

策略周报

关税带来扰动，科技仍是先锋

A 股行情趋势向上主线不改，AI 变局或带来中国资产新的投资机会，科技仍是最具催化方向。

■ **金价强势延续，AI 变局有望带来中国资产投资机会。**假期海外风险资产涨跌不一，美股小幅走弱，避险资产黄金、美元表现相对更强，A50 指数小幅走高。一方面，中国 DeepSeek 推出低成本高性能 AI 大模型冲击美股科技股估值逻辑，英伟达为首的科技股出现较大调整。另一方面，联储鹰派表态及避险情绪推动下美元黄金走强。此外，美国关税政策落地的不确定性仍将成为未来一段时间影响大类资产价格表现的重要因素。截至 1 月 31 日，伦敦金现货价格再创新高，地缘政治风险频发与全球去美元化趋势带动黄金避险配置需求显著增加，我们预计 2025 年金价仍将延续强势格局。展望后市，虽然美国经济韧性或使得联储短期降息空间受限，但国内宽货币财政加力政策路径不变，市场微观流动性尚可，A 股行情趋势向上主线不改，AI 变局或带来中国资产新的投资机会，中期来看成长股性价比相对优势更加突出，科创 50 作为 2025 年结构主线，当前配置机会凸显。

■ **AI、机器人均迎重磅催化，科技仍是最具潜力方向。**截至 2025 年 2 月 3 日，春节长假期间，中国香港股市与美股一级行业表现结构性差异明显，在 DeepSeek 春节期间持续发酵影响下，H 股资讯科技业录得结构性上涨，美股信息技术行业跌幅较大。DeepSeek 开源大模型性能表现出色而训练成本大幅下降，或将给 AI 端侧和应用发展带来较大助推，同时 DeepSeek 的出现有望带动 AI ASIC 的崛起。人形机器人 Alpha 层面再迎重要催化，宇树科技 H1 人形机器人集群参演名为《秧 BOT》的机器人舞蹈表演，完成高难度动作。春节期间出行、旅游、零售、电影等消费数据较 2024 年均有一定程度的好转，线下消费整体呈现出一定的回暖趋势。地产成交延续止跌回稳态势。整体来看，地产产业链、消费板块均出现一定景气回升，不过节奏相对稳健，DeepSeek 的推出是 AI 产业发展的重要里程碑，有望加速 AI 应用、AI 端侧产品的商业化落地和盈利进程，AI ASIC 产业链也有望受益，节后 AI 产业链、机器人产业链或仍是最具潜力的方向。

■ **特朗普关税主张落地，关注后续谈判进程。**美东时间 2 月 1 日，美国宣布对中国输美产品加征 10% 关税，并对加拿大、墨西哥分别征收 25% 的关税，原定 4 日生效。然而，特朗普于 2 月 3 日宣布暂停对墨西哥加征关税一个月，并与加拿大暂缓 30 天实施关税措施，以进行谈判。此举显示中美贸易谈判仍有空间，同时凸显特朗普通过关税保护国内产业、推动制造业回流的政策意图。若加征关税实施，国内出口链将首当其冲受影响，但拥有海外产能的上市公司抗风险能力较强，建议关注在美有产能布局的 A 股公司。

■ **风险提示：**1) 政策落地不及预期，宏观经济波动超预期。2) 市场波动风险。3) 海外经济超预期衰退、流动性风险。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

策略研究

证券分析师：王君

(8610)66229061

jun.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

证券分析师：徐沛东

(8621)20328702

peidong.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518020001

证券分析师：郭晓希

(8610)66229019

xiaoxi.guo@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110001

证券分析师：徐亚

(8621)20328506

ya.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521070003

证券分析师：高天然

tianran.gao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522100001

目录

观点回顾.....	4
大势与风格.....	5
中观行业与景气.....	7
一周市场总览、组合表现及热点追踪.....	14
风险提示.....	17

图表目录

图表 1. 假期全球大类资产表现.....	5
图表 2. 金价与实际利率	6
图表 3. 近年来金价与地缘政治风险相关度提升.....	6
图表 4. 节前一周（2025 年 1 月 20 日-1 月 27 日）小盘风格相对占优	6
图表 5. 当前市场风格因子表现.....	6
图表 6. 春节长假期间 H 股一级行业表现	7
图表 7. 春节长假期间美股一级行业表现	7
图表 8. 宇树科技 H1 人形机器人部分技术展示.....	8
图表 9. 特斯拉 2024 年第四季度及全年业绩电话会部分内容.....	8
图表 10. DeepSeek 成为全球增速最快的 AI 应用，仅上线 18 天，日活即已接近 1500 万	9
图表 11. DeepSeek 催化之下有望受益的重点赛道及个股.....	10
图表 12. 2024 年与 2025 年春节假期首日人员流动量对比.....	11
图表 13. 2025 年春节档首日票房为近年来最高值.....	12
图表 14. 地产成交延续止跌回稳态势	12
图表 15. 行业中观比较打分表.....	13
图表 16. 春节假期期间国内外市场重要财经新闻整理.....	14
图表 17. 当前美对华平均关税水平远高于世界剩余国家和地区平均.....	15
图表 18. 外需下行周期，有海外产能上市公司收入影响小于国内出口	15
图表 19. 在美国有产能布局的 A 股上市公司名单	16
图表 20. 春节假期期间外围股市表现一览	16

观点回顾

——20240204 《等待资金面问题缓解》：被动卖出和购买意愿寡淡是当前资金面主要矛盾，经济数据修复将成为市场底部反转关键。

——20240407 《财报季关注盈利因子配置方向》：强势非农数据或推后美联储降息时点，4 月市场进入业绩窗口期及政策落地期，对盈利端的预期将有望迎来市场重新计价。

——20240804 《海外降息有望释放 A 股压力》：海外衰退宽松交易渐起，政治局会议表述更为积极，权益市场短期或将迎来“东升西降”。

——20241215 《重回跨年配置行情主线》：重要会议定调下，新兴消费与“AI+应用”作为跨年主线的线索明确。

——20241216 《重回科技主导产业——2025 年度策略报告》：盈利弱复苏，估值强支撑，科技和高端制造业有望成为市场主导。

大势与风格

假期海外风险资产涨跌不一，美股小幅走弱，避险资产黄金、美元表现相对更强，A50 指数小幅走高。一方面，中国 DeepSeek 推出低成本高性能 AI 大模型冲击美股科技股估值逻辑，英伟达为首的科技股出现较大调整。另一方面，联储 1 月议息会议宣布暂停降息，并指出“通胀在一定程度上仍处于较高水平”一度引发市场担忧，避险情绪推动下美元黄金走强。但科技巨头财报超预期及美国经济展现出的较强韧性支撑下美股重新回升。

金价有望维持强势。此外，特朗普政府关税计划仍存在落地不确定性，这将成为未来一段时间影响大类资产价格表现的重要因素。截至 1 月 31 日，伦敦金现货价格再创新高，再度印证了我们在深度报告《弱补库中场与全球变局新节点》中的观点，地缘政治风险频发与全球去美元化趋势带动黄金避险配置需求显著增加，2025 年金价仍将延续强势格局。

