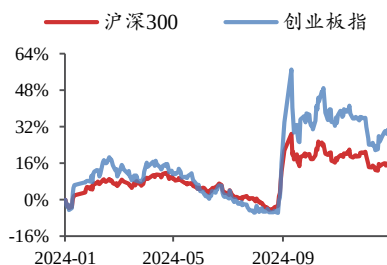


2025 年 01 月 27 日

开源晨会 0127

——晨会纪要

沪深 300 及创业板指数近 1 年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
计算机	3.724
传媒	2.608
通信	2.180
钢铁	2.068
社会服务	1.723

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
食品饮料	-0.413
公用事业	-0.257
房地产	-0.149
银行	0.060
综合	0.065

数据来源：聚源

吴梦迪（分析师）

wumengdi@kysec.cn

证书编号: S0790521070001

观点精粹

总量视角

【宏观经济】从收入结构看财政追赶预算目标的方式——12 月财政数据点评
-20250125

【固定收益】关于央行 MLF 不降息的理解——事件点评-20250125

【金融工程】主动权益基金加仓科技板块，固收基金杠杆率下行——公募基金2024年四季报全扫描-20250125

【金融工程】机器人板块的资金行为监测——金融工程定期-20250125

【金融工程】开源交易行为因子绩效月报（2025 年 1 月）——金融工程定期-20250125

【中小盘】中长期资金入市多措并举，新股与定增投资未来可期——中小盘策略专题-20250125

行业公司

【中小盘】政策刺激 Q4 销量同环比高增，2025 年智驾迎拐点——中小盘周报
-20250126

【地产建筑】新房成交面积环比增长，多部门协同推动中长期资金入市——行业周报-20250126

【商贸零售】多家零售公司发布业绩预告，润本股份增长稳健——行业周报
-20250126

【传媒】DeepSeek/豆包模型迭代与 Agent 共振，继续布局 AI——行业周报
-20250126

【地产建筑】大力发展多层次 REITs 体系，消费 REITs 表现持续优异——行业周报-20250126

【煤炭开采】中长期资金入市迎落地，煤炭红利与周期攻守兼备——行业周报
-20250126

【农林牧渔】2024 年业绩预告陆续出炉，生猪及宠物企业表现亮眼——行业周报
-20250126

【计算机】周观点：AI Agent 产业风口已至——行业周报-20250126

【食品饮料】2024Q4 食品饮料仓位回落，白酒减配较多——行业点评报告
-20250126

【医药】2024 年全球医疗健康投融资整体企稳，国内环比改善趋势已现——行业周报-20250126

【食品饮料】食品饮料仓位回落，春节白酒平淡大众品较好——行业周报
-20250126

【煤炭开采】新疆煤炭迎黄金发展，“煤电化”全产业链显著受益——行业深度报告-20250124

研报摘要

总量研究

【宏观经济】从收入结构看财政追赶预算目标的方式——12月财政数据点评-20250125

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 沈美辰（分析师）证书编号：S0790524110002

事件：12月，全国一般公共预算收入20692亿元，全国一般公共预算支出39559亿元。政府性基金预算收入19742亿元，政府性基金预算支出20440亿元。

一般公共预算收支提速，全年非税收入占比偏高

1、12月财政收入显著抬升，全年财政收入正增。2024年全年公共财政收入21.97万亿元，同比增长1.3%，全年实现正增。12月财政收入单月同比增长24%，刷新2024年最大增幅。拆解12月财政收入结构，非税收入超季节性高增。12月全国税收收入13050亿元，同比增长2.7%；非税收入录得7642亿元，同比增长94%，为近十年来最高。税收结构方面，主要税种翘尾回升，企业所得税表现亮眼。12月全国增值税收入5435亿元，同比增长6.6%，增速有所改善，12月各类基本面指标增速有所回暖，指向实体经济稳步转暖，增值税单月增速为年内最高值。消费税收入1268亿元，同比增长6.8%，增速环比改善。个人所得税、企业所得税收入分别录得1345、1310亿元，同比增长9%、96%。企业所得税大幅增收，与季节性规律有一定偏离，可能的原因一是12月PPI同比降幅收窄，一定程度释放企业利润，税基在低基数下增长；二是伴随着财政“赶进度”，地方加大国有资产盘活力度（国有资源有偿使用收入、国有资本经营收入等），可能加大部分国有企业所得税征缴力度。个人所得税随着收入情况边际改善。其他税种方面，房产税、耕地占用税分别同比增长16%、13%。城镇土地使用税同比增长5.9%。土地增值税延续走弱，同比下滑6.3%。车辆购置税增速回升至15%。契税下滑幅度缩窄，同比下降8.3%。关税同比降幅收窄，下降10%。出口退税大幅下降，同比减少245%，主要与12月生效的出口退税政策调整有关，部分原材料等产品出口退税取消，部分成品油、光伏、电池等产品出口退税率下调。

回顾2024年最显著的财政收入特征，即非税收入占比显著高于往年。财政部曾透露，前三季度各级政府多渠道盘活国有资源资产，带动国有资源（资产）有偿使用收入和国有资本经营收入增加，共拉高非税收入增幅10.8个百分点。且财政部强调严禁征收过头税费，故四季度仍偏高的非税收入或主要来源于地方政府大力处置闲置资产，加大资源、资产盘活力度等，也作为财政收入的重要补充。

2、财政支出加快，水利仍为资金重点投入方向。12月公共财政支出39559亿元，同比增长9.6%，增速显著提升。支出结构看，基建类支出保持强度，社保支出降速。基建分项中水利支出仍表现最为强势，同比增长17%，城乡社区事务支出增长5.6%，交通运输类支出增速回落至2.9%。民生方面，社保就业支出同比增长2.8%，教育支出大幅提速至12%。科技类支出增速回升至24%，文体旅游支出增速小幅改善，同比增长0.3%。12月公共财政支出明显提速，2024全年财政支出达28.5万亿，同比增长3.6%，基本完成年初预算目标。

地方卖地收入显著回升，广义财政收支缺口缩窄

卖地收入边际改善，政府性基金12月回归正增长。12月全国政府性基金收入19742亿元，同比增长4.9%，为2024年3月以来首次由负转正。地方本级政府性基金收入18923亿元，同比增长4.5%。地方国有土地出让金收入16073亿元，同比增长0.7%（前值为-20%）。年末政府性基金收入顺季节性回升，由负转正的大幅改善也反映土地市场的边际暖意。全年政府性基金收入6.2万亿元，完成预算的88%。年底政府性基金收入回暖有效收窄全年政府性收入下滑幅度。

广义财政支出提速。12月政府性基金支出20440亿元，同比增长12.6%，增速较11月显著抬升。政府性基金累计支出增速两年来首次回归正增长，全年增长0.2%。虽一定程度上受2023年低基数影响，但专项债支出在年末仍保持强度，拉动广义财政支出提速。2024年政府性基金支出10.1万亿元，完成预算目标的84%。广义财政实

际赤字约为 3.9 万亿。

总体来看，2024 年财政总体后置，年末卖地收入企稳预示地产改善趋势较为积极。2025 年广义财政赤字率有望提高，我们认为广义财政赤字的组合为一般赤字+专项债+超长期特别国债。专项债若扩容，可能在上半年保有一定发行强度，此外超长期特别国债也将按节奏发行。我们推测 2025 年财政将更为前置。

风险提示：经济超预期下行；政策执行力度不及预期。

【固定收益】关于央行 MLF 不降息的理解——事件点评-20250125

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 刘伟（分析师）证书编号：S0790524070008

2025 年 1 月 24 日，人民银行开展 2000 亿元中期借贷便利（MLF）操作，期限 1 年，最高投标利率 2.20%，最低投标利率 1.80%，中标利率 2.00%。

央行 MLF 不降息，或与当前处于政策观察期有关

2024 年 9 月 24 日至今，一揽子政策陆续出台，包括货币政策、财政政策等。政策刺激下，2024 年 10 月-12 月 PMI 分别为 50.1%、50.3%、50.1%，PMI 开始处于扩张区间。

我们认为，政策阶段性密集出台之后，政策会进入观察期，后续央行降息取决于“政策落地之后的经济走势”。（1）如果后续经济向好，央行或不会选择降息，（2）如果后续经济重新向下，央行或择机选择降息。

考虑到当前经济已经持续处于扩张区间，央行直接降息的必要性不高，央行或更倾向于继续观察政策效果再相机择机。

历史上，2020 年 4 月同样出现过“降息预期落空”。2020 年 4 月 17 日，中央政治局会议提出“运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕”。但实际落地上，2020 年仅 3 月央行降息 20BP，虽然 4 月 17 日政治局会议提及降息之后，但 4 月之后经济持续回升，最终 4 月-12 月央行并未再次进行降息。

