%、环比-5%；单车毛利为 0.51 万美元，同比-29%、环比-26%。2) 储能业务：2024Q4 公司储能系统装机量为 11GWh，同比+244%、环比+59%。3) 机器人近况：2025 年计划有几千台机器人在内部产线使用，并计划 2026 年推出下一代机器人、同时在 2026 年中左右启动机器人对外销售。目前机器人产线规模为每月 1000 台，2026 年推出新一代机器人后产能有望达到单月 1 万台，后续进一步推动往单月 10 万台规模发展。

国内企业加速海外布局：1) 恩捷股份与 LGES 签订供应协议，LGES 预计 2025 年至 2027 年在全球市场向上海恩捷采购约 35.5 亿平方米锂电池隔膜。2) 德方纳米与 Amsterdam Fertilizers 合资在西班牙建设磷酸铁锂正极项目。3) 特锐德获得沙特国家电网约 7 亿元高压移动式变电站供货与安装合同。

宁德时代近况：1) 宁德时代发布 2024 年业绩预告，公司公告 2024 年预计实现营收 3560-3660 亿元，同比下滑 8%-11%；实现归母净利润 490-530 亿元，同比增长 11%-20%；实现扣非归母净利润 440-470 亿元，同比增长 10%-17%。2) 近日，宁德时代联席董事长在达沃斯论坛表示，公司有望于 2025 年敲定其在欧洲的第四座电池工厂。

【新能源车产业链数据】

国内新能源车：2024 年 12 月国内新能源车销量为 159.6 万辆，同比+34%、环比+6%；国内新能源车渗透率 45.7%，同比+8.0pct，环比+0.1pct。2024 年 1-12 月国内新能源车累计销量为 1286.6 万辆，同比+36%。

欧洲&美国新能源车：2024 年 12 月，欧洲九国新能源车销量为 23.35 万辆，同比-2%、环比+14%；新能源车渗透率为 27.4%，同比-0.1pct、环比+2.3pct。2024 年 1-12 月欧洲九国新能源车累计销量为 221.49 万辆，同比-4%。2024 年 12 月，美国新能源车销量为 15.97 万辆，同比+10%、环比+10%；新能源车渗透率为 10.7%，同比+0.7pct、环比+0.0pct。2024 年 1-12 月美国新能源车累计销量为 161.25 万辆，同比+10%。

【锂电材料及锂电池价格】

锂盐价格小幅上涨，动力电芯报价下跌。本周末碳酸锂价格为 7.78 万元/吨，较两周前上涨 0.18 万元/吨。相较两周前，磷酸铁锂、三元正极报价上涨，电解液、负极、隔膜报价稳定。本周方形三元动力电芯/铁锂动力电芯/储能用 100Ah 电芯/储能用 280Ah 电芯报价达到 0.395/0.355/0.340/0.300 元/Wh，较两周前下跌 0.000/0.005/0.000/0.000 元/Wh。

【投资建议】

建议关注：1) 低空经济与机器人产业布局领先企业（卧龙电驱、宁德时代、亿纬锂能）；2) 固态电池材料布局领先企业（厦钨新能、容百科技、当升科技）；3) 需求持续回暖的消费电池企业（珠海冠宇）；4) 产能加速出清磷酸铁锂领先企业（湖南裕能、万润新能），盈利稳健结构件企业（科达利）；5) 充电桩行业领先企业（特锐德、盛弘股份）；6) 电动自行车铅酸电池领军企业（天能股份）；7) 高压直流继电器领先企业（宏发股份）。

【风险提示】电动车销量不及预期，行业竞争加剧，原材料价格大幅波动，政策变动风险。

证券分析师：王蔚祺（S0980520080003）、李全（S0980524070002）、徐文辉（S0980524030001）

◆ 互联网行业快评:AI 事件点评-DeepSeek 发布高性价比开源模型，有望拉平模型差距、加速 AI 云与应用发展

2024 年 12 月 26 日，DeepSeek 发布开源模型 V3，训练成本仅 557.6 万美元，性能却能对标 GPT-4o。2025 年 1 月 20 日，DeepSeek 继续发布开源模型 R1，训练周期仅两个月，在数学、代码、自然语言推理等任务上性能比肩 OpenAI o1 正式版。对比 OpenAI 与谷歌每年数十亿美元 AI 预算，以及 25 年 1 月 22 日发布的计划投资高达 5000 亿建设 AI 相关基础设施的“星际之门”项目，低成本的 Deepseek 引起海内外强烈关注与反思。2025 年 1 月 27 日，DeepSeek 事件继续发酵，并在资本市场引发强烈反应，美国主要 AI 相关科技股均遭遇股市地震，其中英伟达跌近 17%，单日市值蒸发约 6000 亿美元。伴随热度，DeepSeek 应用迅速登顶 15 个国家和地区的苹果应用商店免费 APP 下载排行榜，火爆出圈，截止目前 20 天已经实现 2000 万下载量。

国信互联网观点：1) 对 AI 模型层，Deepseek 的开源与高性价比将显著加剧大模型层竞争，降低大模型门槛、利好追赶者。Deepseek 打破已有过度依赖算力与标注数据的训练模式，架构上的“捷径”对于利用大算力与标注数据作为护城河的领先模型是巨大的挑战，为其他模型研发者提供了新的技术思路和追赶方式。DeepSeek 不仅主打高性价比还将模型全部开源，这将极大推动开源生态的繁荣，也意味着模型层竞争更加激烈，促使模型开发者不断提升模型性能、降低成本。2) 对 AI 芯片算力层：短期降低先进算力需求预期，ASIC 和国产芯片厂商拥有了更长的时间窗口。DeepSeek 通过创新的训练方法，如在预训练阶段加入强化学习，证实了在有限算力下实现前沿 AI 能力的可能性，部分企业预计会减少对大规模算力基础设施的激进投入，短期降低对英伟达的先进算力需求预期，也使得 ASIC 和国产芯片厂商拥有了更长的时间窗口，算力市场预计走向多元化发展。3) 对云厂商：利好云厂商下游需求增长，显著