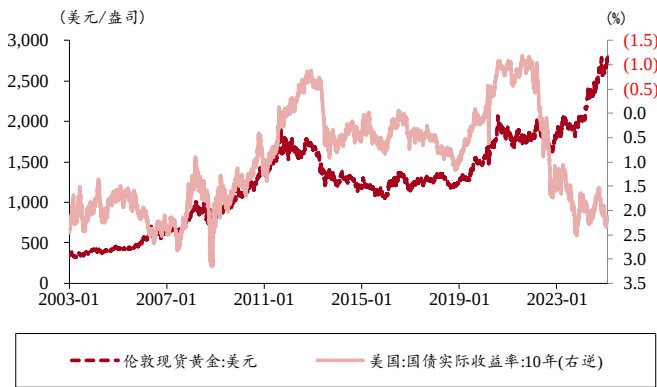
AI 变局有望带来中国资产投资机会。展望后市，虽然美国经济韧性或使得联储短期降息空间受限，但国内宽货币财政加力政策路径不变，市场微观流动性尚可，A 股行情趋势向上主线不改，AI 变局或带来中国资产新的投资机会，中期来看成长股性价比相对优势更加突出，科创 50 作为 2025 年结构主线，当前配置机会凸显。

图表 1. 假期全球大类资产表现

大类资产		假期涨跌幅(%)	1月涨跌幅(%)	年初以来涨跌幅(%)
股	MSCI发达市场	(0.52)	3.47	3.47
	MSCI新兴市场	0.31	1.66	1.66
	标普500	(1.00)	2.70	2.70
	日经指数	(3.54)	(3.45)	(3.45)
	万得全A	(0.88)	(2.32)	(2.32)
	恒生指数	0.75	0.78	0.78
汇	美元指数	0.96	0.03	0.03
	美元兑人民币	(0.01)	(0.26)	(0.26)
	美元兑日元	(0.52)	(1.27)	(1.27)
	欧元兑美元	(0.27)	0.10	0.10
商	CRB商品	(0.58)	2.77	2.77
	LME铜	(2.29)	3.38	3.38
	WTI原油	(0.14)	2.91	2.91
	伦敦金现	1.27	5.02	5.02
债	10Y美债收益率(Bps)	(5.00)	(20.00)	(20.00)
	10Y国债收益率(Bps)	(1.97)	(0.39)	(0.39)

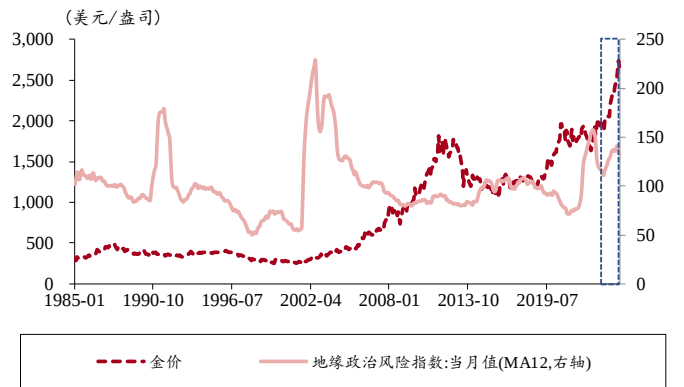
资料来源：万得，中银证券（注：表中假期时间范围为 2025 年 1 月 27 日-2 月 3 日）

图表 2. 金价与实际利率



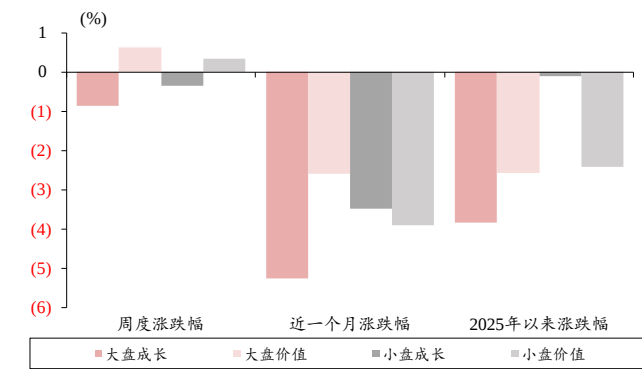
资料来源：万得，中银证券

图表 3. 近年来金价与地缘政治风险相关度提升



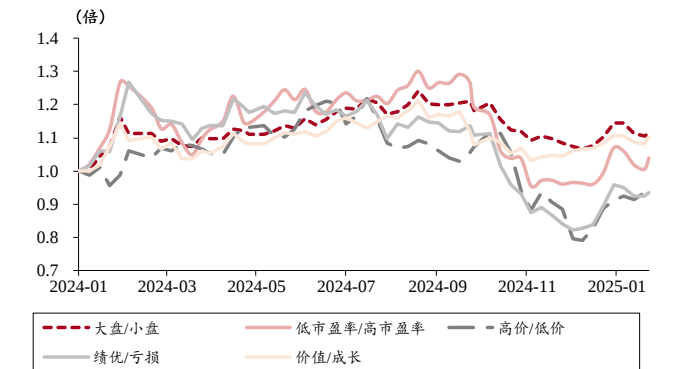
资料来源：万得，中银证券

图表 4. 节前一周（2025 年 1 月 20 日-1 月 27 日）小盘风格相对占优



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 当前市场风格因子表现

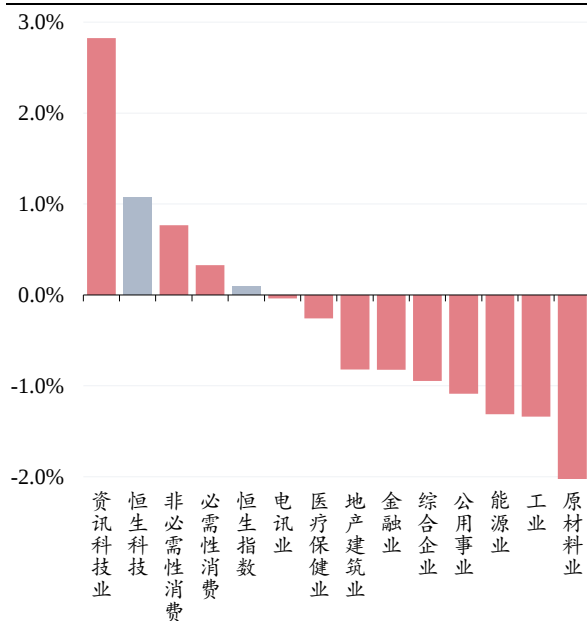


资料来源：万得，中银证券

中观行业与景气

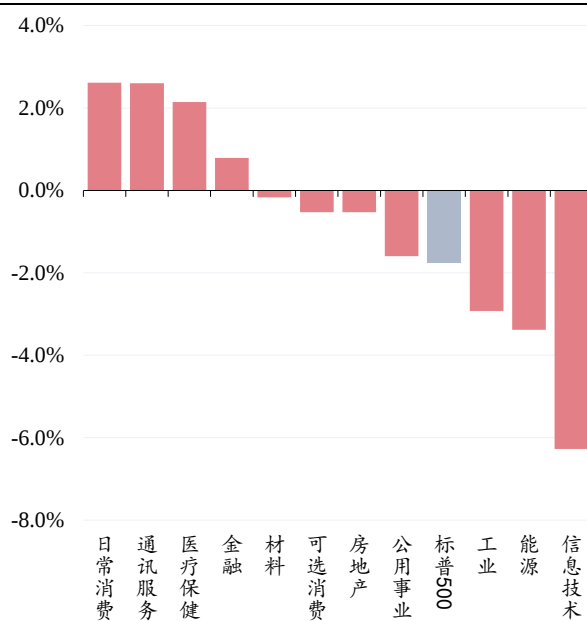
H 股与美股科技行业表现显著分化。截至 2025 年 2 月 3 日，春节长假期间，中国香港股市与美股一级行业表现结构性差异明显，在 DeepSeek 春节期间持续发酵影响下，H 股资讯科技业录得结构性上涨，美股信息技术行业跌幅较大，反映中美科技行业在 DeepSeek 驱动的逻辑变化下，展开了趋势性或阶段性的定价重估。此外，受国内春节假期消费数据提振，H 股非必需消费及必需消费行业涨幅同样居前。