资金利率或与汇率关系不大，财政信用政策或更重要

2025 年 1 月 13 日，央行行长潘功胜表示“坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”。当天 DR007 达到 2.02%，明显高于 2024 年四季度平均值 1.68%。市场或把央行收紧资金利率归因于汇率压力。

但是，美元兑人民币汇率从 1 月 13 日的 7.33 下降至 7.29，汇率压力明显缓解。反观 DR007 利率 1 月 23 日达到 2.12%，资金利率并未因汇率缓解而回落。

我们认为，央行在调控资金利率上，汇率或不是关键因素，更重要的因素或是财政政策和信用政策取向。

2023 年 10 月 31 日，中央金融工作会议提出，“全面加强金融监管，有效防范化解金融风险，建立防范化解地方债务风险长效机制”，意味着 2024 年财政和信用政策大概率相对偏紧，央行或为对冲财政和信用政策的影响、实现逆周期调控目标，提前在 2023 年底引导资金利率下降。数据上，2023 年 10 月-12 月 DR007 利率月均值分别为 1.98%、1.97%、1.84%。

从地方政府隐性债务化解角度，2014 年、2018 年、2024 年为历史上三次化债的起始年份，基本对应了三次货币宽松时期，背后传导链条同样为“债务化解→财政信用政策相对偏紧→央行宽货币逆周期调控”。

另外，当前央行维持偏高货币利率，或正意味 2025 年财政和信用政策相对积极。

债市观点：关注降息预期和超长债利率

2025 年 1 月 23 日，1 年国债收益率为 1.31%，较 2024 年 12 月 24 日的最低水平 0.93%，上行幅度达到 38BP。

反观 30 年国债收益率，同期反而从 1.99% 下行至 1.90%，下行幅度达到 9BP。

这一轮债市收益率上行以短端国债为主，背后或与资金超预期收紧有关。前期超长端国债由于“央行收紧资金利率→经济潜在压力增加→未来降息空间更大”的传导逻辑下行。对比 2016 年，同样是 2016 年 8 月央行开始收紧货币利率，短端国债收益率见底，但超长端国债收益率由于对基本面相对谨慎和对央行的降息预期而继续下行。但 2016 年 11 月之后由于 PPI 同比快速回升，降息预期开始快速回落，超长端国债收益率随之快速上行。

对比当前这一轮债市调整，我们认为，未来经济数据是核心变量，投资者需要重点关注“社融、M1、消费、PMI、房地产销量和房价”，来跟踪基本面的走势。

考虑到当前政策已经确定性转向扩张性政策，经济大概率重回上升趋势，重点关注降息预期的变化和可能引起的超长端国债调整，需要防范债市的潜在波动。

转债观点：关注转债的投资机会

我们认为，考虑到特朗普或更注重“美国内部问题”，而非“重心集中在中国”，对中国市场的潜在影响下降。

更重要的是，由于国内政策确定性转向扩张性政策，以及 2025 年大概率是财政和信用政策宽松，转债市场存在良好的投资机会，重点关注红利和小盘转债。

历史上看，“核心资产”具备超额收益往往发生在经济确定性复苏阶段，当前市场投资者对中长期预期仍然存在一定的不确定性，建议关注小盘转债和红利转债超额收益机会。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

【金融工程】主动权益基金加仓科技板块，固收基金杠杆率下行——公募基金 2024 年四季报全扫描-20250125

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 张翔（分析师）证书编号：S0790520110001 | 陈威（联系人）证书编号：S0790123070027

2024 年四季度股票市场整体下跌，沪深 300 指数收益-2.06%，中证 800 收益-1.62%，全市场公募基金最新规模为 32.75 万亿元，较 2024 年三季度末环比上涨 1.72%。股票型基金资产净值季度环比上升 2.82%，其中被动指数型基金是规模增长的主导类别，其规模环比上升 5.46%。整体来看，2024 年四季度债券型基金整体收益表现较优，债券型基金收益率中位数为 1.72%。

主动权益基金：科技板块占比增加 2.84%，周期板块占比减小 2.17%

2024 年四季度末主动权益基金规模为 3.38 万亿元，较 2024 年三季度末减少 3501.36 亿元，数量为 4034 只。股票仓位：2024 年四季度末主动权益基金的股票仓位为 88.41%，较 2024 年三季度末减少 0.16%。板块配置：科技板块占比增加 2.84%，周期板块占比减小 2.17%。重仓行业：重仓前三大行业分别为电子、电力设备和医药生物，占比季度变化分别为+2.98%、+0.68%、-1.14%。重仓股票：最大主动增持为中兴通讯，最大主动减持为中际旭创。港股配置：港股持仓规模季度环比增加 3.44%，非必需性消费主动增持比例较大。

固收+基金：股票仓位上升，杠杆率下降 1.64%

2024 年四季度末，固收+基金规模为 7973.38 亿元，较上季度末减少 322.12 亿元。资产配置：股票、可转债、利率债仓位占比上升。重仓股票：主要分布在银行、电子、食品饮料等行业。重仓债券：前三名分别为浦发转债、兴业转债、24 国开 15。杠杆率：最新杠杆率为 116.33%，较 2024 年三季度末下降 1.64%。

固收基金：基金总体规模上涨，杠杆率下降

2024 年四季度末固收基金总体规模为 7.67 万亿元，季度环比上涨 0.13%，基金数量为 2401 只。其中，中长期纯债型基金规模为 6.53 万亿元，数量为 2058 只；短期纯债型基金规模为 1.14 万亿元，数量为 343 只。资产配置：短期纯债型基金信用债占比 83.14%，较上季度末减少 1.18%；利率债占比 16.57%，较上季度末增加 1.18%。

中长期纯债型基金信用债占比 49.51%，较上季度末减少 1.31%；利率债占比 50.23%，较上季度末增加 1.33%。重仓债券：纯债型基金前十重仓债主要为政策银行债。杠杆率：短期纯债型基金杠杆率为 113.85%，较上季度末下降 2.68%；中长期纯债型基金杠杆率为 120.34%，较上季度末下降 2.85%。

FOF 基金：整体规模下降，新发份额保持低位

截至 2024 年四季度末，FOF 基金数量为 499 只，FOF 基金总规模为 1321.72 亿元，较上季度末下降 134.97 亿元。2024 年四季度，FOF 新发基金 8 只，新发份额 24.76 亿份。

风险提示：本文分析结果基于历史数据统计，过去业绩不代表未来表现，不构成对产品的推荐投资建议。

【金融工程】机器人板块的资金行为监测——金融工程定期-20250125

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 苏俊豪（分析师）证书编号：S0790522020001

机器人板块 1 月以来上涨 6.55%

“机器人”是指自动执行工作的机器装置。它的任务是协助或取代人类工作的工作，例如生产业、建筑业，或是危险的工作。该概念主要涉及：工业自动化生产线生产、数控机器人制造、自动伺服系统以及服务机器人等相关领域。万得编制的机器人指数（884126.WI）由 112 只成分股等权构成，我们对机器人板块的资金行为进行全方位监测。

2025 年开年以来，市场呈震荡调整态势，但机器人板块整体表现亮眼，截至 1 月 23 日，机器人指数上涨 6.55%。而自 2024 年 9 月以来，指数上涨 53.30%，超额同期万得全 A 指数 32.26%。

机器人板块资金动向

公募实时持仓：我们基于基金净值、持仓披露、调研行为等市场公开信息，对公募基金持仓进行了实时测算。测算结果显示，公募基金对机器人板块配置仓位 2024 年 12 月以来有所回升；

ETF 资金持仓：A 股指数投资的大时代正在到来。近年来，指数投资产品呈现供需两旺的繁荣气象，2024 年三季度末公募 ETF 基金总规模已突破 3.4 万亿元。测算结果显示，ETF 资金持仓占机器人板块股票市值比例 2024 年以来持续上升；

两融余额动向：融资余额 9 月 25 日之后大幅反弹向上，融券处于较低水平。

机器人板块成分股资金行为解析

机构调研：汇川技术、埃斯顿、中控技术等调研次数最多；

雪球大 V：绿的谐波、柯力传感、金奥博等受到关注最高；

主力资金：歌尔股份、秦川机床、汇洲智能等买入最多；

龙虎榜：三丰智能、卓郎智能、新元科技等曾出现在龙虎榜；

高频股东户数：海德控制、宝塔实业、金银河等股东户数增幅最高。

风险提示：模型测试基于历史数据，市场未来可能发生变化。

【金融工程】开源交易行为因子绩效月报（2025 年 1 月）——金融工程定期-20250125

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 高鹏（分析师）证书编号：S0790520090002 | 盛少成（分析师）证书编号：S0790523060003