缩小了云厂 AI 前期投入与应用兑现之间的时间与资源成本，有望进一步提升国产云厂商盈利能力。云厂商集算力供给、大模型研发与 AI 应用为一体，DeepSeek 高性价比、开源模型虽然削弱模型层竞争壁垒，但为云厂商提供了更具性价比的 API，如 R1 上线短短两周，腾讯云、华为云、微软 Azure 和亚马逊 AWS 均已上线相关服务。目前云厂商需要承受巨大 AI 前期投入与应用业绩兑现的时间差，如近期星门计划微软未参与，表明 AI 投入已经达到短期经济体投入能力的上限（今年微软 Capex 800-900 亿 vs 1000 亿盈利，Meta Capex 600-650 亿 vs 660 亿盈利），而 Deepseek 的技术路线使得云厂可以更加平衡 AI 的 ROI、模型的成本效益和实用性。Deepseek 拓展 AI 应用场景，激发新的算力需求，有望显著带动 AI 云增长。对国内云厂商，Deepseek 将加速企业数字化转型上云，规模效应下进一步提升云业务利润率。

4) 对 AI 应用层：降低 AI 应用研发与落地的成本，加速 AI 应用发展，Agent 与端侧 AI 预期增强。DeepSeek 模型使得开发利用大模型训练、调优的门槛降低，高性价比的模型使得 AI 应用研发和使用成本显著降低，加速垂类模型发展、利好 AI 在各行业的渗透。DeepSeek-R1 具备深度思考能力，有望成为互动场景或工作任务的“Agent 智能体”大脑。同时，Deepseek 将同等模型能力所需的算力大幅压缩，有望部署到端侧，加速端侧 AI 的落地。

投资建议：Deepseek 有望加速国内云厂商大模型追赶速度、拉平模型层差距。同时加速国内企业上云、利好云厂商下游需求增长。显著缩小云厂 AI 前期投入与应用兑现之间的时间与资源成本，规模效应下有望进一步提升国产云厂商利润率。因此，我们推荐国内云厂商龙头阿里巴巴，具备云业务与优质社交场景生态的腾讯控股，以及海外云厂商龙头亚马逊。

证券分析师：张伦可（S0980521120004）

联系人：刘子譔

◆ 通信行业周报 2025 年第 6 周：Deepseek-R1 开源推动 AI 应用发展，头部 AI 厂支持 Deepseek

行业要闻追踪：1 月下旬，Deepseek 发布 R1 版推理模型，该模型在数学、代码、自然语言推理等任务上，性能比肩 OpenAI-o1 正式版，其核心技术源自使用自强化学习优化算法 GRPO（Group Relative Policy Optimization），让模型形成自主优化能力。同时，Deepseek 开源了 DeepSeek-R1-Zero 和 DeepSeek-R1 两个 660B 模型，并蒸馏了 6 个小模型开源给社区，这扩展了终端侧模型部署的可选性。

Deepseek 模型的开源和低成本成为其优势，推动 AI 应用繁荣发展。开源吸引了更多的开发者参与到模型的开发和使用之中，促进模型的能力提升；低成本意味着开发和使用的门槛更低，更多企业和开发者能够加入，从而推动 AI Agents 和更多应用场景的快速落地。在算力+模型的不断迭代背后，端侧 AI 及端云协同的商业模式和商业竞争力都将面临重构，DeepSeek-R1 的发布刺激了 AI 下游应用，智能终端厂商已开始在其 AI 智能体产品（如美格智能 AIMO 智能体终端）中嵌入 Deepseek 模型方案。而在过去一周，全球各大 AI 巨头（包括英伟达、AMD、华为、微软、亚马逊等）纷纷宣布支持 Deepseek 模型。

微软、META 在新一季财报中指引 2025 年资本开支大幅增加。微软指引 2025 财年资本开支 800 亿美元（FY2024 资本支出 557 亿美元），META 指引 2025 年资本开支在 600-650 亿美元（2024 年资本支出 372 亿美元）。

行情回顾：1 月通信（申万）指数上涨 2.19%，沪深 300 指数下跌 0.09%，相对收益 2.28%，在申万一级行业中排名第 9 名。分领域看，物联网控制器、光器件光模块、光缆光纤表现较好。

投资建议：关注 AI 应用景气度提升，兼顾运营商高股息价值

（1）短期视角，Deepseek 推动 AI 生态蓬勃发展，AI 应用落地门槛降低，推荐关注：通信设备（中兴通讯等），智能模组（广和通等）、数据中心服务（润泽科技等）。

（2）长期视角，中国移动和中国电信规划 2024 年起 3 年内将分红比例提升至 75%以上，高股息价值凸显，建议关注三大运营商红利资产属性。

2025 年第 6 周重点推荐组合：中国移动、润泽科技、广和通。

风险提示：宏观经济波动风险、数字经济投资建设不及预期、AI 发展不及预期、中美贸易摩擦等外部环

境变化。

证券分析师：袁文翀（S0980523110003）

◆ 电子行业专题：存储行业专题：AI 驱动下的国产企业级 SSD 机遇

AI 应用兴起全球算力快速增长，数据存储加速升级。随着视频、图像数据越来越多保存下来并用于模型训练，华为预计到 2030 年，全球每新增 1YB 数据，用于模型训练的数据量有望增长 1000 倍至 400EB，大模型训练，需要实时访问的热数据增加，传统的热、温、冷三层数据将变为热、温冷两层数据，数据比例有望从 20%:30%:50% 到 30%:70%，冷数据的价值被激活。

数据中心热数据占比提升，AI 对存储性能、功耗及成本要求提升，数据中心存储介质从传统机械硬盘 HDD（磁存储）向企业级固态硬盘 SSD（半导体存储）过渡，以 Solidigm 产品方案为例，10PBAI 数据流方案的 SSD 与 HDD 相比，固态硬盘数减少 5.2 倍，服务器总数减少 9 倍至 15 台；整体机架数从 9 个降至 1 个，机架占地面积降低 9 倍；功率密度提高 2.7 倍；5 年能耗支出减少 4.4 倍，TCO 降低 40%。根据 IDC 数据，预计 28 年全球企业级存储系统中全闪存阵列占比有望超 50%；全球企业级 SSD 出货总容量有望从 24 年 219EB 增至 28 年 517.6EB，对应出货量由 24 年 26.2 万个增至 28 年 32.4 万个，市场容量从 24 年 262 亿美金增加至 28 年 324 亿美金。