图表 6. 春节长假期间 H 股一级行业表现



资料来源：iFinD，中银证券。注：数据时间区间为 20250128-20250203

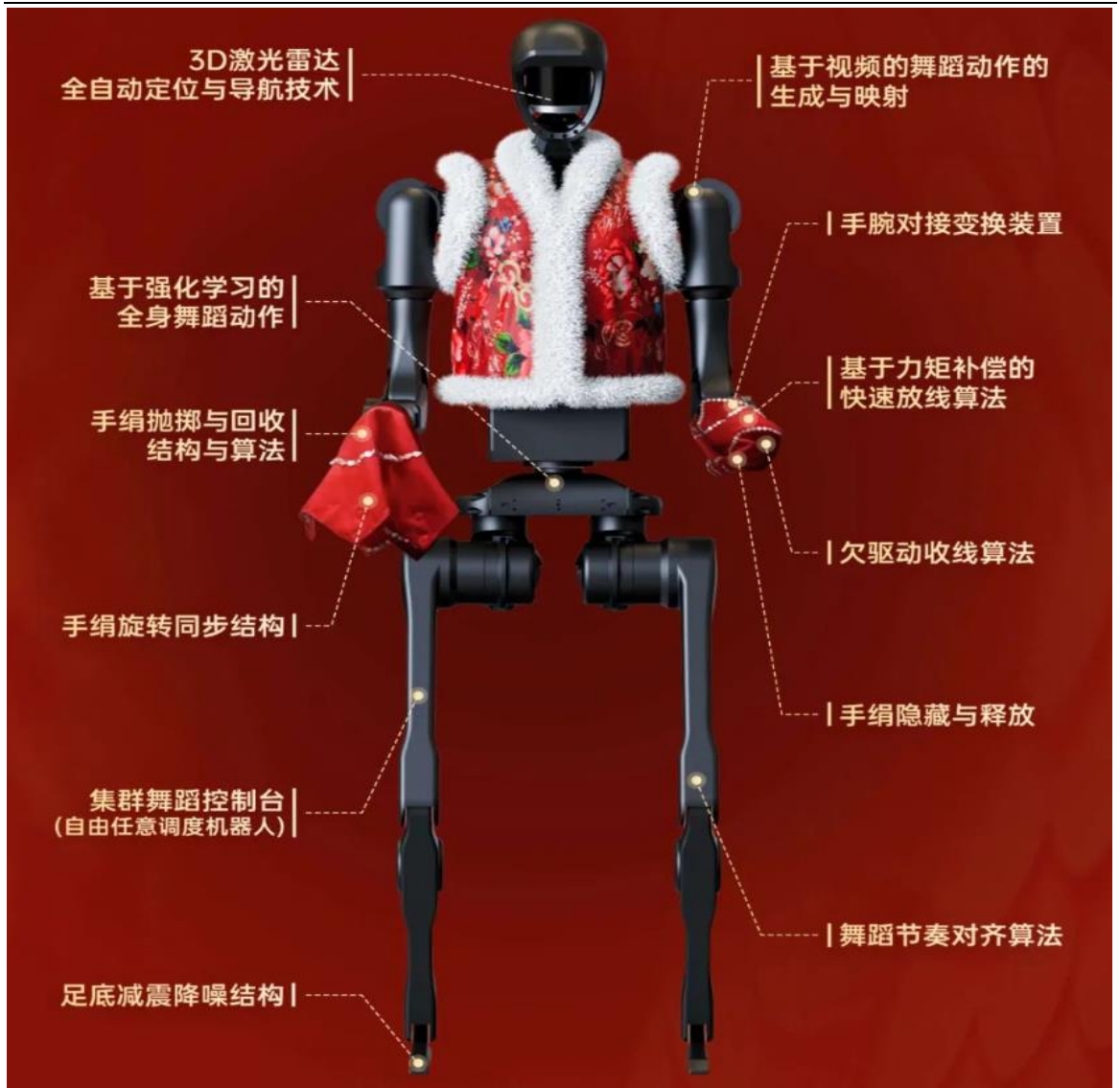
图表 7. 春节长假期间美股一级行业表现



资料来源：iFinD，中银证券。注：数据时间区间为 20250128-20250203

人形机器人 Alpha 层面再迎重要催化。2025 年央视蛇年春晚，宇树科技 H1 人形机器人集群参演名为《秧 BOT》的机器人舞蹈表演，特别是 H1 人形机器人完成的高难度“0 帧起手转手绢”动作，在节目播出后引发热议。据宇树科技官方透露，本次春晚舞台的扭秧歌舞蹈，是基于视频的舞蹈动作的生成与映射，靠 AI 训练来执行。每一个 H1 人形机器人都配备了 16 台 H1 激光 SLAM 定位，可以全自动走位变队形。由于抛手绢结构复杂，因此手腕对接变换装置，同时加入了基于力矩补偿的快速放线算法，以及欠驱动收线算法，还有手绢抛掷与回收结构与算法，手绢旋转同步结构等，实现了这场零失误的春晚“秧歌舞”。另一方面，春节长假期间，特斯拉召开 2024 年第四季度及全年业绩电话会，特斯拉认为 Optimus 人形机器人具有巨大的商业潜力，甚至可能创造超过 10 万亿美元的收入，超过汽车业务，成为公司主要的收入来源。

图表 8. 宇树科技 H1 人形机器人部分技术展示



资料来源：宇树科技，中银证券

图表 9. 特斯拉 2024 年第四季度及全年业绩电话会部分内容

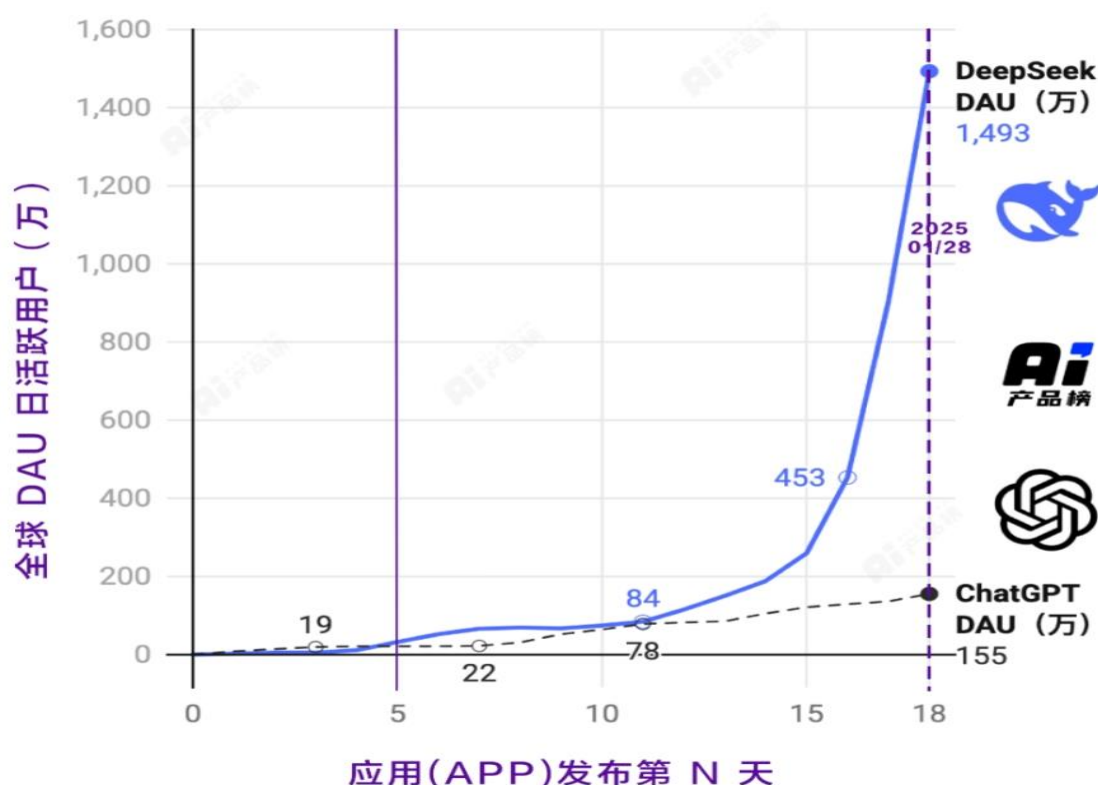
分类	核心内容	明细
技术进展	Optimus 机械手与设计突破	机械手能力： 可以完成机器人有史以来最复杂的手部工作，“Optimus 将能够弹钢琴，还能穿针引线”
		硬件设计： “必须从物理学的基本原理出发，设计一切”
成本控制	目标成本与规模化生产	供应链： 这是完全新的技术。没有任何现成的东西可以使用
		目标成本： “当产量达到每年超过 100 万台时，Optimus 的成本可能只有 Model Y 的一半”
技术协同	与 FSD 共享 AI 能力	训练需求： “Optimus 的训练需求可能是汽车训练需求的 10 倍” 训练成本会下降
应用场景	短期与长期规划	短期： “为车身生产线装料、运输金属到焊接线” 长期： “高危作业（如消防/核设施）、太空探索”
		收入潜力： “Optimus 有潜力创造超过 10 万亿美元收入，超过汽车业务”
战略定位	公司核心增长支柱	定位： 特斯拉成为全球最有价值公司的路径，主要归功于自动驾驶车辆和自动化人形机器人
生产目标	产能扩张计划	版本 1：当前产线： “设计产能每月 1000 台”
		版本 2：下一产线： “下一条生产线每月 1 万台”
		版本 2：或为明年下半年： “每月 10 万台”