Barra 风格因子表现跟踪

通过对 Barra 风格因子 2025 年 1 月的收益测算可以发现：从大/小盘风格来看，市值因子录得了-0.81%的收益。从价值/成长维度看，账面市值比因子录得了-0.48%的收益，成长因子录得了 0.23%的收益，盈利预期因子录得了 1.15%的收益。

开源交易行为因子概述

稳健的交易行为模式中，蕴藏有稳健的 alpha 源。循着这一研究理念，我们陆续提出了一系列基于交易行为的选股因子，受到量化投资同行的认可。其中：理想反转因子的交易行为逻辑是，A 股反转之力的微观来源是大单成交，通过每日平均单笔成交金额的大小，可以切割出反转属性最强的交易日；聪明钱因子的交易行为逻辑是，从分钟行情数据的价量信息中，可以识别出机构参与交易的多寡，进而构造出跟踪聪明钱的因子；APM 因子的交易行为逻辑是，在日内的不同时段，交易者的行为模式不同，反转强度也相应有所不同；理想振幅因子的交易行为逻辑是，基于股价维度可以对振幅进行切割，不同价态下振幅因子所蕴含的信息存在结构性差异。我们将上述因子汇总在一起，做定期的跟踪，以及实时监控交易行为类因子的动态表现。

开源交易行为四因子的全历史表现

在全历史区间，理想反转、聪明钱、APM、理想振幅因子的 IC 分别为-0.051、-0.038、0.030、-0.054，rankIC 分别为-0.061、-0.061、0.035、-0.072，信息比率分别为 2.53、2.74、2.36、3.02，多空对冲月度胜率分别为 77.5%、82.1%、78.6%、83.6%。

开源交易行为合成因子在全历史区间的 IC 均值为 0.068，rankIC 均值为 0.092，多空对冲信息比率 3.35，多空对冲月度胜率为 82.5%。

1 月份：聪明钱、APM 录得正收益，理想反转、理想振幅录得负收益

理想反转因子 1 月份多空对冲收益为-0.07%，近 12 个月的多空对冲月度胜率为 58.3%。聪明钱因子 1 月份多空对冲收益为 1.00%，近 12 个月的多空对冲月度胜率为 91.7%。APM 因子 1 月份多空对冲收益为 0.92%，近 12 个月的多空对冲月度胜率为 75.0%。理想振幅因子 1 月份多空对冲收益为-0.62%，近 12 个月的多空对冲月度胜率为 83.3%。交易行为合成因子 1 月份多空对冲收益为 0.99%，近 12 个月的多空对冲月度胜率为 83.3%。

风险提示：模型测试基于历史数据，在市场波动不确定性下可能存在失效风险。

【中小盘】中长期资金入市多措并举，新股与定增投资未来可期——中小盘策略专题-20250125

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001 | 周佳（分析师）证书编号：S0790523070004

中长期资金入市方案发布，加大中长期资金入市力度

2025 年 1 月 22 日，中央金融办、中国证监会、财政部、人力资源社会保障部、中国人民银行、金融监管总局等六部门联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》（以下简称《实施方案》），从提升商业保险资金 A 股投资比例与稳定性、优化全国社会保障基金及基本养老保险基金投资管理机制、提高企（职）业年金基金市场化投资运作水平、提高权益类基金的规模和占比、优化资本市场投资生态等方面提出一系列具体举措。《实施方案》聚焦公募基金、商业保险资金、养老金等中长期资金入市的卡点堵点问题，既确定了各类中长期资金提高投资 A 股实际规模、比例的一些具体明确指标要求，又从建立适配长期投资的考核制度、投资政策、市场生态建设等方面作出了一些针对性的制度安排。这是继《关于推动中长期资金入市的指导意见》后我国推动中长期资金入市决策部署的又一重要举措，有助于进一步提升中长期资金的权益配置能力，实现中长期资金保值增值、资本市场平稳健康运行、实体经济高质量发展的良性循环。

放宽战略投资者认定规则，定价类定增市场迎来新机遇

在持续优化资本市场投资生态方面，《实施方案》允许公募基金、商业保险资金、基本养老保险基金、企（职）业年金基金、银行理财等作为战略投资者参与上市公司定增。此前政策对于战投参与定增的要求较为严格，根据

2020 年《发行监管问答——关于上市公司非公开发行股票引入战略投资者有关事项的监管要求》，战略投资者需提供市场、渠道、品牌等战略性资源，愿意长期持有公司较大比例股份并且有能力实际参与公司治理。因此，此前公募基金等因难以满足提供战略性资源、长期持股及参与公司治理等要求而不能参与战略投资者为主的定价定增市场。本次放宽战略投资者认定规则后，公募基金等或将加大定价类定增项目投资力度，从而提升定价类定增市场的活跃度和市场规模。

鼓励参与定增及新股申购，银行理财等入市迎来新利好

《实施方案》提出，在参与新股申购、上市公司定增、举牌认定标准等方面，给予保险资管、银行理财与公募基金同等政策待遇，有助于进一步丰富银行理财和保险资管的投资工具，加大相关资金投资入市力度。新股申购方面，现行《首发承销细则》规则下公募基金、社保基金、养老金、年金基金、保险资金和合格境外投资者为 A 投资者，享有优先配售权，网下发行时需安排不低于网下发行证券数量的 70% 进行配售；《实施方案》落地后银行理财、保险资管将上升为 A 类投资者，有利于提升相关账户的网下打新中签率。上市公司定增方面，锁定期机制促使银行理财、保险资管进行中长期投资，有助于熨平市场短期波动影响；折价机制则为上述资金提供一定安全垫，有助于实现长期稳健的投资收益。

风险提示：政策变动风险、流动性风险。

行业公司

【中小盘】政策刺激 Q4 销量同环比高增，2025 年智驾迎拐点——中小盘周报-20250126

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001 | 徐剑峰（联系人）证书编号：S0790123070014 | 朱珠（联系人）证书编号：S0790124070020

本周市场表现及要闻：至 1 月 23 日，2025 年汽车以旧换新申请量达 3.4 万份

市场表现：本周（指 1 月 20 日至 1 月 24 日，下同）上证综指收于 3253 点，上涨 0.33%；深证成指收于 10293 点，上涨 1.29%；创业板指收于 2122 点，上涨 2.64%。大小盘风格方面，本周大盘指数上涨 0.60%，小盘指数上涨 1.25%。2024 年以来大盘指数累计上涨 12.48%，小盘指数累计上涨 1.46%，小盘/大盘比值为 1.27。溯联股份、凌云光、美格智能本周涨幅居前。

本周要闻：东风奕派与华为达成战略合作，将共同打造中高端智能化车型；北汽集团：2025 年陆续在所有车型上布局自动驾驶技术；吉利银河 L6EM-i 预售：8.98 万元起，CLTC 综合续航超 2000km/百公里亏电油耗 2.9L；禾赛激光雷达宣布获得奇瑞汽车多个新车型定点，2025 年量产；截至 1 月 23 日 24 时，全国共收到 2025 年汽车以旧换新报废更新补贴申请 3.4 万份；商务部等 8 部门：稳定和扩大汽车消费，鼓励相关地区优化汽车限购限行措施；乘联分会崔东树：预计 2025 年总体汽车出口增速 10%，达到 700 万台；欧盟计划整体提供电动汽车补贴；特朗普上台首日签署行政令，取消对电动汽车行业的支持。

本周重大事项：1 月 18 日，明新旭腾发布员工持股计划，其业绩指标：以 2022-2024 年营收均值为基数，2025、2026、2027 年营收增长率目标值分别不低于 20%、25%、30%。

本周专题：政策刺激 Q4 销量同环比高增，2025 年重点关注智驾加速渗透

受以旧换新政策刺激，2024Q4 国内乘用车销量同环比+13.1%/28.0%，同时出口端继续创新高，同环比+5.0%/1.3%。分结构看，由于以旧换新政策新能源车单车补贴更多，新能源零售端渗透率连续两个季度突破 50%。智能化方面，受“端到端+大模型”技术的推动，消费者对智驾的认可度也逐步提升，2024Q4 乘用车行业城市 NOA 功能渗透率达 6.2%，新能源车中渗透率更达 12.3%。车企方面，受行业需求高增推动，销量普遍迎来增长，尤其是新能源转型较快的传统车企以及电动智能化属性突出的新势力。展望 2025 年，年初预计面临一定的压力，但商务部已对汽车领域 2025 年以旧换新工作作出部署，确保有序平稳过渡。随着后续政策逐步铺开，尤其是 Q2 开始，预计会有较好的销量表现。同时，2025 年有望成为智驾加速渗透的重要窗口期。Q1 特斯拉 FSD 可能入华的背景