全球企业级 SSD 仍以海外厂商为主，国产化打开国内存储器增长机遇。根据 IDC 数据，23 年我国企业级 SSD 市场为 32.8 亿美元，其中国内主要供应商为忆联占 22%，忆恒创源占 2.9%，浪潮占 4.1%，大普微占 6.4%，互联网厂商采购仍以进口为主。中国企业级固态硬盘用户包括云计算与互联网企业、运营商及金融政企；云计算与互联网企业占总市场约为 65%，电信运营商市场份额为 13%。其中国内头部云服务商如腾讯、阿里巴巴 24 年前三季度累计资本开支同比分别增长 145.5%、209.5%。未来云计算与互联网企业将是国内企业级固态硬盘的支出主力，对高性能存储需求持续增长。

投资建议：当前原厂持续减产，NAND 价格有望逐步企稳；在此基础上，AI 打开 SSD 增量市场，国产化打开验证窗口，国产企业级 SSD 迎增量机遇。我们认为国产企业级 SSD 厂商的竞争要素包含多个维度：在产品技术层面跟进 NAND 颗粒、主控芯片及模组产品的技术趋势，基于对企业级客户定制化需求的深入理解通过固件算法优化开发出高速、稳定、安全、可靠、低功耗的产品，同时在上游晶圆等供应链方面提供长期稳定的保障。因此具备产品定制化开发、长期稳定供应能力且能在窗口期导入互联网及云计算公司的国产 SSD 厂商有望受益，建议关注产业链相关公司：德明利、江波龙、佰维存储。

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

◆ 中泰股份(300435.SZ) 财报点评：海外拓展卓有成效，新疆煤化工项目有望带来新增量

2024 年第三季度收入同比增长 10.67%，利润同比下滑 26.99%。2024 年前三季度公司实现营收 20.1 亿元，同比下滑 10.67%，归母净利润 1.89 亿元，同比下滑 26.99%，主要系燃气板块顺价不利、下游客户燃气需求减少、设备交付项目减少。2024 年公司预计归母净利润亏损 0.60-0.85 亿元，主要系燃气板块顺价不利、下游客户燃气需求减少、设备交付项目减少，同时燃气资产计提 3.13 亿元商誉减值，若不考虑商誉减值归母净利润 2.28-2.53 亿元。

公司系化工能源深冷分离工艺段领先企业。公司着力打造“装备制造+气体运营”的双引擎模式，装备制造板块的产品包括成套装置、冷箱、板翅式换热器，部分产品跻身世界一流水平，主要应用于石化、煤化工、氢能等行业，优质项目丰富；气体运营板块包括燃气运营和其他气体运营。公司积极拓展海外，目前已取得沙特阿美、美国空气化工、法液空等海外客户的深度认可，海外口碑良好。2018-2023 年公司收入/归母净利润 CAGR 为 38.65%/38.93%。

亚太、中东化工景气度较好，国内新疆煤化工项目有望打开增量市场。从全球看，根据 IEA 预测，2024-2030 年全球石化燃料需求将缓慢增长，并于 2030 年达到顶峰，其中亚太和中东地区的炼油产能增速较快，我们认为未来五年亚太和中东等地区的化工项目投资有望保持较好景气度。从国内看，煤化工有望打开大的增量市场：新疆具备低成本煤炭资源优势、逐步优化的配套设施，具备大力发展煤化工的产业基础。2024 年 10 月 8 日，国家能源集团哈密能源集成创新基地项目全面启动建设，总投资 1700 亿元；据不完

全统计，目前新疆地区拟建在建的煤化工项目超过 4000 亿，大规模建设或将拉动 2500-4000 亿元的设备投资，公司有望充分受益。

公司在手订单饱满，毛利率较高的海外订单显著增长。受益海外石化行业较好景气度目前海外的化工能源项目较多，公司逐步获得沙特阿美、美国空气化工、法液空等海外大客户深度认可，并已进入国际知名工程公司如韩国现代、法国道达尔等工程公司的合格供应商名单，受益于此，公司出口订单从 2022 年的 1.07 亿元提升至 2023 年的 4.67 亿元，截止 2024 年 9 月，公司设备销售在手订单 24.76 亿元，其中出口订单 11.46 亿元，公司出口订单占在手订单比例超过 46%，往后展望我们认为海外订单有望持续增长；公司 2022-23 年海外业务毛利率 53%/46%，高出国内 10-20 个百分点，更高毛利率的海外业务占比提升有望带动公司业绩更快成长。另外中期来看，新疆煤化工项目有望批量落地，国内煤化工项目设备订单增长值得期待。

风险提示：海外订单不及预期；煤化工项目落地不及预期；行业竞争加剧。

投资建议：公司在化工能源深冷分离工艺段有较强优势，海外订单有望持续增长，未来或将充分受益于新疆煤化工产业发展。我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为-0.67/4.00/4.79 亿元，对应 PE -68/11/9 倍，一年期合理估值为 12.5-15.5 元（对应 2025 年 PE 12-15x），首次覆盖给予“优于大市”评级。

证券分析师： 黄秀杰（S0980521060002）、吴双（S0980519120001）、杜松阳（S0980524120002）

◆ 亚信安全(688225.SH) 财报点评:安全业务逆势增长，2024 年归母净利润扭亏为盈

24 年业绩预告归母净利润扭亏为盈，原安全业务逆势增长。由于亚信科技并表因素，公司 2024 年实现收入约 31.1-42.6 亿元；归母净利润约为 850 万至 1275 万，实现扭亏；扣非归母净利润-1800 万至-1200 万。公司原安全业务收入同比增长约 14%-19%，收入约 18.33-19.14 亿元；单 Q4 实现营收增速 20%+，与行业逆势明显。