资料来源：华尔街见闻，中银证券

DeepSeek 开源大模型性能表现出色而训练成本大幅下降，或将给 AI 端侧和应用发展带来较大助推，同时 DeepSeek 的出现有望带动 AI ASIC 的崛起。2024 年 12 月，DeepSeek-V3 首个版本上线，并同步开源。2025 年 1 月 20 日，公司进一步发布并开源了 DeepSeek-R1 模型，该模型在数学、编程和自然语言推理等领域表现出色，甚至与 OpenAI 的 O1 模型相匹敌。DeepSeek 大模型在性能上与 GPT 等全球头部大模型比肩，在训练成本上则远低于 GPT，据澎湃新闻新闻，DeepSeek 的 R1 的预训练费用只有 557.6 万美元，仅是 OpenAI GPT-4o 模型训练成本的不到十分之一。同时，DeepSeek 公布了 API 的定价，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。这个收费大约是 OpenAI o1 运行成本的三十分之一。DeepSeek-R1 推出后，DeepSeek 成为全球增速最快的 AI 应用，仅上线 18 天，日活即已接近 1500 万。

图表 10. DeepSeek 成为全球增速最快的 AI 应用，仅上线 18 天，日活即已接近 1500 万

仅上线18天日活1500万，增速是ChatGPT的13倍



资料来源：AI 产品榜，中银证券

DeepSeek 的出现大大降低了模型调用成本，且是开源模型，对于下游 AI 应用来说是较大的成本端利好，有望促进 AI agent 和下游各类垂直“AI+应用”的加速落地，下游应用也有望实现更高的 ROI，提早实现盈利。此外，DeepSeek 允许用户通过蒸馏技术借助 R1 训练其他模型，这使得用户可以引用其训练端侧模型。英特尔 AIPC 合作伙伴 Flowy 在最新版的 AIPC 助手上，率先实现了对 DeepSeek-R1 模型的端侧支持，用户可以通过简单的四步安装流程，在 AIPC 上使用 DeepSeek-R1 模型。DeepSeek 模型在端侧的使用将有效提升 AI 端侧产品的价值量，端侧有望受到催化。

DeepSeek 通过“极致压缩+高效强化训练+AI 推理算力大幅简化”显著降低了训练成本，这证明了建立一款高性能的 AI 大模型并不一定需要依赖高昂的高性能 GPU，随着训练和推理成本的降低，AI ASIC 在算力领域的可行性与竞争力有望增强，DeepSeek 的出现有望带动 AI ASIC 的崛起。