下，有望推动华为系、小鹏、理想等继续加大研发力度，并且有望见证比亚迪、小鹏等车企大力推动智驾平权。

重点推荐主题和个股

智能汽车主题（华测导航、长光华芯、经纬恒润-W、炬光科技、美格智能、均胜电子、华阳集团、北京君正、晶晨股份、德赛西威、源杰科技、沪光股份、溯联股份、拓普集团、瑞鹄模具、浙江仙通、长安汽车、继峰股份、芯动联科、小鹏汽车-W）；高端制造主题（凌云光、奥普特、埃斯顿、矩子科技、青鸟消防、莱特光电、台华新材、奥来德、日联科技）；休闲零食及早餐主题（良品铺子、三只松鼠、巴比食品）；户外用品主题（三夫户外）。

风险提示：乘用车销量、新能源车渗透率、智能驾驶技术进展不及预期。

【地产建筑】新房成交面积环比增长，多部门协同推动中长期资金入市——行业周报-20250126

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002 | 胡耀文（分析师）证书编号：S0790524070001 | 杜致远（联系人）证书编号：S0790124070064

核心观点：新房成交面积环比增长，协同推动中长期资金入市

本周我们跟踪的 68 城新房成交同比不变，环比增长，20 城二手房成交面积同比增长，环比下降。土地成交面积同比下降，溢价率环比增长。本周国新办表示将推动中长期资金入市，进一步提升中长期资金的权益配置能力，稳步扩大投资规模，改善资本市场资金供给与结构，明确了稳步提高中长期资金投资 A 股规模和比例的具体安排、延长了考核周期、进一步巩固形成了落实增量政策的合力。本周杭州：6 宗地块 4 宗溢价成交，华润 25.5% 溢价率摘得西站地块，金地 31% 溢价率摘得临平老城区地块，滨江溢价 71.25% 竞得湖墅单元地块，绿城溢价 41.46% 竞得下沙单元地块。六块地总价 20.13 亿元。2024 年 9 月以来，中央政策持续加码，一揽子宏观政策“大礼包”推出，将积极提振房地产市场。房地产政策调整积极且迅速，房价“止跌回稳”路径显现。预计一线城市的政策调整将对需求侧形成有力支撑，并逐步改善房价预期，进而辐射二三线城市从而逐步实现房价“止跌回稳”，带来房地产基本面改善，维持行业“看好”评级。

推动中长期资金入市，多地优化住房公积金贷款政策

中央层面：国新办：推动中长期资金入市，进一步提升中长期资金的权益配置能力，稳步扩大投资规模，改善资本市场资金供给与结构，明确了稳步提高中长期资金投资 A 股规模和比例的具体安排、延长了考核周期、进一步巩固形成了落实增量政策的合力。

地方层面：常州：2 月 5 日起法拍房可以申请使用住房公积金贷款。北京：发布城市更新新政，支持企业“腾笼换鸟”盘活存量土地资源。泉州：多子女家庭最高可贷公积金 120 万元。

市场端：土地成交面积环比增加，杭州土拍市场火热

销售端：2025 年第 4 周，全国 68 城商品住宅成交面积 247 万平米，同比增加 0%，环比增加 3%；从累计数值看，年初至今 68 城成交面积达 1113 万平米，累计同比增加 14%。全国 20 城二手房成交面积为 207 万平米，同比增速 9%，前值+19%；年初至今累计成交面积 616 万平米，同比增速 20%，前值+27%。

投资端：2025 年第 4 周，全国 100 大中城市推出土地规划建筑面积 1810 万平方米，成交土地规划建筑面积 2143 万平方米，同比下降 20%，成交溢价率为 10.9%。杭州：6 宗地块 4 宗溢价成交，华润、金地、滨江、绿城溢价竞得四个地块，6 宗土地交易总价为 109.51 亿元。

融资端：国内信用债发行规模同比减少

2025 年第 4 周，信用债发行 99.8 亿元，同比减少 33%，环比减少 5%，平均加权利率 2.57%，环比增加 10BP。信用债累计发行规模 209.3 亿元，同比减少 27%。风险提示：市场信心恢复不及预期，政策影响不及预期。

风险提示：市场信心恢复不及预期，政策影响不及预期。

【商贸零售】多家零售公司发布业绩预告，润本股份增长稳健——行业周报-20250126

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 陈思（联系人）证书编号：S0790124070031

润本股份 2024 年业绩增长稳健，周大福、豫园股份受金价上行业绩承压

本周多家零售公司发布最新业绩及经营公告。（1）润本股份：2024 年公司预计实现归母净利润 3.0-3.1 亿元，同比增长 32.7%-37.2%，经营稳中向好。产品上，春夏季定时驱蚊液和秋冬季蛋黄油面霜表现亮眼；渠道上，积极进驻山姆等线下渠道，抖音实现高增。公司底层优势在于强自有供应链和扁平化组织管理体系，为产品“推新快、价格低、质量优”保驾护航。展望后续，公司储备有青少年系列、儿童防晒啫喱、便携花露水及其他面霜、洗护类产品，产品逐渐向四季化拓展；新品蓄势待发叠加老品步入快速放量阶段，看好后续产品成长空间。（2）周大福：2024 年 12 月 31 日止三个月主要经营数据，公司 FY2025Q3 销售额同比下滑 14.2%，中国内地零售值同比下滑 13.0%。承压主要系宏观经济环境及金价持续高位波动影响消费者信心所致。全年开店稳健，定价类黄金产品反馈良好。（3）豫园股份：2024 年预计实现归母净利润 1.0-1.5 亿元，同比预计减少 95.1%-92.6%。业绩下滑系受房地产行业下行叠加宏观经济与国际金价波动影响，公司积极调整经营策略，持续优化门店及渠道运营，新年推出豫园灯会吸引客流。

行业关键词：永辉旗舰店、PDRN、沃尔玛调改、京东送礼、bilibili 小店等

【永辉旗舰店】永辉学习胖东来全国调改旗舰店单日销售额突破 300 万元。**【PDRN】**瑞吉明生物全球首款 PDRN 原料并中试成功。**【沃尔玛调改】**沃尔玛开始在中国市场调改门店。**【京东送礼】**京东 App 上线“京东送礼”功能。**【bilibili 小店】**bilibili 上线“小店”业务。

板块行情回顾

本周（1 月 20 日-1 月 24 日），商贸零售指数报收 2113.26 点，上涨 0.13%，跑输上证综指（本周上涨 0.33%）0.20 个百分点，板块表现在 31 个一级行业中位居第 12 位。零售各细分板块中，本周超市板块涨幅最大，2025 年初至今互联网电商板块领跑。个股方面，本周华联股份（+60.9%）、焦点科技（+14.0%）、南极电商（+13.3%）涨幅靠前。

投资建议：关注消费复苏主线下的高景气赛道优质公司

投资主线一（传统零售）：关注顺应消费趋势积极变革探索，把握流量回归机会的线下零售龙头，重点推荐爱婴室、永辉超市等，受益标的百联股份等；

投资主线二（黄金珠宝）：关注积极修炼内功、具备基本面和估值修复弹性的黄金珠宝龙头品牌，重点推荐老铺黄金、潮宏基、周大生等；

投资主线三（化妆品）：关注深耕高景气细分赛道、综合能力不断迭代的国货美妆品牌，重点推荐润本股份、巨子生物、上美股份等，受益标的毛戈平；

投资主线四（医美）：关注受益医美消费恢复、盈利能力具备更强确定性的上游差异化医美产品厂商，重点推荐爱美客等，受益标的锦波生物等。

风险提示：消费恢复不及预期、行业竞争加剧、政策风险等。

【传媒】DeepSeek/豆包模型迭代与 Agent 共振，继续布局 AI——行业周报-20250126

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004 | 田鹏（分析师）证书编号：S0790523090001 | 肖江洁（联系人）
证书编号：S0790124070035