安全业务持续精进，核心产品份额有望持续提升。公司网络安全业务毛利率稳步提升，主要得益于标准化产品收入占比继续上升及解决方案类业务的提效工作成果显著。行业层面，公司运营商行业收入恢复企稳，毛利贡献增长；非运营商行业收入继续保持快速增长。产品层面，新一代终端安全、云安全、高级威胁治理、身份安全等核心产品高速增长，收入贡献显著提升。结合行业普遍下滑来看，公司主打的终端安全产品份额将进一步提升。

加强经营管理，各项指标改善。包含重组费用下，整体三费与去年基本持平，经营质量明显提升。公司 24 年研发费用、管理费用较上年同期小幅下降，销售费用有所增长，整体运营效率提升。公司 2024 年销售商品收到的现金、经营活动产生的现金流量净额较上年同期明显改善。

25 年有望多点开花，全年并表亚信科技将显著提升利润弹性。公司下游以制造业、金融、能源等为主，其刚需属性进一步验证了增长韧性，需求有望持续回暖，公司标品市场份额有望进一步提升。另一方面，公司多项积极布局有望开始在 25 年有所收货。第一、公司新一代终端安全 TrustOne 成功完成与 HarmonyOS NEXT 操作系统的兼容性测试，成为鸿蒙适配认证的第一批安全伙伴。第二、公司自研安全浏览器“信界”产品已与字节跳动飞书产品联合推出解决方案，打造可信办公空间；同时，公司还是火山引擎唯一安全合作商。第三、公司与亚信科技在数字化领域将正常展开协同，同时全年并表也将在 25 年贡献较高的归母净利润增量。

风险提示：宏观经济影响 IT 支出；行业竞争加剧；新业务拓展不及预期。

投资建议：维持“优于大市”评级。在完成对亚信科技并购后，公司收入和利润均要增厚，且公司原业务实现逆势增长。因此根据业绩预告，调整 2024-2026 年盈利预测，预期营业收入由 19.31/23.53/27.93 亿元调整为 36.98/102.58/109.79 亿元，归母净利润由 0.14/1.23/2.16 亿元为 0.11/2.24/3.35 亿元，对应当前 PE 为 698/34/23 倍。公司 24 年仍保持积极增长态势，未来双方协同可期，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 熊莉（S0980519030002）、库宏垚（S0980520010001）

◆ 海底捞(06862.HK) 海外公司深度报告:火锅主业依旧“热辣滚烫”，烤肉品牌大有可

为

火锅赛道：仍系中餐最大细分品类，海底捞稳坐头把交椅，2024 年竞争边际走向缓和

1) 市场规模：沙利文数据，2023 年火锅赛道在中餐收入占比约 14%，系最大细分餐饮品类。2024 年火锅市场规模超 5900 亿元，预计 CAGR（2024-2028 年）约 7.2%；川渝火锅是最主流火锅品类，2023 年赛道收入占比超 66%。2) 竞争格局：受线下需求阶段受阻&供给回补影响，2022-2023 火锅间赛道玩家洗牌明显且呈净关店状态。但 2024 年三季度赛道关店率与开店率趋于持平，竞争阶段走向缓和。同期火锅赛道连锁化率由 2019 年的 16%提升至 2024 年的 25%，但头部格局依旧分散、门店 CR10 仅 1.6%，海底捞居首。3) 消费&供给趋势：消费者更为重视品质与体验的平衡；供给端除需适应性价比消费趋势外，也需拥抱更为多元的如线上等获客渠道。

海底捞：组织架构与时俱进，火锅龙头焕发新生

回顾公司历史，2015-2023 年营收 CAGR28%、归母净利润 CAGR42%，2023 年收入（415 亿元）、归母净利润（45 亿元）创历史新高；2024H1 公司营收 215 亿元/+14%，核心经营利润 28 亿元/+13%，期末门店数总计 1343 家，从业绩、门店规模看海底捞均为中式餐饮赛道的绝对龙头。2020-2021 年间，公司曾错判疫情节奏逆势扩张，导致经营阶段受阻、2021 年亏损 41.6 亿元。但此后公司通过组织架构变革，先后实施“啄木鸟计划”——“硬骨头计划”，成功穿越经营低谷期浴火重生。

成长展望：火锅主业同店&开店双改善，烤肉品牌确认加速发展

1) 火锅同店经营改善：2024 年中期末，海底捞翻台率 4.2 次/天、客单价 97.4 元，距离经营较优时期的翻台率（4.8-5.0 次）、客单价（110.1 元）仍有一定修复提升空间。翻台率方面，修炼内功（菜品上新、营销活动）、消费场景延展（企业店、校园店、创新店型）、消费政策综合拉动下，我们预计 2024-26 年翻台率预计稳中有升分别为 4.1/4.2/4.3 次；伴随赛道竞争趋缓、折扣投放更为精准，客单价有望回暖，预计 2024-26 年客单价分别同比-0.6%/+4.6%/3.4%；此外，“硬骨头计划”后经营效能大幅提升，门店保本点由 3.0 次降低至 2.5 次以下，同店恢复利润正杠杆效应更为显著；2) 火锅门店扩张：目前翻台率已达到重启规模扩张临界点 4.0 次，扩张主动权重回公司手中，此外开放加盟也将提升展店成功率。结合人口&GDP 数据测算，我们预估海底捞中期门店空间为 1902-1998 家，即未来 5 年预计每年净增约 65 家海底捞火锅；3) 新品牌孵化：继啄木鸟、硬骨头后，2024 年公司提出“红石榴计划”，意在孵化餐饮新品牌，集团的运营五虎将保障计划落实。其中烤肉品牌“焰请烤肉铺子”进入加速发展期，2025-2027 年预计每年新增预计 50-80 家，据我们测算烤肉品牌单店模型预计年营收 1000 万元，净利率 12-14%，且回收期（<10 月）快于海底捞火锅品牌。