DeepSeek 催化下，重点关注 AI ASIC、AI 端侧、AI agent 以及 AI 垂类应用等重点赛道和核心个股。

图表 11. DeepSeek 催化之下有望受益的重点赛道及个股

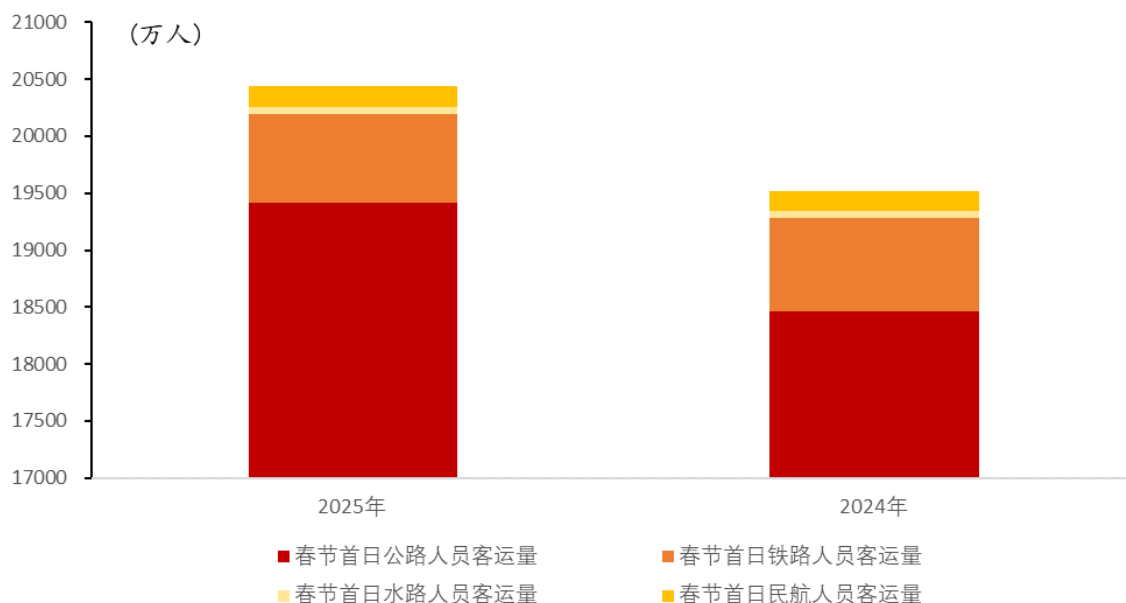
	证券代码	证券名称	所属行业	2024年9月24日以来涨跌幅 (%)	市销率	市销率分位数 (%)	市盈率	市盈率分位数 (%)	EPS (元)	2025年预测EPS (元)
AI ASIC	688256.SH	寒武纪	电子	169.04	318.86	97.36	-312.06	/	-1.83	0.04
	688521.SH	芯原股份	电子	97.62	11.03	40.82	-43.92	/	-1.12	0.01
	688691.SH	灿芯股份	电子	118.18	7.25	79.49	77.90	79.49	0.93	0.00
	688380.SH	中微半导	电子	84.34	13.84	46.26	130.55	50.69	0.24	0.40
	300672.SZ	国科微	电子	50.68	6.14	48.58	156.77	79.33	0.40	0.54
	300458.SZ	全志科技	电子	134.63	13.34	91.94	153.51	87.87	0.31	0.56
	688008.SH	澜起科技	电子	40.29	23.38	37.43	65.17	24.00	1.04	1.77
	688981.SH	中芯国际	电子	116.30	13.87	67.39	194.42	93.55	0.48	0.68
	000063.SZ	中兴通讯	通信	60.56	1.53	74.78	20.36	55.33	1.96	2.19
	603893.SH	瑞芯微	电子	231.76	24.27	93.55	168.37	83.95	0.98	1.87
AI 端侧	688220.SH	翱捷科技	电子	137.27	8.82	32.38	-59.11	/	-1.18	-0.65
	688332.SH	中科蓝讯	电子	217.14	10.46	98.54	65.87	94.64	2.17	3.24
	688018.SH	乐鑫科技	计算机	200.53	16.25	78.44	101.02	72.99	2.68	4.05
	688049.SH	炬芯科技	电子	124.73	10.83	84.38	74.28	66.67	0.61	0.85
	688099.SH	晶晨股份	电子	70.22	5.71	34.58	45.16	33.94	1.86	2.63
	688608.SH	恒玄科技	电子	166.24	15.45	70.74	161.58	82.16	2.46	4.86
	688300.SH	联瑞新材	基础化工	65.45	13.09	69.08	50.02	71.60	1.26	1.79
	688037.SH	芯源微	电子	27.56	9.31	12.69	108.97	37.27	0.69	1.77
	688082.SH	盛美上海	电子	25.93	8.39	7.35	43.08	14.19	2.27	3.52
	603283.SH	赛腾股份	机械	12.44	2.37	29.86	15.57	2.52	3.81	4.98
AI agent	688123.SH	聚辰股份	电子	61.20	11.15	34.91	47.21	43.69	1.45	3.04
	603986.SH	兆易创新	电子	95.61	12.06	54.35	151.19	81.77	0.84	2.45
	002938.SZ	鹏鼎控股	电子	27.97	2.67	67.21	27.47	65.17	1.47	1.95
	002384.SZ	东山精密	电子	72.33	1.52	76.32	33.63	74.37	1.00	1.65
	002463.SZ	沪电股份	电子	29.28	5.98	77.54	30.83	65.58	1.35	1.75
	002916.SZ	深南电路	电子	48.65	3.91	62.25	33.84	57.61	3.86	4.93
	688772.SH	珠海冠宇	电子	16.93	1.52	20.28	53.82	47.21	0.29	0.81
	002600.SZ	领益智造	电子	39.05	1.46	55.33	37.60	72.74	0.23	0.42
	300602.SZ	飞荣达	电子	39.49	2.30	34.54	70.73	64.65	0.27	0.60
	301489.SZ	思泉新材	电子	6.40	6.53	3.90	59.66	9.74	1.02	1.89
AI 垂直应用	301086.SZ	鸿富瀚	电子	47.80	5.44	45.04	38.69	90.52	1.27	0.00
	002273.SZ	水晶光电	电子	39.01	4.88	65.83	29.73	18.88	0.74	0.93
	300170.SZ	汉得信息	计算机	191.08	6.26	100.00	274.67	93.47	0.07	0.26
	300840.SZ	酷特智能	纺织服装	265.68	9.33	96.84	39.39	56.46	0.72	0.00
	002757.SZ	南兴股份	机械	52.35	1.47	49.80	35.66	99.67	0.49	0.00
	300634.SZ	彩讯股份	计算机	107.93	8.26	56.63	62.54	83.89	0.47	0.88
	002065.SZ	东华软件	计算机	49.79	1.85	45.08	58.31	70.30	0.12	0.00
	300687.SZ	赛意信息	计算机	51.95	3.65	23.76	37.63	28.15	0.54	0.79
	601360.SH	三六零	计算机	56.34	9.80	73.47	-110.56	/	-0.10	0.11
	002657.SZ	中科金财	计算机	70.23	7.59	97.40	-44.83	/	-0.43	0.00
AI 垂直应用	300418.SZ	昆仑万维	传媒	38.11	8.97	76.32	149.70	89.59	0.25	0.26
	300248.SZ	新开普	计算机	59.86	5.08	69.98	47.25	93.33	0.24	0.35
	300130.SZ	新国都	综合金融	38.34	3.69	94.96	24.72	28.40	0.88	1.65
	300608.SZ	思特奇	计算机	29.47	5.14	88.93	-62.15	/	-0.20	0.00
	300366.SZ	创意信息	计算机	15.46	4.27	85.84	-8.73	/	-1.03	0.00
	300113.SZ	顺网科技	传媒	53.88	6.57	25.47	50.37	27.55	0.32	0.41
	002230.SZ	科大讯飞	计算机	45.59	5.35	31.49	546.84	98.13	0.09	0.39
	300378.SZ	鼎捷数智	计算机	88.76	3.74	77.71	59.05	85.68	0.56	0.80
	300785.SZ	值得买	商贸零售	108.76	4.98	57.20	116.08	98.94	0.32	0.64
	002315.SZ	焦点科技	传媒	118.04	10.05	99.92	36.78	76.57	1.38	1.76
AI 垂直应用	688369.SH	致远互联	计算机	83.97	2.85	18.80	-21.49	/	-1.10	0.40
	300010.SZ	豆神教育	消费者服务	188.15	17.67	96.83	66.05	60.89	0.12	0.10
	300654.SZ	世纪天鸿	传媒	62.99	9.03	91.29	112.06	90.48	0.12	0.18
	002530.SZ	金财互联	机械	89.66	7.55	90.24	-274.45	/	-0.04	0.00
	300384.SZ	三联虹普	石油石化	40.09	4.62	28.23	17.18	19.77	1.07	1.44
	603108.SH	润达医疗	医药	19.78	1.17	82.63	245.09	96.42	0.07	0.72
	301396.SZ	宏景科技	计算机	63.53	5.62	99.07	469.61	99.26	0.07	0.00
	301171.SZ	易点天下	传媒	152.88	6.69	97.46	66.90	97.46	0.49	0.72
	300058.SZ	蓝色光标	传媒	72.68	0.37	30.15	-477.00	/	-0.02	0.21
	002131.SZ	利欧股份	传媒	152.78	1.19	72.66	-82.31	/	-0.04	0.00
AI 垂直应用	002995.SZ	天地在线	传媒	47.45	2.15	90.25	-139.76	/	-0.14	0.00
	600588.SH	用友网络	计算机	24.69	3.79	9.32	-26.78	/	-0.41	0.12
	603039.SH	泛微网络	计算机	103.26	6.46	42.15	60.65	44.02	0.97	1.06
	688777.SH	中控技术	计算机	29.78	4.28	24.41	35.31	27.76	1.42	1.91
	688111.SH	金山办公	计算机	70.35	29.56	30.76	99.18	30.59	3.17	4.08
	300624.SZ	万兴科技	计算机	75.76	9.20	74.69	846.26	98.73	0.08	0.56
	688095.SH	福昕软件	计算机	43.26	9.69	39.32	725.03	95.25	0.10	0.31
	300559.SZ	佳发教育	计算机	42.94	9.19	44.22	71.11	87.10	0.16	0.46
	002955.SZ	鸿合科技	电子	14.20	1.54	71.24	20.88	40.40	1.13	2.04
	300033.SZ	同花顺	计算机	172.11	42.55	93.33	116.98	96.34	2.39	3.12
AI 垂直应用	600570.SH	恒生电子	计算机	57.88	6.92	16.11	38.90	21.89	0.67	0.92
	300059.SZ	东方财富	非银行金融	113.79	118.15	94.22	45.12	55.82	0.51	0.62
	300803.SZ	指南针	计算机	144.88	30.55	76.32	355.16	81.17	0.25	0.66
	300253.SZ	卫宁健康	计算机	20.93	4.51	11.11	39.71	12.25	0.16	0.28
	688246.SH	嘉和美康	计算机	46.27	5.20	36.86	-196.05	/	-0.12	0.90