大模型迭代升级竞争加剧，Agent 加快落地，继续布局 AI 应用

1月20日，DeepSeek（深度求索）发布全新大模型 DeepSeek-R1，其在前训练阶段大规模使用了强化学习技术，在仅有极少标注数据的情况下大幅提升了模型推理能力，在数学、代码、自然语言推理等任务上，性能可比肩 OpenAI o1 正式版，且实现真正开源，其 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。1月20日，豆包实时语音大模型正式推出并在豆包 App 全量开放，实现语音理解、生成一体化及端到端语音对话，在语音表现力、控制力、情绪承接方面表现突出，并具备低时延、对话可随时打断等特性，用户整体满意度较 GPT-4o 有明显优势，尤其在是语音语气自然度和情绪饱满度方面；1月22日，全新豆包 1.5Pro 大模型正式发布，在知识、代码、推理、中文等多个权威测评基准上综合得分优于 GPT-4o、Claude 3.5 Sonnet 等业界一流模型。此外，1月21日，阶跃星辰宣布其原生端到端文本、视觉、语音三模态生成理解一体化模型 Step-1o 系列迎来新成员 Step-1o Vision 多模态理解大模型；1月23日，智谱宣布其全球首个面向公众、回车即用的电脑智能体 GLM-PC 开放体验，可“观察”和“操作”计算机，协助用户高效完成各类电脑任务；同日 OpenAI 举行直播活动并发布自身首款 AI Agent “Operator”，可代理用户执行基于网页的操作。我们认为，DeepSeek-R1 基于强化学习再次让“低成本+高性能”大模型成为可能，并有望引领模型往开源方向发展，强大的推理能力或助力其在教育、办公、科研领域应用加快落地；豆包、阶跃星辰大模型不断升级语音、情感、视觉理解及生成等多模态能力，在社交陪伴、影视、教育、电商、广告等领域商业化或加快；智谱、OpenAI 不断推动 Agent 成为 AI 应用落地的重要工具。模型迭代、Agent 升级、端侧 AI 推新三方共振下，AI 应用商业化空间或不断打开，建议继续布局：（1）AI+陪伴：重点推荐奥飞娱乐、盛天网络、顺网科技、网易云音乐，受益标的包括汤姆猫、实丰文化；（2）多模态数据语料：重点推荐锋尚文化，受益标的包括每日互动、捷成股份、天娱数科、视觉中国、海天瑞声；（3）AI+影视：重点推荐上海电影、芒果超媒，受益标的包括华策影视、中文在线；（4）AI+广告/电商：重点推荐汇量科技、引力传媒、值得买，受益标的包括因赛集团、蓝色光标、易点天下、浙文互联；（5）AI+教育：受益标的包括世纪天鸿、盛通股份、南方传媒、佳发教育。

微信蓝包增加发群“抢礼物”功能，社交裂变继续助力微信电商产业链成长

1月25日，微信小店“送礼物”功能更新，用户在微信小店挑选商品后，即可发微信群进行赠送，且可自由选择礼物份数。我们认为，这一功能更新与此前微信群“抢红包”或产生类似效果，基于微信庞大用户流量及微信群互动社交裂变，“抢礼物”或进一步拉动微信小店 GMV 增长，持续赋能微信电商产业链各方成长。我们建议继续关注微信电商产业链，重点推荐腾讯、东方甄选、壹网壹创、值得买，受益标的包括微盟集团、有赞、天地在线、元隆雅图、中信出版等。

风险提示：AI 应用商业化进展低于预期、微信小店 GMV 增长不及预期等。

【地产建筑】大力发展多层次 REITs 体系，消费 REITs 表现持续优异——行业周报-20250126

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002 | 胡耀文（分析师）证书编号：S0790524070001 | 杜致远（联系人）
证书编号：S0790124070064

大力发展多层次 REITs 体系，消费 REITs 表现持续优异

2025 年第 4 周，我们跟踪的中证 REITs（收盘）指数为 829.85，同比上涨 17.08%，环比上涨 2.09%；中证 REITs 全收益指数 1020.29，同比上涨 26.16%，环比上涨 2.27%；本周 REITs 市场交易规模成交量达 8.07 亿份，同比增长 65.03%；成交额达 31.96 亿元，同比增长 90.69%；区间换手率 4.77%，同比增长 8.66%。本周保障房、环保、高速公路、产业园区、仓储物流、能源、消费类 REITs 一周涨跌幅分别为+1.69%、+0.45%、+1.42%、+2.85%、+4.00%、+2.26%、+9.42%；一月涨跌幅分别为+8.07%、+0.51%、+1.86%、+8.91%、+11.49%、+3.85%、+17.09%。我们认为，债券市场利率中枢下行压力下，“资产荒”逻辑将继续演绎，REITs 作为高分红、中低风险的资产，在政策力度加强以及社保金和养老金入市预期下，将持续提升配置性价比，板块具备较好的投资机会，维持行业“看

好”评级。

大力发展多层次 REITs 体系，中航易商仓储物流 REIT 正式登陆交易所

广东省人民政府发布《关于高质量发展资本市场助力广东现代化建设的若干措施》，其中内容提到将大力发展多层次 REITs 体系，建立地方政府公募 REITs 后备项目库，着力打造功能完善的现代资本市场体系，培育长期耐心资本；聚集发展具有国际水平的投资银行和财富管理机构，培育世界一流上市公司群体等具体目标。中航易商仓储物流和易方达华威市场正式登陆沪深交易所上市，自此中国公募 REITs 的上市数量增至 60 只。进一步丰富了市场的产品供给，为投资者带来更多的选择与机遇。

一周行情：消费 REITs 单周上涨 9.42%，单月累计上涨 17.09%

2025 年第 4 周，中证 REITs（收盘）指数为 829.85，同比上涨 17.08%，环比上涨 2.09%，2024 年年初至今累计上涨 9.70%，同期沪深 300 指数累计上涨 11.71%，累计超额收益-2.00%。中证 REITs 全收益指数 1020.29，同比上涨 26.16%，环比上涨 2.27%，2024 年年初至今累计上涨 18.39%，同期沪深 300 指数累计上涨 11.71%，累计超额收益+6.69%。本周保障房、环保、高速公路、产业园区、仓储物流、能源、消费类 REITs 一周涨跌幅分别为+1.69%、+0.45%、+1.42%、+2.85%、+4.00%、+2.26%、+9.42%；一月涨跌幅分别为+8.07%、+0.51%、+1.86%、+8.91%、+11.49%、+3.85%、+17.09%。

两只 REIT 交易所正式上市，22 只 REITs 基金等待上市

2025 年第 4 周，共有 22 只 REITs 基金等待上市，本周中航易商仓储物流 REIT、易方达华威市场 REIT 正式登陆交易所上市。

风险提示：（1）公募 REITs 价格变动及运营风险；（2）调控政策超预期变化，行业波动加剧；（3）各类别资金入市进度不及预期；（4）项目长期分派率不及预期。

【煤炭开采】中长期资金入市迎落地，煤炭红利与周期攻守兼备——行业周报-20250126

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

本周要闻回顾：中长期资金入市迎落地，煤炭红利与周期攻守兼备

本周动力煤（Q5500）CCTD 报价 762 元/吨，较上周环比跌 5 元/吨；秦港平仓价报价 753 元/吨，较上周环比下跌 5 元/吨。从供给端来看，截至 2025 年 1 月 19 日，晋陕蒙三省 442 家煤矿开工率 83.1%，环比上升 0.1pct，产地开工率春节前一周小幅上行往年常态（即春节保供）。从需求端来看，沿海八省电厂日耗合计 166.7 万吨，环比下降 31.7%，2025 年 2 月 25 日中央气象台发布寒潮黄色预警、暴雪蓝色预警、大风蓝色预警、大雾黄色预警，25-27 日我国大部气温将先后下降 8~12℃，局地降温幅度可达 14℃以上，电厂日耗有望得到支撑；非电煤中的煤化工耗煤表现突出，国内甲醇开工率为 81.5%，环比涨 0.7pct，国内尿素开工率 83.5%，环比涨 2.4%，本周布伦特原油报价 78.9 元/吨，虽较上周小跌，但在当前煤油价差下，煤化工成本依旧明显。短期煤价仍处于磨底期，后续政策面和基本面变化有望进一步支撑煤价企稳反弹：（1）长协价上限支撑及煤企自救行为：近期港口现货价格已跌至港口年度长协上限 770 元/吨的临界值，若现货煤价进一步下跌，电厂购买现货意愿将有望增强，并且若煤价大幅跌破 770 元/吨，煤企或采取限产保价等自救行为；（2）年度长协体制维护：自 2017 年开始构建的年度长协煤机制卓有成效，政策一直向“煤电双方盈利平衡”努力，而不是“煤和电顾此失彼”，煤电之间存在盈利均分的平衡点，价格也会出现止跌企稳；（3）煤电价格联动机制：电厂历年不是天然的空头，尤其是政策出台的 303 号文和 1439 号文，共同构筑了“保煤价即是保电价”导向，而触发点位恰为 770 元/吨；（4）疆煤外运成本支撑：运输成本的刚性使疆煤出疆存在盈亏线，快速下跌煤价会触发疆煤发运量的减少，从而减少内地煤炭供给；（5）煤油价格联动：我们梳理测算，68 美元/桶布油和 770 元/吨港口煤价做烯烃成本对等，在当前 80 美元/桶原油而 770 元/吨煤价下，煤化工成本优势明显。回溯 2023 年 6 月，秦港平仓价跌至 759 元/吨后迅速回升至 770 之上，彼时看到上述政策面和基本面的变化，当前煤价亦迎来企稳反弹。2025 年 1 月 22 日，六部门印发中长期资金入市方案，明确未来三年公募基金持有 A 股流通市值每年至少增长 10%，力争大型国有保险公司从 2025 年起每年