投资建议：火锅主业经营稳健，新品牌贡献增量成长，建议中线战略配置

在中性审慎经营展望下，我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 45.1/50.5/55.6 亿元，同比增 0.4%/11.8%/10.2%，回顾过往，弱势环境下海底捞经营性收入利润续创新高，展现出极强的逆经济周期属性。展望未来，公司火锅主业仍呈稳健增长态势，稳定的现金流入与股息分派，使得海底捞的红利配置价值凸显，兼顾 2025 年是烤肉新品牌放量验证的元年，结合板块估值水平，我们给与公司 2025 年 PE 估值 16-18x，对应目标市值为 878-987 亿港元，较最新收盘价涨幅空间为 12.4%-26.4%，维持公司“优于大市”评级。如在乐观预期下（翻台率/客单价/门店数均较中性预期上调 10%），对应 25-26 年归母净利润为 58.2/71.6 亿元，由于餐饮公司具有强顺周期弹性，因而我们建议同步关注公司与消费力复苏共振下的潜在戴维斯双击机会，建议中线战略配置。

风险提示：翻台率恢复不及预期、门店扩张低于预期、客单价下滑、竞争加剧、新品牌孵化失败。

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

◆ 中国中免(601888.SH) 财报点评:海南免税短期承压拖累业绩，新中标六家市内店推动中线成长

公司发布 2024 年业绩快报，预计收入下降 16%，归母净利润下降 36%。公司披露 2024 年业绩快报，2024 年收入 564.92 亿元/-16.36%，归母净利润 42.63 亿元/-36.50%；2024Q4 收入 134.72 亿元 /-19.35%，略好于 Q3 降幅（-21.5%）；归母净利润 3.44 亿元/-77.20%，环比 Q3 降幅（-52.5%）进一步承压，我

们预计主要系海南年末大促扰动毛利率、经营压力下存货减值计提增加等。

公司海南免税业务承压但份额提升，机场免税恢复性增长但利润贡献有限。根据海口海关，2024 年海南离岛免税销售额 309.4 亿元/-29%，其中估算航班+轮渡进出岛人次合计同比增长 3%，但购物转化率-4pct，客单价-16%，海南市场客流平稳有增，但受居民消费力变化整体影响、高端客人出境分流的结构扰动，海南免税销售整体承压。中免通过积极调整品类、丰富品牌，全年海南市场份额同比增加 2pct，但部分运营成本相对刚性、项目扩容、价格促销致利润率下行。伴随国际客流恢复，2024 年公司北京/上海机场店收入同比增长超 115%/近 32%。此外公司新开新加坡樟宜机场、香港国际机场精品店加速出海扩张，但预计短期业绩贡献较有限。

跟踪消费趋势变化，中线有望最大化分享市内免税店政策增量。展望后续，1) 海南免税目前仍系公司利润贡献核心，目前一方面整体消费恢复趋势仍待跟踪；另一方面 2025 年底前海南封关运作危与机共存，后续建议持续跟踪海南封关进展，但中免在核心区域商业体布局的先发优势和近两年的持续加码仍有助于巩固龙头地位，而短期海南也不排除作为部分出境替代目的地带来阶段正向作用。2) 自去年离境市内免税店新政公布以来，国内 8 城市市内免税店均已招标完毕，中免已中标深圳、广州、西安、福州、成都、天津 6 个项目，我们预计其原有 7 家存量市内店和其参股中出服 12 家有望逐步转换开业。考虑中免与中出服基本已经卡位国际客流居前的核心城市，本身对应的离境市内免税空间更为广阔，中线有望最大化分享市内免税新政红利。

风险提示：宏观经济疲软，政策不及预期，香化周期波动，新项目不及预期。

投资建议：综合公司 2024 年业绩快报经营承压及海南免税市场情况，我们下调公司 2024-2026 年归母净利润至 42.6/49.6/61.5 亿元（此前为 49.7/59.0/70.1 亿元），对应 PE 估值 30/26/21x。公司当下基本面核心受制于消费趋势与国际香化周期变化，海南封关竞争格局的不确定性对估值的压制仍在；但公司作为全球免税龙头，旅游零售核心卡位和流量价值有支撑。伴随市内免税店陆续开业，“海南+机场+线上+市内”全渠道布局有中线潜力，作为可选消费核心配置资产价值仍在，维持“优于大市”评级。

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

◆ 脸书(META PLATFORMS)(META.O) 海外公司财报点评:广告营收利润保持强劲,指引 25 年资本开支显著增加

财务表现：主营广告业务营收利润增速强劲。①整体：四季度营收 484 亿美元（同比+21%），超过指引 13%-20%。其中广告收入 468 亿美元（同比+21%）。营业利润 234 亿美元，营业利润率 48%（同比+8pcts、环比+6pcts），净利润为 208 亿美元（同比+49%），净利率 43%。②分业务：1) Family of Apps：本季度收入 473 亿美元，同比+21%，运营利润为 279 亿美元，其中广告收入为 468 亿美元；2) Reality Labs：收入为 10.8 亿美元，同比+1%，运营利润为-49.7 亿美元（上季度-44.9 亿美元）。

业务亮点：①广告营收利润依然强劲，在线商务需求旺盛：本季度营业利润率 48%达到历史新高。广告收入中在线商务同比增长贡献最大。按广告主地域划分，北美增长 18%，亚太和欧洲分别增长 23%、22%，其他地区增长 27%。②本季度资本开支持续提升，指引 25 年资本开始同比增加 50%以上：四季度资本支出 148 亿美元，同比 88%，指引 2025 年资本开支至 600-650 亿美元，同比+53%-66%，将主要用于核心业务、支持推荐系统硬件升级，其次是 GenAI 业务。同时继续扩大定制化 ASIC 芯片 MTIA 应用范围，用于排名、推荐和推理工作负载，优化计算效率。③AI 驱动广告效率持续提升，促进广告价格增长：本季度 Ad impressions 同比+6%，增速略有放缓，主要由亚太地区推动。广告平均价格（Average Price Per Ad）同比+14%，连续第七个季度增速提升，主要受益于广告商需求的增加，部分原因是广告效果的提升。广告的增长也来自于 AI 背景下推荐模型的优化与自动化工具的使用。Advantage + 购物活动规模持续扩大，年化收入超 200 亿美元，第四季度同比增长 70%。