资料来源：万得，中银证券

注释：统计数据截止时间为2025年1月27日，市盈率、市销率分位数统计时间为2020年1月1日至2025年1月27日，EPS数据统计日期为2025年1月27日，算法为：指定日前推12个月的净利润除以最新总股本计算的每股收益，最新业绩快报参与计算。预测EPS为万得一致预期中值，预测日期为2025年1月27日

春节假期出行人数较 2024 年同比小幅回升。2025 年春节假期首日（1 月 28 日），全社会跨区域人员流动量 20438.9 万人次，比 2024 年同期增长 4.7%。其中铁路客运量 776 万人次，比 2024 年同期下降 6%。公路人员流动量 19418 万人次，比 2024 年同期增长 5.2%。水路客运量 58.7 万人次，比 2024 年同期增长 3.8%。民航客运量 186.23 万人次，比 2024 年同期增长 4.34%。全社会跨区域人员流动量就整体而言，相对于 2024 年呈现小幅增长趋势，而从细分领域看，除铁路客运量相较于 2024 年有所下降，公路、民航、水路等领域客运量均呈增长趋势，特别是公路、民航增长更为明显。

图表 12. 2024 年与 2025 年春节假期首日人员流动量对比



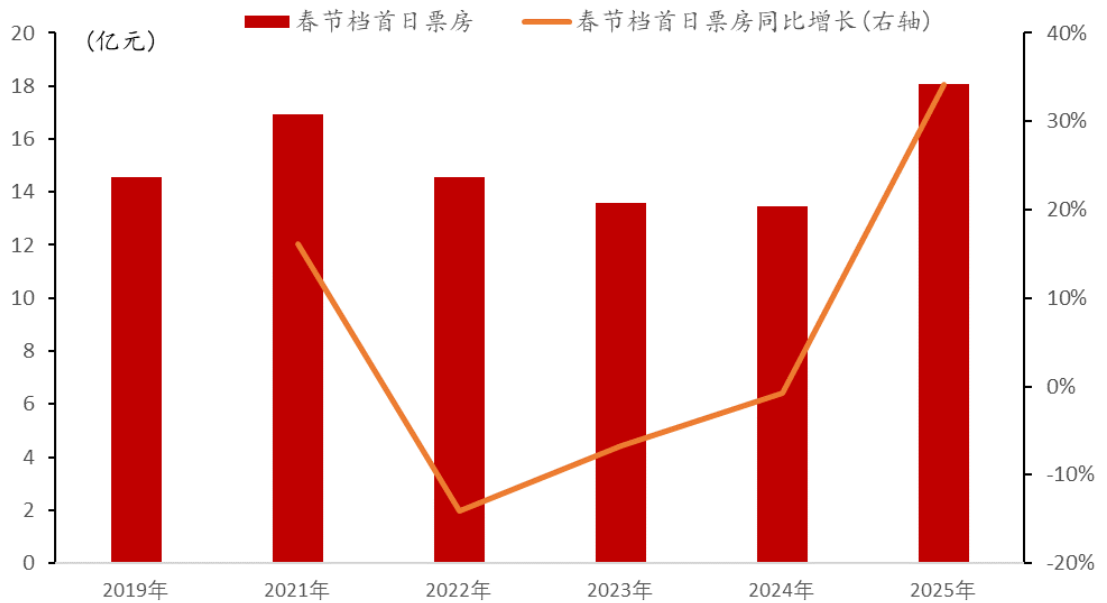
资料来源：交通运输部，中银证券

地方旅游与零售数据较去年同期有所提升，“冰雪游”与“避寒游”成为春节旅游重要趋势。截至 2 月 2 日 15 时，四川全省纳入统计的 A 级旅游景区接待游客 675.61 万人次，实现门票收入 7347.56 万元，与去年同期（正月初五）同口径相比分别增长 5.17%、3.04%，而据北京商务局数据，春节假期前四天，重点监测的百货、超市、专业专卖店、餐饮和电商等业态企业实现销售额 37.5 亿元，同比增长 14.2%。全市 60 个重点商圈客流量近 1660 万人次，同比增长 17.1%。

根据中国旅行社和途牛联合发布的《2025 春节旅游消费趋势报告》显示，今年春节的旅游消费呈现出多样化、深度化和品质化的特点。冰雪旅游与避寒游双双火热。数据显示，南方游客占据东北冰雪旅游的 75% 以上，浙江、江苏、福建等地的游客尤为集中。同时，与南下避寒一并火热的还有海南、广州、丽江等地，成为游客度假的热门选择。

2025 年春节档首日票房为近年来最高值。2025 年春节档首日票房高达 18.07 亿元，为近 5 年以来的最高值，相较 2024 年春节档首日票房增长 34%。截至 2025 年 2 月 4 日 15 时 39 分，《哪吒之魔童闹海》以 45.7 亿元票房位居春节档首位，其次分别是《唐探 1900》、《熊出没·重启未来》、《封神第二部：战火西岐》、《射雕英雄传：侠之大者》、《蛟龙行动》等。

图表 13. 2025 年春节档首日票房为近年来最高值



资料来源：猫眼专业版，中银证券

总体来看，春节期间出行、旅游、零售、电影等消费数据较 2024 年均有一定程度的好转，线下消费整体呈现出一定的回暖趋势。

地产成交延续止跌回稳态势。2025 年首月，房地产市场成交延续止跌回稳态势，环比下跌，不过得益于去年基数较低，1 月前 22 日成交同比仍正增 26%，其中一线城市市场热度较高，同比正增，特别是深圳增长 170%，二三线城市成交环比回落约 4 成，同比正增 20%，涨幅不及一线。

图表 14. 地产成交延续止跌回稳态势

表：2025 年 1 月前 22 日全国 30 个重点城市商品住宅成交面积（单位：万平方米）

能级	城市	1 月前 22 日	环比	同比	能级	城市	1 月前 22 日	环比	同比
一线	北京	28	-38%	13%	二三线	南京	19	-51%	53%
	上海	36	-26%	25%		济南	19	-32%	-4%
	广州	43	-37%	59%		长沙	19	-37%	-4%
	深圳	45	-31%	170%		南宁	17	-42%	57%
	合计	152	-33%	56%		珠海	14	-18%	30%
二三线	成都	98	-27%	31%		苏州	13	-62%	-38%
	西安	57	10%	16%		宁波	13	-41%	78%
	杭州	36	-36%	45%		常州	10	-18%	29%
	青岛	36	-29%	38%		无锡	9	-58%	-32%
	武汉	35	-74%	34%		厦门	8	-25%	30%
	天津	32	-52%	-6%		徐州	6	-42%	3%
	佛山	27	-27%	32%		嘉兴	6	-41%	7%
	重庆	23	-18%	0%		福州	6	-37%	-1%
	昆明	23	0%	64%		长春	5	-78%	-36%
	合肥	22	5%	121%		合计	593	-38%	20%
	郑州	21	-36%	38%	总计				
	惠州	20	-36%	-17%			745	-37%	26%

资料来源：克尔瑞地产研究院，中银证券

地产成交延续止跌企稳态势，线下消费春节期间出现一定回暖，整体来看，地产产业链、消费板块均出现一定景气回升，不过节奏相对稳健，DeepSeek 的推出是 AI 产业发展的重要里程碑，有望加速 AI 应用、AI 端侧产品的商业化落地和盈利进程，AI ASIC 产业链也有望受益，人形机器人 Alpha 层面再迎重要催化，宇树科技 H1 人形机器人集群参演名为《秧 BOT》的机器人舞蹈表演，完成高难度动作。节后 AI 产业链、机器人产业链等或仍是最具潜力的方向。