新增保费的 30% 用于投资 A 股，同时明确提出公募基金、国有商业保险公司、基本养老保险基金、年金基金要全面建立实施三年以上长周期考核，大幅降低国有保险公司当年度经营指标考核权重，细化明确全国社保基金五年以上长周期考核。煤炭作为典型的红利板块，凭借高分红以及相对稳定的业绩，与中长期资金显示出较高的适配性，叠加当前国债收益率仍在 1.67% 低位水平，煤炭或吸引更多资金入市。

投资逻辑：煤炭黄金时代 2.0，煤炭核心价值资产有望再起

煤炭股稳健红利投资逻辑：当前至 3 月两会召开前，国内经济运行偏弱，海外面临特朗普上台之后关税政策的打压，美国处于降息周期且国内利率也进入下行通道，市场股票投资更契合防御型的配置，此外保险资金已在 11 月底完成考核，当前已开始新的布局期，煤炭等红利板块且国资背景风险小，有望成为险资布局的首选方向。
煤炭股周期弹性投资逻辑：3 月两会召开之后，无论动力煤还是炼焦煤价格均处于低位，随着供需基本面的持续改善，两类煤种有望企稳反弹，其中动力煤存在区间内弹性而炼焦煤是完全弹性；当前宏观政策已表现力度很大，市场更期待政策落地后反映在需求上的真实效果，2025 年“两会”之后，政策方案落实以及开春施工季的来临，煤炭的需求和价格均有望体现出向上趋势，煤炭股周期属性将显现。煤炭板块有望迎来重新布局的起点：一是宏观政策利多和资本市场支持力度。9 月 24 日以来，高层持续出台稳增长政策，降准降息，且加大房地产的支持政策，力度和密集程度高于以往，且强化对资本市场的重视和政策支持；二是高分红且多分红已成趋势。2024 年以来多家上市煤企公告中期分红方案（兖矿能源/陕西煤业/电投能源/冀中能源/上海能源/中煤能源/辽宁能源），凸显 2024 年市值管理改革对央企国企分红政策的促进作用；煤炭板块作为国资重地，已经积极响应政策号召，且有从央企向地方国企推开之势，未来分红比例及频次均有望持续提升，煤炭板块高分红高股息投资价值更加凸显。三是产业资本入局预示行情底部来临。2024 年下半年以来，广汇能源、兖矿能源、平煤股份、淮北矿业等相继披露股东增持和上市公司回购方案，或预示产业资本认可当前为板块价值底部，且增持成本显著低于一级市场购买或二级资产注入，复盘历史股东增持后市场表现，后续股价上行概率或明显提高。四主线精选煤炭个股将受益：主线一，红利逻辑：【中国神华、陕西煤业、中煤能源（分红潜力）】；主线二，周期逻辑：【平煤股份、淮北矿业】；主线三，破净修复：【上海能源、永泰能源】；主线四，成长逻辑：【广汇能源、新集能源】。

风险提示：经济增速下行风险，供需错配风险，可再生能源加速替代风险。

【农林牧渔】2024 年业绩预告陆续出炉，生猪及宠物企业表现亮眼——行业周报-20250126

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001 | 王高展（联系人）证书编号：S0790123060055 | 朱本伦（联系人）证书编号：S0790124060020

周观察：2024 年业绩预告陆续出炉，生猪及宠物企业表现亮眼

本周正值小年及春节备货期，全国生猪均价小幅回升。据涌益咨询，截至 1 月 24 日，全国生猪销售均价 15.77 元/公斤，环比上周+0.11 元/公斤，同比+1.22 元/公斤。1 月 24 日样本企业日均生猪屠宰量 27.89 万头，环比上周+8.18 万头，小年及春节备货驱动需求端大幅回升，散户及集团场出栏积极性增强致市场猪源供给充裕，本周猪价小幅上行。

猪价回暖叠加成本下降，多数猪企 2024 年业绩实现扭亏为盈。2024 年豆粕、玉米等主要饲料原料价格低位运行，各企业生猪养殖成本同比大幅下降，叠加行业景气度恢复，2024 年下半年起猪价显著回暖，各企业生猪养殖业务利润大幅回暖，2024 年多数生猪养殖企业业绩实现扭亏为盈。

中宠股份 2024 年业绩预告归母净利润创历史新高，佩蒂股份实现扭亏为盈。（1）中宠股份：公司预计 2024 年归母净利润 3.60-4.00 亿元，同比增长 54.40%-71.55%，创历史新高，其中 2024Q4 归母净利润 0.78-1.18 亿元，同比增长 38.30%-109.19%。境内方面，顽皮、ZEAL、领先品牌盈利水平显著提升。境外方面，公司自主品牌出海业务高速发展，盈利水平持续提升。（2）佩蒂股份：公司预计 2024 年归母净利润 1.81-2.05 亿元，同比扭亏为盈，其中 2024Q4 归母净利润 2621-5021 万元，同比增长 45.03%-177.86%。境内方面，公司自主品牌业务收入规模快速扩大，成熟产品市场份额提升，重点新品加速放量。境外方面，通过迭代开发新品、优化产品结构、加深

客户合作水平等方式，公司海外市场订单同比大幅增加。

周观点：生猪板块业绩持续兑现，转基因产业化扩面提速

生猪板块业绩持续兑现，板块投资价值显现。推荐：牧原股份、温氏股份、巨星农牧、华统股份、天康生物。

供需双驱猪鸡共振向上，看好白鸡景气抬升。推荐圣农发展、禾丰股份。

转基因产业化扩面提速，龙头充分受益。推荐大北农、隆平高科、登海种业。

本周市场表现（1.20-1.24）：农业跑输大盘 1.19 个百分点

本本周上证指数上涨 0.33%，农业指数下跌 0.86%，跑输大盘 1.19 个百分点。子板块来看，种植板块领涨。个股来看，天马科技（+6.66%）、播恩集团（+6.11%）、天邦食品（+4.47%）领涨。

本周价格跟踪（1.20-1.24）：本周黄羽鸡、豆粕、糖价格环比上涨

生猪养殖：1 月 24 日全国外三元生猪均价 15.98 元/kg，较上周+0.29 元/kg；仔猪均价为 31.96 元/kg，较上周-0.37 元/kg；白条肉均价 21.48 元/kg，较上周+0.59 元/kg。1 月 24 日猪料比价 4.8:1。自繁自养头均利润 134.32 元/头，环比-23.00 元/头；外购仔猪头均利润-28.52 元/头，环比+15.13 元/头。

风险提示：宏观经济下行，消费持续低迷，动物疫病不确定性等。

【计算机】周观点：AI Agent 产业风口已至——行业周报-20250126

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 刘道遥（分析师）证书编号：S0790520090001

市场回顾：本周（2025.1.20-2025.1.24），沪深 300 指数上涨 0.54%，计算机指数上涨 3.95%。

周观点：AIAgent 产业风口已至

（1）OpenAI 发布 AI 智能体 Operator，进军 AIAgent

1 月 24 日消息，OpenAI 凌晨举行直播活动，发布 AI 智能体 Operator。它能够代理用户执行基于网页的操作，像人类一样点击、滚动和输入文字，完成诸如购买杂货、预订餐厅以及提交费用报告等任务。Operator 的发布进一步验证了 AIAgent 产业风口已至，2025 年或为 AIAgent 商业化应用的元年。

（2）AIAgent 已经成为全球巨头必争之地

微软在 Ignite2024 技术大会宣布建立全球最大的企业级 AIAgent 生态系统，已有超过 10 万家公司利用 CopilotStudio 创建或编辑 AI 智能体。谷歌推出商用 AIAgent 市场 AIAgentSpace，已提供 19 款解决方案，并计划在未来几个月内增加“数百个人工智能代理”产品。同时海外科技公司 AIAgent 产品的盈利弹性也在初步释放，如 Salesforce2024 年第三季度已销售 200 多份 Agentforce 订单，并计划第四季度招聘 1400 名 AE 销售 Agentforce。ServiceNow 借助 NowAssistAI 平台业绩快速增长，有 44 个客户的 ACV 超过百万美元。AI 加持下多家海外科技公司业绩、股价表现亮眼，我们积极看好 AIAgent 商业化星辰大海。