业绩指引：公司指引预计 25Q1 营收 395 亿-418 亿美元（对应同比 8%-15%或 11%-18%cc）。预计全年总费用将在 1140-1190 亿美元，主要是更高的运营费用和折旧推动，员工薪酬将成为第二大因素。

投资建议：考虑到考虑公司业绩与指引的稳健增长，小幅调整 2025-2026 年公司收入为 1906/2165 亿美元（前值 1870/2116 亿美元），调整幅度 2%/2%，新增 2027 年收入为 2450 亿美元。参考全年成本的指引，考虑 AI 投资折旧摊销压力增加，调整 2025-2026 年净利润为 679/779 亿美元（前值 633/741 亿美元），调

整幅度 5%/5%，新增 2027 年净利润 902 亿美元。给与目标价 700-750 美元，中值对应 2025 年 PE 约 27x，维持“优于大市”评级。

风险提示：社交媒体与广告端竞争加剧；宏观经济压力；AI 发展低于预期；

证券分析师：张伦可（S0980521120004）

联系人：刘子谭

◆ 微软(MICROSOFT) (MSFT.O) 海外公司财报点评:微软(MICROSOFT) (MSFT.O) 2FQ25 财报点评-云与 SaaS 业务指引均降速，资本开支策略注重短期 ROI

业绩总览：微软 FY25Q2 整体财务表现符合指引预期。①整体：本季度公司实现营收 696.3 亿美元（同比+12%），营业利润同比+17%至 316.5 亿美元，净利润同比+10%至 241.1 亿美元。②分业务：生产力与业务流程收入 294.4 亿美元（同比+14%），智能云收入 255.4 亿美元（同比+19%），其他个人计算收入 146.5 亿美元（同比+0%）。③订单指标：季度商业预订量（新订单）同比上升 67%cc（上季度 23%cc），得益于 OpenAI 对 Azure 带动和核心年订单增长，商业剩余履约义务（在手订单余额）2980 亿美元（同比+34%）。

业务重点：①指引云与 Azure 增速放缓，预计年底产能平衡：AI 占比 Azure 云业务 16 个点（上季度为 12 个点），本季度 Azure 同比+31%、增速环比-2pct。预计 FY25Q3 智能云收入同比+17-18%，其中 Azure 指引+31%-32%cc，增速略低于预期，预计到今年年底产能将趋于平衡。AI 业务年度收入已超过 130 亿美元（上个季度为 100 亿美元），同比+157%。②生产力业务增长超指引，下季度增速放缓：本季度生产力业务同比+14%，主要受益于 Office 2024 推出和提价以及 M365 商业版与 Copilot 的持续渗透。下季度指引生产力业务+8-10%，环比降速明显。③资本开支增速放缓、注重投资短期 ROI：本季度资本支出 226 亿美元，同比+97%。在过去三年，微软数据中心总容量实现翻倍以上增长。预计第三和第四财季资本支出与本季度相近，下季度资本支出约 216 至 219 亿美元之间，预计 2025 自然年资本开支超过 800 亿美元。微软资本开支更加注重 ROI，策略逐渐从长期资产投资向与收入增长相关性更高的短期资产投资转移，主要考虑 AI 投资折旧摊销压力。

业绩展望：预计整体保持稳健增长。①收入方面，预计下季度智能云收入 259-262 亿美元（同比+17%-18%，其中 Azure+31%-32%cc），生产力和商业业务 294-297 亿美元（同比+8%-10%，其中 Office 365+14%cc），个人计算收入指引 124-128 亿美元。计算公司下季度总收入同比+10%-11%。②成本方面，公司预计下季度经营费用预计 217-219 亿美元，营业成本 164-165 亿美元。

投资建议：考虑公司智能云与生产力业务增长放缓的指引，调整 2025-2027 财年收入预测至 2802/3206/3650 亿美元（前值 2801/3210/3658 亿美元），调整幅度 0%/-1%/-1%。本季度利润超预期但长期 AI 投资折摊压力大，调整净利润预测至 1002/1148/1338 亿美元（前值 994/1148/1341 亿美元），调整幅度 1%/0%/-1%，给予目标价 480-500 美元，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观压力与 IT 支出放缓；云与 AI 竞争加剧；产品落地低于预期

证券分析师：张伦可（S0980521120004）

联系人：刘子谭

◆ 京东方 A(000725.SZ) 财报点评:2024 年归母净利润同比高速增长, OLED 产品高端比例提升

预计 2024 年公司归母净利润同比增长 104%-116%。公司发布 2024 年业绩预告，预计 2024 年全年归母净利润 52-55 亿元，同比增长 104%-116%，扣非后归母净利润 35-38 亿元。其中，4Q24 归母净利润 18.9-21.9 亿元，同比增长 24%-44%，环比增长 84%-114%。公司四季度业绩环比大幅增长，主要来自 1) 国内以旧换新政策以及海外促销备货拉动下，LCD TV 产品需求较好，TV 面板价格止跌回升，出货量同环比增长；2) 4Q24 公司柔性 AMOLED 出货量超 4000 万片，环比显著增长，产品结构持续改善。

以旧换新政策带动下 LCD TV 面板价格止跌回升，为公司稳定贡献盈利。LCD TV 面板价格在 2024 年 7 月开始下滑，10 月在需求端以旧换新政策带动下价格企稳，2025 年 1 月各尺寸 LCD TV 面板价格开始上

涨。LCD 行业供应端坚持按需生产，LCD TV 面板价格在供给端调控下温和波动。2024 下半年在国内补贴政策带动下，电视类应用同比增长明显，国内市场下半年呈现增长趋势。目前，公司在智能手机、平板电脑、笔记本电脑、桌面显示器、电视等主流应用领域出货量保持全球第一。公司重点发力超大尺寸产品（85 寸及以上），出货量位居全球第一。同时，TV 大尺寸化带动需求面积增长，IDC 预计 2025 年全球 LCD TV 面板平均尺寸将同比增长 0.62 英寸至 52.14 英寸。