图表 15. 行业中观比较打分表

	大类行业风格赋分	中观景气指标及景气预期赋分	盈利预期赋分	估值及交易拥挤度水平赋分	行业综合评分	行业配置推荐
计算机	5	5	3	2	41	高配
电子	4	5	4	1	37	高配
通信	4	4	5	2	36	高配
自动化设备	4	4	3	2	35	高配
传媒	5	5	3	2	34	高配
汽车	3	3	1	3	33	高配
新兴消费	3	4	4	4	33	高配
社会服务	2	2	5	3	30	高配
能源金属	2	3	5	1	29	标配
国防军工	4	3	4	1	29	标配
房地产	2	1	5	4	28	标配
银行	1	2	1	1	28	标配
电力设备	2	2	5	2	28	标配
家用电器	3	3	2	3	27	标配
证券	4	2	3	2	27	标配
医药	2	3	3	3	27	标配
贵金属	2	3	3	2	26	标配
猪产业	1	2	4	4	25	标配
公用事业	3	4	1	4	24	低配
钢铁	2	2	4	1	24	低配
建材	2	2	4	1	24	低配
工程机械	2	2	3	3	24	低配
煤炭	3	3	1	2	24	低配
白酒	2	2	2	4	23	低配
食品	2	2	2	4	23	低配
工业金属	2	2	2	3	22	低配
航运港口	4	3	0	2	21	低配
商贸零售	1	1	4	3.1	21	低配
建筑	2	2	1	3	20	低配
保险	1	2	5	4	19	低配
石油石化	2	2	1	3	19	低配
家具家居	2	1	2	3	18	低配
纺织服装	1	1	3	3	18	低配

资料来源：万得，中银证券
注释：行业综合评分=3*大类行业风格赋分+3*中观景气指标及景气预期赋分+2.5*盈利预期赋分+1.5*估值及交易拥挤度水平赋分，数据统计截至 2025 年 1 月 27 日

一周市场总览、组合表现及热点追踪

图表 16.春节假期期间国内外市场重要财经新闻整理

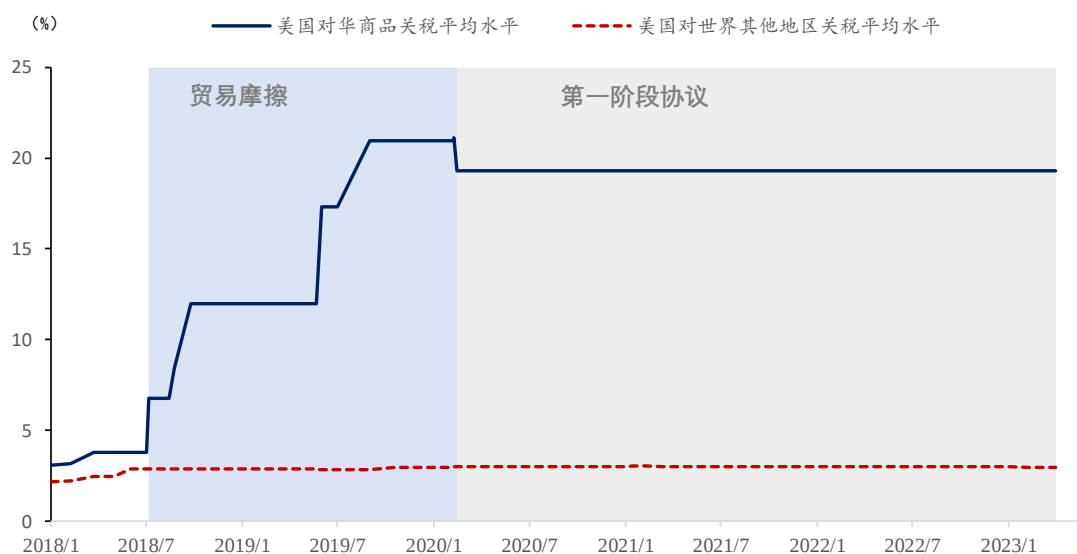
日期	事件
1月28日	因受到中国 AI 初创公司 DeepSeek 人工智能模型的冲击，英伟达股价暴跌 17% 市值蒸发 5927 亿美元。
1月30日	美联储宣布维持联邦基金利率不变,将联邦基金利率目标区间继续维持在 4.25%-4.5%之间，符合市场普遍预期，这是美联储自去年9月开启降息周期以来首次暂停降息。
1月30日	欧洲央行如期降息 25BP，存款机制利率下调 25BP 至 2.75%，符合市场预期，为连续第四次会议降息 25BP。主要再融资利率和边际贷款利率分别从 3.15%和 3.40%下调至 2.90%和 3.15%。
1月31日	日本政府宣布拟对十余种半导体相关物项实施出口管制，并将多家中国企业列入“最终用户清单”等。这些物项可能涉及半导体制造的关键设备、材料或技术。具体而言，这些管制措施可能包括限制半导体制造设备的出口，如极紫外（EUV）相关产品的制造设备，以及可立体堆叠存储元件的蚀刻设备等。
1月31日	四季度美国实际 GDP 增速略弱于市场预期，主要拖累来自于库存和设备投资。美国四季度 GDP 环比折年为 2.3%，弱于市场预期的 2.6%，也弱于三季度 3.1%的增速。2024 年全年美国实际 GDP 增速为 2.8%，略低于 2023 年的 2.9%。
2月1日	中国证监会主席吴清在最新一期出版的《求是》杂志撰文《奋力开创资本市场高质量发展新局面》。吴清指出，支持新质生产力发展，抓好“创投十七条”、“科创板八条”等政策文件的落地实施，支持优质未盈利科技型企业发行上市，发展多元化股权融资，促进畅通私募股权、创业投资多元化退出渠道。
2月1日	春节假期期间，在政策加力之下，各地掀起了“焕新”潮。2025 年 1 月 20 日至 2 月 1 日，已有 1470.4 万名消费者申请了 1886.7 万件手机等数码产品购新补贴；2025 年 1 月 1 日到 2 月 1 日，159.3 万名消费者购买 12 大类家电产品 191.5 万台；全国汽车报废更新超 5.8 万份，带动新车销售超 75 亿元。
2月2日	美国宣布对加拿大、墨西哥征收 25%关税。美国总统特朗普当天签署关税令，对来自加拿大和墨西哥的进口产品征收 25%的额外关税，对来自加拿大的能源资源征收 10%关税。关税暂定 4 日生效。
2月2日	在美国宣布对加拿大和墨西哥输美产品加征 25%的关税后，加拿大和墨西哥方面作出回应。加拿大总理特鲁多表示，加拿大将对价值 1550 亿加元的美国商品征收 25%的关税。从 2 月 4 日起立即对价值 300 亿加元的商品征收关税，随后将在 21 天内对价值 1250 亿加元的美国产品征收进一步关税。
2月2日	美国宣布对中国商品加征 10%关税。美国总统特朗普于当地时间 1 日签署行政令，对所有进口自中国的商品，美国将在现有关税基础上加征 10%的关税。对来自美国三大贸易伙伴的进口商品征收关税将影响价值约 1.3 万亿美元贸易，根据 2023 年的数据，占美国进口总额的 43%，接近美国 GDP 的 5%。
2月2日	据相关部门数据显示预计 2 月 2 日(春运第 20 日，农历正月初五)，全社会跨区域人员流动量 31932 万人次，其中，铁路客运量 1450 万人次，公路人员流动量 30102 万人次(高速公路及普通国道非营业性小客车人员出行量 27212 万人次、公路营业性客运量 2890 万人次)，水路客运量 138 万人次，民航客运量 242 万人次。
2月3日	2025 年春节，中国游客的出境游热情高涨，足迹遍布全球 2100 余个境外城市，相比去年增长五成。多家 OTA 平台数据显示，春节假期跨境游订单同比增长 30%以上。2025 年春节期间入境游订单同比增长超过 200%。民俗预定平台上春节过年民俗非遗等关键搜索量同比增长 3 倍，外国人预订民俗数量增长 2.3 倍。美团旅行数据显示，作为申遗成功的首个春节，逛灯会庙会体验年俗的重头戏，春节前三日全国“灯会”“庙会”的搜索热度环比增长 217%。