（3）国内厂商在 AIAgent 领域的布局也在紧锣密鼓推进中

2024 年 11 月，智谱 AI 发布用 AI 替代人类执行任务的三款智能体 Agent，分别是面向手机的 AutoGLM，面向电脑的 GLMPC，及面向网页的 GLM-Web。此外，字节、百度等厂商均在布局 AIAgent，包括字节的 CozeAgent 平台、百度千帆 AgentBuilder 智能体开发工具等。商业化落地层面，汉得信息自 2023 年推出了融合 AIGC 平台 H-Copilot 大圣，市场进展良好，截止 23 年底，已实现约 2,200 万元的营业收入，2024 年 Q3AIGC 相关收入超 4500 万。根据致远互联的业绩预告，公司 AIAgent 关联合同（含 AIAgent 功能的合同）金额约 2500 万元，AI 相关产品已逐步实现订单转化。

投资建议

我们持续坚定看好 AIAgent 落地产业趋势，推荐金山办公、科大讯飞、鼎捷数智、致远互联、用友网络、同花顺、合合信息、拓尔思、焦点科技、税友股份、上海钢联等，受益标的包括高伟达、汉得信息、新致软件、泛微网络、汉王科技、汉仪股份、三六零、万兴科技、润达医疗、彩讯股份、福昕软件、普元信息等。算力领域，推荐淳中科技、海光信息、中科曙光、浪潮信息等，受益标的包括寒武纪、紫光股份、工业富联、景嘉微、远东股份等；华为昇腾生态，推荐软通动力、神州数码、卓易信息等，受益标的包括高新发展、广电运通、烽火通信、拓维信息等。

风险提示：宏观经济环境下行风险；政策落地不及预期等。

【食品饮料】2024Q4 食品饮料仓位回落，白酒减配较多——行业点评报告-20250126

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 张恒玮（分析师）证书编号：S0790524010001

2024Q4 市场减仓食品饮料，主要是白酒持仓比例缩减，大众品配置略有回升

从基金重仓持股情况来看，（Wind 中全部市场基金，一级子行业），2024Q4 食品饮料配置比例（重仓持股市值占重仓股票总市值比例）由 2024Q3 的 11.3% 回落至 10.6% 水平，环比回落 0.7pct，处于 2020 年以来新低位置。分解来看，主要是白酒重仓比例回落 1.3pct。我们选取主动权益基金（普通股票、偏股混合、灵活配置三类基金），从基金重仓持股情况来看，2024Q4 食品饮料配置比例为 7.5%，和 2024Q3 的 8.2% 相比，下降 0.7pct，说明四季度主动权益基金仍减少食品饮料配置。四季度主动基金与被动基金均有减仓食品饮料的动作，反映出整体市场对于食品饮料的基本面情绪仍偏悲观。四季度市场较淡，消费需求较弱，叠加飞天茅台酒批价受扰动一直处于低位，市场对于食品饮料情绪阶段性进一步走低。

基金持有数量回落，基金持股总体减仓

（1）从全市场基金持仓食品饮料股份数量来看，基金三季度普遍减配白酒公司，加配大众品公司。（2）从基金持股市值来看：食品饮料 2024Q4 持股市值环比 2024Q3 下降 11.7%，一方面是四季度板块股价有所回调；另一方面是基金减仓食品饮料。多数公司基金持仓股份数量与基金持股市值的变化趋势相同，表明基金减仓白酒是普遍性行为，且加仓大众品的偏好也基本一致。

基金十大重仓股中食品饮料维持 2 席

观测 2024Q4 市场整体的基金前十大重仓股，食品饮料席位维持两席：贵州茅台、五粮液。十大重仓股中消费公司占有三席（除食品饮料公司外，还有家电行业的美的集团）。相比于 2024Q3 的基金十大重仓股中，四季度紫金矿业、比亚迪、长江电子跌出前十，东方财富、寒武纪、中芯国际作为新增公司入选。

投资建议：大众品成长性优先，白酒低位布局

食品饮料板块四季度板块持续向下调整，四季度消费偏淡，消费数据指标如 CPI、社零数据等均未有强劲表现，终端需求也在低位运行，核心仍是商务消费复苏不及预期，以及居民消费力有待提升。展望 2025 年，我们认为应该从产业的变化层面入手，寻找确定性的投资机会。我们当前优先推荐大众品，看好零食出海。大众品复苏需要的约束条件较少，流程较快，类似消费券的政策即可对于大众品需求形成刺激。且我们判断本轮经济复苏应从大众价位带开始，大众品机会可能更多。首推成长较好的零食板块，新逻辑零食出海空间更大。甘源食品东南亚出海稳步推进，越南及周边区域逐渐渗透；其他东南亚国家也可能迎来突破，后续海外收入预计高增。啤酒 2024 年表现不佳，体现在旺季未见销量复苏。往 2025 年展望，雨水影响可能会降低，且餐饮大概率复苏，带动啤酒需求结构改善。复调需求跟随餐饮回暖而提升，行业混战阶段结束，龙头大概率迎来修复。考虑到原奶上游产能去化不及预期，且规模化牧场较难出清，原奶价格拐点可能延后，短期乳制品成本仍有下行趋势。我们判断当前白酒已接近底部位置，更应关注春节期间批价与库存指标是否合理，渠道秩序是否良性。在当前短期基本面底部，

中期预期升温的背景下，白酒建议遵循底线思路原则逢低布局。

风险提示：宏观经济下行、消费需求放缓、原料价格上涨、食品安全风险

【医药】2024 年全球医疗健康投融资整体企稳，国内环比改善趋势已现——行业周报-20250126

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 汪晋（联系人）证书编号：S0790123050021

2024 年以来全球医疗健康投融资企稳回升，国内环比改善趋势已现

2024 年全球医疗健康产业投融资总额整体企稳，全球投融资已有回暖态势，各月份之间波动较大。根据动脉橙数据，自 2024 年起，全球各月度融资额同比略有增长，2024 年全年合计约 580.13 亿美元，同比增长 1.0%。全球 top30 药企平均研发投入整体稳健增长，2023 年约 54.45 亿美元，同比增长 8.39%；2024Q1-3 约 40.18 亿美元，同比增长 8.08%。季度间平均研发投入整体平稳，单 Q4 一般高于前三个季度，2023 年至今各季度间平均研发投入同比增长稳健。

2024 年以来国内医疗健康产业投融资仍处于底部位置，但环比改善趋势已现，新药申报 IND 数量同比企稳。根据财联社创投通数据，2024 年全年国内中国医疗健康产业融资额合计约 421.17 亿元，同比下滑约 37.52%，国内投融资目前整体还处于磨底阶段，但 2024H2 已看到环比改善趋势；2024 年 BD 交易整体较活跃，有望为生物医药行业提供新的投融资增量。根据 Insight 数据，中国新药申报 IND 数量同比基本企稳，2024 年合计约 1927 个，同比增长约 1.37%。

2024 年 12 月，国内管线超 1 亿美金的重磅 BD 交易共 8 起

2024 年 12 月，国内管线超 1 亿美金的重磅 BD 交易共 8 起，分子形式主要聚焦在 ADC、双抗等。恒瑞医药的 DLL3ADC、翰森制药的 GLP-1R 激动剂、石药集团的 MAT2A 抑制剂、映恩生物的 ADC 均成功谈成总额超 10 亿美元的重磅 BD 交易。

推荐标的

制药及生物制品：人福医药、恩华药业、诺诚健华、京新药业、健康元、九典制药、百洋医药、和黄医药、泽璟制药；中药：东阿阿胶、佐力药业、羚锐制药、悦康药业、方盛制药；原料药：华海药业、普洛药业、奥锐特；医疗器械：奥泰生物、万孚生物、可孚医疗、康拓医疗；CXO：药明康德、药明合联、泰格医药、博腾股份、泓博医药；科研服务：百普赛斯、毕得医药、皓元医药、奥浦迈、昊帆生物、阿拉丁；医疗服务：爱尔眼科、通策医疗；零售药店：益丰药房。

风险提示：政策波动风险、市场震荡风险、地缘政治风险等。

【食品饮料】食品饮料仓位回落，春节白酒平淡大众品较好——行业周报-20250126

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 张思敏（联系人）证书编号：S0790123070080