公司 OLED 面板高端比例提升，积极布局中尺寸应用。公司 2024 年柔性 AMOLED 面板出货量约 1.4 亿片，产品结构优化，高端类产品占比显著提升。2024 年公司量产交付全球首款三折产品，折叠产品整体出货量增长 40%；Tandem 双层串联智能手机终端方案独供多家品牌旗舰机型，实现量产出货。同时，公司在柔性 AMOLED 方面积极布局车载、IT 等中尺寸应用。Omdia 预计 2025 年中小尺寸 OLED 面板出货量将首次达到 10 亿台，下游应用广泛涵盖游戏机、AR/VR/MR 头显、近眼眼镜、车载显示、智能手机等。

投资建议：2024 下半年在国内以旧换新政策带动下，LCD TV 面板需求提升，我们上调公司盈利预测，预计公司 2024-2026 年营业收入同比增长 19.5%/8.3%/8.3%至 2086/2259/2446 亿元（前值：2074/2259/2446 亿元），归母净利润同比增长 109.5%/70.9%/38.1%至 53.36/91.20/125.90 亿元（前值：47.30/90.76/124.03 亿元），对应 2024-2026 年 PB 分别为 1.27/1.22/1.16 倍，我们看好 LCD 行业按需生产，持续实现稳定盈利，看好公司布局 OLED 中尺寸应用，OLED 高端比例提升，维持“优于大市”评级。

风险提示：面板价格波动，需求不及预期，OLED 业务不及预期。

证券分析师： 胡剑（S0980521080001）、胡慧（S0980521080002）、叶子（S0980522100003）、詹浏洋（S0980524060001）、李书颖（S0980524090005）

联系人： 连欣然

金融工程

◆ 金融工程周报:ETF 周报-上周新成立 3 只创业板 50ETF，创业板类 ETF 和 AI ETF 领涨

ETF 业绩表现

上周（2025 年 01 月 20 日至 2025 年 01 月 24 日，下同）股票型 ETF 周度收益率中位数为 0.70%。宽基 ETF 中，创业板类 ETF 涨跌幅中位数为 2.74%，收益最高。按板块划分，科技 ETF 涨跌幅中位数为 2.83%，收益最高。按主题进行分类，AI ETF 涨跌幅中位数为 5.48%，收益最高。

ETF 规模变动及净申购

上周股票型 ETF 净申购 52.30 亿元，总体规模增加 307.74 亿元。在宽基 ETF 中，上周 A500ETF 净申购最多，为 46.44 亿元；按板块来看，周期 ETF 净申购最多，为 5.25 亿元；按热点主题来看，红利 ETF 净申购最多，为 13.85 亿元。

ETF 基准指数估值情况

在宽基 ETF 中，中证 1000ETF 的估值分位数相对较低；按板块来看，消费 ETF 的估值分位数相对温和；按照细分主题来看，酒、医药 ETF 的估值分位数相对较低。与前周相比，AI、军工 ETF 的估值分位数明显提升。

ETF 融资融券情况

上周一至周四股票型 ETF 融资余额由前周的 496.68 亿元下降至 487.55 亿元，融券余量由前周的 19.16 亿份上升至 20.11 亿份。在日均融资买入额、融券卖出量最高的前 10 只 ETF 中，科创板 ETF 和芯片 ETF 的日均融资买入额较高，中证 1000ETF 和中证 500ETF 的日均融券卖出量较高。

ETF 管理人

上周新成立 10 只 ETF，为融通中证诚通央企红利 ETF、华夏创业板 50ETF、N 科创 50 指数 ETF、申万菱信中证 A500ETF、富国创业板 50ETF、嘉实创业板 50ETF、永赢中证 A500ETF、海富通中证 A500ETF、信用债 ETF 天弘、广发深证基准做市信用债 ETF。本周将有国泰富时中国 A 股自由现金流聚焦 ETF 1 只 ETF

发行。

风险提示：市场环境变动风险，风格切换风险。

证券分析师：张欣慰（S0980520060001）、杨丽华（S0980521030002）

联系人：杨昕宇

◆ 金融工程周报：基金周报-开年以来主被动基金业绩反转，证监会印发《促进资本市场指数化投资高质量发展行动方案》

上周市场回顾。上周 A 股市场主要宽基指数全线上涨，创业板指、中证 1000、中小板指指数收益靠前，收益分别为 2.64%、1.65%、1.56%，上证综指、沪深 300、科创 50 指数收益靠后，收益分别为 0.33%、0.54%、0.92%。从成交额来看，除科创 50 外，上周主要宽基指数成交额均有所上升。行业方面，上周计算机、通信、电子收益靠前，收益分别为 4.66%、4.35%、2.81%，石油石化、综合、煤炭收益靠后，收益分别为-3.52%、-2.64%、-1.88%。

截至上周五，央行逆回购净投放资金 6927 亿元，逆回购到期 14848 亿元，净公开市场投放 21775 亿元。除 10 年期外，不同期限的国债利率均有所上行，利差缩窄 8.10BP。上周中证转债指数上涨 1.06%，累计成交 2617 亿元，较前一周增加 189 亿元。

上周共上报 49 只基金，较上上周申报数量有所增加。申报的产品包括 3 只 FOF，华夏上证智选科创板价值 50 策略 ETF、上证科创板综合指数 ETF、创金合信 REITs 精选 3 个月持有 FOF 等。

1 月 24 日，第二批 6 只科创综指 ETF 申报，包括国泰基金、嘉实基金、鹏华基金、兴银基金、西藏东财基金和兴业基金。

1 月 26 日，中国证监会印发《促进资本市场指数化投资高质量发展行动方案》。

开放式公募基金表现。上周主动权益、灵活配置型、平衡混合型基金收益分别为 1.25%、0.74%、0.65%。今年以来另类基金业绩表现最优，中位数收益为 4.46%，主动权益型、灵活配置型和平衡混合型基金的中位数收益分别为 0.28%、0.00%、-0.09%。

上周指数增强基金超额收益中位数为 0.11%，量化对冲型基金收益中位数为 0.01%。今年以来，指数增强基金超额中位数为 0.54%，量化对冲型基金收益中位数为 0.17%。

截至上周末，开放式公募基金中共有普通 FOF 基金 235 只、目标日期基金 116 只、目标风险基金 155 只。今年以来，目标风险基金中位数业绩表现最优，累计收益率为-0.23%。

基金产品发行情况。上周新成立基金 56 只，合计发行规模为 434.01 亿元，较前一周有所增加。此外，上周有 4 只基金首次进入发行阶段，本周将有 1 只基金开始发行。

风险提示：市场环境变动风险，风格切换风险。

证券分析师：张欣慰（S0980520060001）、陈梦琪（S0980524070009）

【市场数据】

商品期货

商品	收盘价	涨跌幅	商品	收盘价	涨跌幅
黄金	646.90	0.34	ICE 布伦特原油	75.96	-1.04
白银	7711.00	0.50	铜	75400.00	0.11
铝	20205.00	-0.17	铅	16750.00	-0.14
豆一	3960.00	-0.17	锌	23615.00	-0.77
豆粕	3156.00	-0.31	镍	123790.00	0.00
玉米	2188.00	0.27	锡	248060.00	0.52
螺纹钢	3239.00	0.65	SR503	5898.00	0.45

本月国内重要信息披露

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

近期非流通股解禁明细

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

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

全球证券市场统计

股票市场指数

简称	最新收盘价	1日涨跌幅(%)	1周涨跌幅(%)	1个月涨跌幅(%)	3个月涨跌幅(%)	12个月涨跌幅(%)	30天波动率(%)
道琼斯工业平均指数	44556.03	0.301934	57.39	57.39	57.39	57.39	41.54
德国 DAX 指数	21505.70	0.361486	68.84	8.03	12.31	27.11	41.24
法 CAC40 指数	7906.40	0.655385	0.11	8.57	7.25	4.13	46.42
恒生指数	20789.96	2.832728	2.79	5.21	1.08	33.83	78.87
沪深 300 指数	3817.08	-0.411800	-0.32	-4.11	-3.52	14.49	69.38
美国 SP500 指数	6037.88	0.722487	-0.49	1.60	5.69	21.76	46.71
纳斯达克综合指数	19654.02	1.351385	-0.40	0.16	8.10	25.75	50.67
日经 225 指数	38798.37	0.722428	-0.56	-2.74	1.95	7.30	不适用

沪深港通资金流入流出 Top10

A 股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流入资金(RMB, 万元)	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流出资金(RMB, 万元)
1	601318.SH	中国平安	50.8500	-0.0197	无数据	601318.SH	中国平安	50.8500	-0.0197	无数据
2	688111.SH	金山办公	314.0000	2.9407	无数据	300059.SZ	东方财富	22.9400	-4.7738	无数据
3	300394.SZ	天孚通信	100.8000	-11.5945	无数据	688111.SH	金山办公	314.0000	2.9407	无数据
4	000063.SZ	中兴通讯	39.9800	-6.8500	无数据	300394.SZ	天孚通信	100.8000	-11.5945	无数据
5	300502.SZ	新易盛	125.7700	-6.4838	无数据	000063.SZ	中兴通讯	39.9800	-6.8500	无数据
6	002241.SZ	歌尔股份	27.7600	-1.3854	无数据	300502.SZ	新易盛	125.7700	-6.4838	无数据
7	688256.SH	寒武纪-U	572.0000	-6.6854	无数据	002241.SZ	歌尔股份	27.7600	-1.3854	无数据

8	600519.SH	贵州茅台	1434.9900	-0.0703	无数据	688256.SH	寒武纪-U	572.0000	-6.6854	无数据
9	300170.SZ	汉得信息	19.5900	0.1534	无数据	600519.SH	贵州茅台	1434.9900	-0.0703	无数据
10	600183.SH	生益科技	29.8200	-2.6127	无数据	300170.SZ	汉得信息	19.5900	0.1534	无数据

港股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流入资金 (HKD, 万元)	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流出资金 (HKD, 万元)
1	0020.HK	商汤-W	1.6300	0.07236842	54913.46	0981.HK	中芯国际	38.1500	-0.07627119	421143.36
2	3896.HK	中企法巴八零六D	6.1400	0.11231884	66338.06	0700.HK	腾讯控股	395.6000	0.01280082	173072.92
3	3896.HK	金山云	6.1400	0.11231884	66338.06	1810.HK	小米集团-W	37.1000	0.00678426	150804.60
4	9988.HK	阿里巴巴-W	87.2500	0.02949853	87427.02	9988.HK	阿里巴巴-W	87.2500	0.02949853	72802.20
5	0763.HK	中兴通讯	26.9500	-0.08798646	93985.37	0763.HK	中兴通讯	26.9500	-0.08798646	72150.33
6	3690.HK	美团-W	149.7000	-0.00200000	96383.18	3896.HK	中企法巴八零六D	6.1400	0.11231884	71318.10
7	2828.HK	恒生中国企业	无数据	无数据	96703.29	3896.HK	金山云	6.1400	0.11231884	71318.10
8	1810.HK	小米集团-W	37.1000	0.00678426	174280.80	3690.HK	美团-W	149.7000	-0.00200000	65825.23
9	0700.HK	腾讯控股	395.6000	0.01280082	239597.89	0020.HK	商汤-W	1.6300	0.07236842	51587.93
10	0981.HK	中芯国际	38.1500	-0.07627119	335289.98	0941.HK	中国移动	75.9000	0.00796813	39144.21
11	2800.HK	盈富基金	无数据	无数据	355486.15	9880.HK	平安法兴八一零A	71.0000	-0.04505716	14692.77

免责声明

分析师声明

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

国信证券投资评级

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

重要声明

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

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

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

证券投资咨询业务的说明

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

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

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032