资料来源：iFind，各门户网站，中银证券；截至 2025/2/3

美东时间 2 月 1 日晚 8 时许，美白宫发布事实清单，宣布以芬太尼等问题为由对中国输美产品加征 10%关税，同日宣布对加拿大、墨西哥征收 25%关税（其中加拿大能源资源税率为 10%），暂定 4 日起生效。此次加税为特朗普候任时期关税主张的落地，2024 年 11 月 25 日，特朗普在“真实社交”平台表示过，就任后将立即对墨西哥和加拿大进入美国的所有产品征收 25%关税，对中国商品额外征收 10%的关税。不过，从最新消息看，事情仍有转圜余地，美东时间 2 月 3 日特朗普发文称美国同意立即暂停向墨西哥加征关税的计划，为期一个月，期间将由美国国务卿鲁比奥、财政部长贝森特和商务部长卢特尼克以及墨西哥的高级代表进行谈判；同日，特朗普表示加拿大已同意确保美国北部边界的安全，并最终结束诸如芬太尼等致命毒品大量流入美国的问题，对加拿大加征关税措施将暂缓 30 天实施，以争取与加拿大达成最终的经济协议。墨西哥、加拿大的案例或预示中美之间仍有谈判空间。特朗普的反复凸显了其在贸易政策上的真正目的，即通过加征关税保护国内产业，推动制造业回流，以实现美国的再工业化。

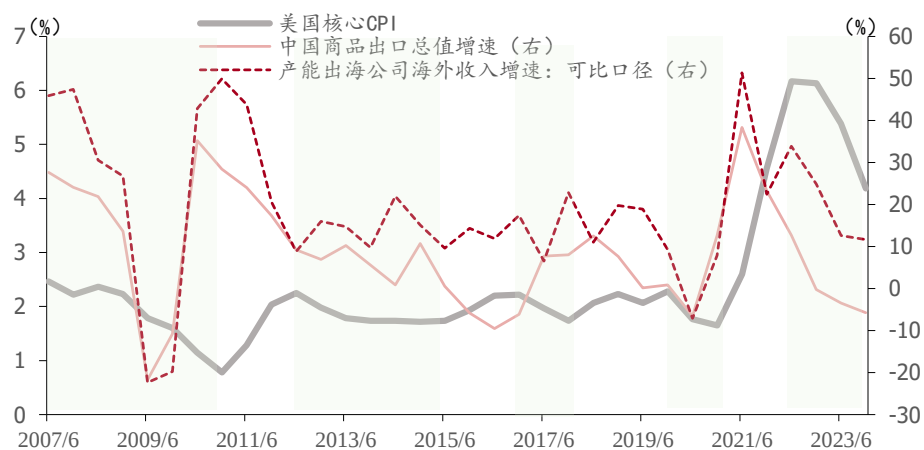
特朗普 2.0 周期若加征关税落地，对国内出口链负面影响首当其冲，产能出海链影响方向相同但幅度更弱。根据我们的统计，历史上几轮外需下行周期中（以美国核心 CPI 衡量），A 股有海外产能上市公司收入影响小于国内出口数据的下行幅度，即**含有部分海外产能收入的上市公司收入有更好的应对外需下行的抗性**。因而投资上，我们建议关注在美直接有产能布局的上市公司，这些公司在未来极端情形下抗风险能力更强，后续产能出海也更有基础。

图表 17. 当前美对华平均关税水平远高于世界剩余国家和地区平均



资料来源: PIIE, 中银证券

图表 18. 外需下行周期, 有海外产能上市公司收入影响小于国内出口



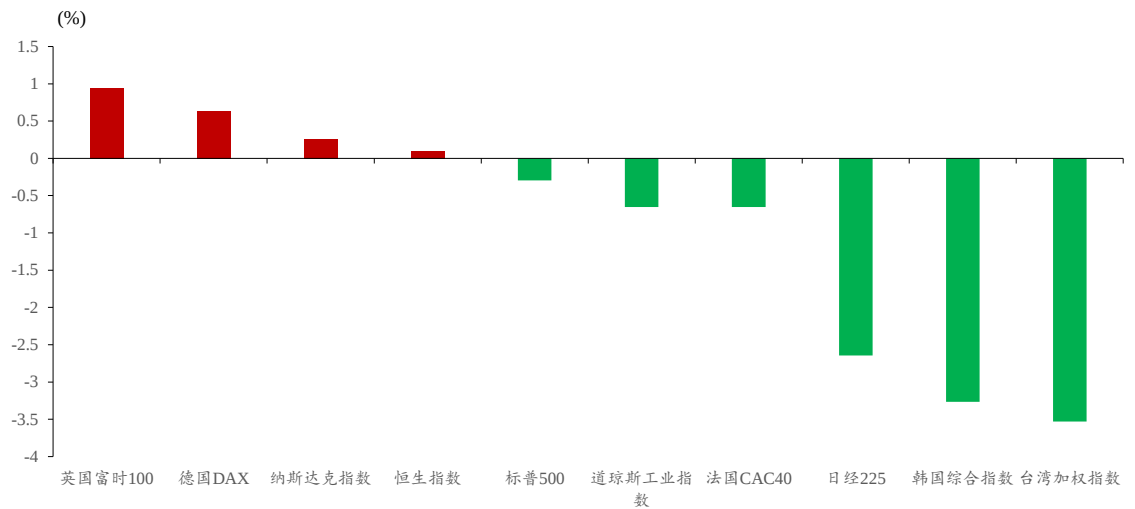
资料来源: iFind, 中银证券

图表 19. 在美国有产能布局的 A 股上市公司名单

代码	简称	美国代表性子公司
000009.SZ	中国宝安	环球资源产业有限公司
000045.SZ	深纺织 A	恒顺（塞班）实业有限公司
000553.SZ	安道麦 A	管理解决方案公司
000700.SZ	模塑科技	MINGHUA USA INC.
000816.SZ	智慧农业	江淮动力美国有限公司
000837.SZ	秦川机床	联合美国工业公司
000887.SZ	中鼎股份	中鼎密封件(美国)有限公司
002073.SZ	软控股份	富凯轮胎科技有限公司
002079.SZ	苏州固锝	Miradia Inc.
002496.SZ	辉丰股份	Huifeng International USA INC
002522.SZ	浙江众成	众成包装(美国)公司
002611.SZ	东方精工	Fosber Container Machinery LTD.
300206.SZ	理邦仪器	理邦医疗诊断技术有限公司
300252.SZ	金信诺	PC Specialties-China,LLC
600143.SH	金发科技	Kingfa Science&Technology(USA),INC.
600535.SH	天士力	Tasly AmericaPharmaceuticals,Inc
600718.SH	东软集团	东软医疗(美国)有限公司
600851.SH	海欣股份	HG RESOURCES.INC
601808.SH	中海油服	COSL America Inc.
603596.SH	伯特利	WBTL USA INC.

资料来源：中银证券

图表 20. 春节假期期间外围股市表现一览



资料来源：万得，中银证券；统计周期为 2025/1/28—2025/2/3

风险提示

1) 政策落地不及预期，宏观经济波动超预期。2) 市场波动风险。3) 海外经济超预期衰退、流动性风险。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371