核心观点：四季度白酒普遍被基金减仓，春节备货大众品表现优于白酒

1 月 20 日-1 月 24 日，食品饮料指数跌幅为 2.1%，一级子行业排名第 28，跑输沪深 300 约 2.6pct，子行业中其他食品（+0.0%）、软饮料（-0.4%）、肉制品（-0.6%）表现相对领先。公募基金已发布年报，从四季度持仓情况来看，市场普遍减配食品饮料，主要是白酒持仓比例大幅缩减，大众品配置反而略有回升。从基金重仓持股情况来看，（Wind 中全部市场基金，一级子行业），2024Q4 食品饮料配置比例由 2024Q3 的 11.3%回落至 10.6%水平，环比回落 0.7pct，处于 2020 年以来新低位置。分解来看，主要是白酒重仓比例回落 1.3pct 较多；大众品持仓略提升 0.6pct 至 1.6%水平。我们选取主动权益基金（普通股票、偏股混合、灵活配置三类基金），从基金重仓持股情况来看，2024Q4 食品饮料配置比例为 7.5%，和 2024Q3 的 8.2%相比，下降 0.7pct，说明四季度主动权益基金仍减少食品饮料配置。四季度主动基金与被动基金均有减仓食品饮料的动作，反映出整体市场对于食品饮料的基本面

情绪仍偏悲观。四季度市场较淡，消费需求较弱，叠加飞天茅台酒批价受扰动一直处于低位，市场对于食品饮料情绪阶段性进一步走低。

春节前一周，白酒动销环比略有改善，但预估同比仍有小幅下滑。整体需求平淡，与市场预期相符。其中高端白酒与大众价格带的地产酒相对较高。茅台批价坚挺。五粮液继停货后，本周又对经销商的第八代合同量进行调减，并开始试点终端直配模式，控量政策推动批价回升，效果较为明显，预计调减的合同量将用 1618 等其他产品弥补。100-300 元价位带需求相对更有韧性，迎驾贡酒、古井贡酒等表现平稳。大众品方面，复合调味料销售步入高增阶段。临近春节，天味、颐海等复合调味料备货及销售明显好转。乳制品需求虽然不如前几年春节火热，但环比已有明显改善。2025 年春节可视为整个行业需求由弱向强的过渡时期。目前渠道库存已降至合理水平，促销方面未过度投入，促销政策集中融入春节前一个月，但整体费率无明显变化。整体来看大众品春节前表现优于白酒。

推荐组合：山西汾酒、贵州茅台、甘源食品、西麦食品

(1) 山西汾酒：汾酒短期面临需求压力，但中期成长确定性较高。汾牌产品结构升级同时杏花村、竹叶青同时发力，全国化进程加快。(2) 贵州茅台：公司将深化改革进程，以更加务实的姿态，强调未来可持续发展。公司分红率提升，此轮周期后茅台可看得更为长远。(3) 甘源食品：公司持续保持营收稳定增长，出海战略初见成效，看好公司出海战略下的中长期发展。(4) 西麦食品：燕麦主业稳健增长，线下基本盘稳固，新渠道开拓快速推进。原材料成本迎来改善，预计盈利能力有望提升。

风险提示：经济下行、食品安全、原料价格波动、消费需求复苏低于预期等。

【煤炭开采】新疆煤炭迎黄金发展，“煤电化”全产业链显著受益——行业深度报告-20250124

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

新疆煤炭资源丰富，煤炭消费以疆内转化为主

新疆预测煤炭资源量 2.19 万亿吨，占全国总预测储量的 40% 以上，居全国首位，累计查明资源量 4500.4 亿吨，居全国第二，是国家五大煤炭供应保障基地之一（山西、蒙西、蒙东、陕北、新疆）。2017-2023 年，新疆原煤产量由 1.67 亿吨提升至 4.57 亿吨，年复合增速为 18%，2024 年 1-11 月原煤累计产量 4.8 亿吨，同比增长 20.2%，预计全年新疆原煤产量将达到 5.3 亿吨，同比+16%。据新疆煤炭交易中心预测，预计 2025 年新疆煤炭产量继续保持增长态势，有望达到 5.7 亿吨。据经济观察报信息，“十五五”期间新疆煤炭产量或超过陕西省（2023 年陕西省原煤产量为 7.6 亿吨，2024 年 1-11 月陕西省原煤产量为 7.1 亿吨，按年化计算 2024 年全年产量有望达到 7.8 亿吨）。未来 10 年新疆煤炭产能有望持续增长，据经济观察报信息，自治区相关部门人士预计新疆煤炭产能预计达到 10 亿吨水平。2023 年新疆煤炭消费量约为 3.47 亿吨，原煤产量的 76% 用于自治区内部消耗。从疆内煤炭消费格局看，煤炭消费主要集中在煤电和煤化工领域，2023 年煤电消费占比约为 50%，煤化工消费占比约为 20%。2024 年新疆原煤产量预计达 5.3 亿吨，其中约 3.9 亿吨原煤预计自用，全年原煤产量比重预计为 73.6%。

煤电行业：火电项目加速建设，疆电外送量逐年提升

2019 年以来新疆火力发电量占总体发电量比例有所下降，但仍贡献主要发电量。2023 年新疆火力发电量 3790 亿千瓦时，火力发电量占比 77.1%，2024 年 1-11 月新疆地区火力发电量 3470.8 亿千瓦时，火电发电量占比小幅回落至 72%。同时疆电外送量逐年提升，2023 年新疆地区外输电力为 1263 亿千瓦时，较 2022 年小幅提升 0.5%，新疆地区发电量外输比例自 2019 年的 20% 提升至 2023 年的 25.7%。2024 年 1-11 月新疆地区外输电力 1112.3 亿千瓦时，疆电外送量占比小幅回落至 23.1%。据我们不完全统计，新疆 2024 年新投产/在建/拟建火电装机规模 34035MW。据新疆煤炭交易中心预测，2024 年新疆火力发电量约 3850 亿千瓦时，全年火力发电耗煤量约 1.95 亿吨，按此计算新疆地区度电耗煤量约为 506.5 克/千瓦时。我们以新疆 2021-2023 年火电设备平均利用小时数 5175 小时来计算，当前新疆地区新投产/在建/拟建火电项目预计贡献年耗煤量约 8920 万吨，远期新疆火电用煤需求合计约 2.84 亿吨。

煤化工行业：就地转化新成长曲线，产业投资步入高峰期

据我们不完全统计，目前前新疆在建煤炭分级提质利用项目年耗煤量预计达 7600 万吨；煤制油项目在建产能合计 500 万吨，按照煤制油单吨耗煤量 4 吨计算，有望拉动 2000 万吨耗煤量；煤制气规划和建设产能达 400 亿立方米，按照 0.0032 吨/立方米的原煤消耗量计算，煤制气项目有望在远期带动 1.3 亿吨的耗煤量；在建/拟建煤制烯烃项目达 850 万吨/年，按照单吨煤制烯烃需要消耗 5.5 吨煤计算，有望拉动新疆 4675 万吨/年的耗煤量；在建/拟建乙二醇项目 120 万吨，预计新贡献 480 万吨煤炭消费量。总体来看，据我们不完全统计，当前新疆在建/拟建煤化工项目有望贡献 2.78 亿吨的煤炭需求增量，远期新疆煤化工用煤需求合计约 3.68 亿吨。

新疆“煤电化”产业建设加码，煤电化产业链有望受益

据我们不完全统计，新疆新投产/在建/拟建煤电、煤炭分级提质、煤制油、煤制气、煤制烯烃、乙二醇项目项目预计额外带动 3.67 亿吨的疆煤需求，2024 年疆煤自用量约 3.9 亿吨，预计远期疆煤自用量达 7.56 亿吨，未来新疆煤炭仍以就地转化为主。“煤电化”产业对上游煤矿勘探、煤炭采选、机械设备和工程建设以及下游管网运输、电力运输、物流运输等投资领域均具备辐射效应，煤电化产业链有望受益（第 22 页表格梳理）。对于煤炭和煤化工受益标的，关注现阶段超前布局新疆煤炭资源的：【广汇能源、兖矿能源、中煤能源、上海能源、平煤股份】，在新疆具有煤化工业务布局的：【广汇能源、宝丰能源、兖矿能源】。

风险提示：煤价超预期下跌风险；安全生产风险；新建项目不及预期风险等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

¹ 根据新凤鸣 2024 年三季报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团有限责任公司控股孙公司共青城胜帮投资管理有限公司持有新凤鸣 5.43% 的股份。尽管开源证券与共青城胜帮投资管理有限公司分别属于陕西煤业化工集团有限责任公司的控股子公司和孙公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对共青城胜帮投资管理有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与新凤鸣不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn