

晨会纪要

数据日期: 2025-01-17	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)	3241.82	10161.32	3812.34	10885.62	2717.97	965.90
涨跌幅度 (%)	0.17	0.59	0.31	0.43	0.33	0.99
成交金额 (亿元)	4565.53	6789.81	2654.37	2505.57	3102.65	1021.01

晨会主题

【常规内容】

宏观与策略

宏观月报: 宏观经济宏观月报-12月民间投资回暖, 总需求改善或具备持续性

宏观周报: 宏观经济宏观周报-临近春节, 国内工业生产明显放缓

固定收益专题研究: 资金观察, 货币瞭望——资金面出现波澜, 稳汇率压力下预计1月市场利率上行

固定收益快评: 可交换私募债跟踪-私募EB每周跟踪 (20250113-20250117)

固定收益周报: 转债市场周报-风险偏好提升, 转债赔率仍佳

策略深度: 2025年价值投资新范式(六)-国央企突围

策略专题: 估值周观察(1月第3期)-小红书主题估值快速拔升

策略专题: 策略周思考-从估值环境改善到国央企突围

行业与公司

海外市场专题: 科技周期探索之八-AI时代的三个案例公司: 微软、AMD、英伟达

海外市场专题: 港股市场速览-港股安然度过避险情绪高峰

海外市场专题: 美股市场速览-科技与金融巨头带动大盘修复

银行行业快评: 银行业点评-这轮“钱荒”有何不同?

银行行业快评: 固收类新高, 现金类收缩, 多资产堵点待打通——2024年银行理财年报点评

房地产行业快评: 统计局2024年1-12月房地产数据点评-销售量价和到位资金持续好转, 开发投资和新开工仍在低位

非银行业月报: 2024年12月保费收入点评-“开门红”全面启动

农业行业周报: 农产品研究跟踪系列报告(144)-看好养殖板块低位布局, 玉米、豆粕价格低位修复空间充裕

361度(01361.HK) 海外公司快评: 第四季度流水增长稳健, 童装与电商增长环比提速

驰宏锌锗(600497.SH) 深度报告: 中铝旗下铅锌龙头, 优质资源静待注入
 京东集团-SW(09618.HK) 海外公司快评: 收入利润表现亮眼, 以旧换新带动Q4电商份额增长

腾讯控股(00700.HK) 海外公司快评: 游戏加速增长, 微信小店等带动广告潜力释放

华测检测(300012.SZ) 财报点评: 收入同比增长8.49%, 经营保持稳健

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 01月20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	19584.06	0.31

基金指数 01月20日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3232.30	-0.03
股票基金指数	9586.20	0.22
混合基金指数	8888.19	0.06

汇率 01月20日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.02	-0.26
美元兑人民币	7.32	-0.07
美元兑港币	7.78	-0.01
美元兑日元	156.31	0.74

非流通股解禁 01月20日

名称	解禁数量 (万股)	流通股增加%	解禁日期
赛为智能	18	0.08	2016/07/27
经纬电材	27	0.16	2016/07/27
新界泵业	10	0.04	2016/07/27
华邦健康	5	0.00	2016/07/27
佰利联	78	0.13	2016/07/28
中科创达	8	0.08	2016/07/28
瑞丰高材	0	0.00	2016/07/28
瑞丰高材	0	0.00	2016/07/28

金融工程

金融工程专题报告:金融工程专题研究-通用航空指数投资价值分析——

聚焦低空经济,把握政策与产业双重驱动下的投资机遇

金融工程周报:热点追踪周报-由创新高个股看市场投资热点(第 178 期)

金融工程周报:多因子选股周报-反转因子表现出色,中证 500 指增组合年内超额 1.52%

金融工程周报:主动量化策略周报-TMT 板块领涨,超预期精选组合年内排名主动股基 5.39%

金融工程周报:港股投资周报-原材料行业领涨,港股精选组合本周上涨 2.01%

金融工程周报:基金周报-首批 12 只科创综指 ETF 申报,科创板宽基 ETF 规模超 2000 亿元

金融工程日报:市场缩量收涨,半导体产业链全线走强

【常规内容】

宏观与策略

◆ 宏观月报:宏观经济宏观月报-12月民间投资回暖,总需求改善或具备持续性

2025年1月17日国家统计局发布2024年12月份经济增长数据,重点关注的经济增长类数据如下:

- 1、2024年国内生产总值1349084亿元,按不变价格计算,比上年增长5.0%;四季度不变价GDP同比增长5.4%,较三季度加快0.8个百分点;
 - 2、12月份,全国规模以上工业增加值同比增长6.2%,较11月份上升0.8个百分点;
 - 3、12月份,社会消费品零售总额45172亿元,同比增长3.7%,较11月份回升0.7个百分点;
 - 4、1-12月份,全国固定资产投资(不含农户)514374亿元,同比增长3.2%,较1-11月小幅回落0.1个百分点;扣除房地产开发投资,全国固定资产投资同比增长7.2%;
 - 5、12月份,进出口总额40670亿元,同比增长6.8%。其中,出口24099亿元,增长10.9%;进口16570亿元,增长1.3%;
 - 6、12月份,全国城镇调查失业率为5.1%,较上月上升0.1个百分点,持平上年同月。
- 12月国内经济增速上升至5.6%左右。

基于生产法测算的月度GDP同比增速在12月份约为5.6%,较11月上升0.3个百分点,表明12月国内供给仍偏强,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。

12月国内民间投资回暖,总需求改善或具备持续性。

2024年9月底以来,国内政府需求走强是较确定的事实,但政府需求的走强能否撬动民间需求改善,这是总需求回升是否具备持续性的根本。不含电力的基础设施建设投资增速是政府需求代表性的跟踪指标,而民间固定资产投资增速是民间需求代表性的跟踪指标。

2024年12月民间固定资产投资当月同比明显反弹至2.6%,创下2023年以来的最高水平,表明2024年9月以来国内政府需求的走强在2024年12月开始撬动民间需求改善,这也意味着这一轮总需求回升或具备较强持续性。

此外值得关注的是,历史上民间固定资产投资增速与房地产开发投资增速大体同向运行,但2024年12月民间固定资产投资增速明显反弹而房地产开发投资增速却继续回落打破了这一趋势,这很可能与当前房地产“严控增量”政策对房地产开发投资的抑制作用有关。随着房地产去库存进程的推进,预计“严控增量”政策将逐渐消退,届时房地产开发投资增速或也将出现较明显的回升改善。

风险提示:政策刺激力度减弱,海外经济政策不确定性。

证券分析师: 李智能(S0980516060001)、董德志(S0980513100001)

◆ 宏观周报:宏观经济宏观周报-临近春节,国内工业生产明显放缓

临近春节,国内工业生产明显放缓。本周国信高频宏观扩散指数A维持负值,指数B延续季节性下行。从分项来看,本周消费、投资、房地产领域景气均出现回落;唯一在上升的指标是与投资相关的焦化企业开工率,表明相关企业预期春节后投资景气将显著回升因此在积极备货。从季节性比较来看,春节前一个月指数B均会季节性回落,平均每周回落0.2,本周指数B标准化后下行0.7,表现逊于历史平均水平,指向国内以房地产、基建为代表的经济增长动能环比有所放缓。

基于国信高频宏观扩散指数对资产价格进行预测,显示当前国内利率偏低,上证综合指数偏高,从均值回归的角度看,预计下周(2025年1月24日所在周)十年期国债利率将上行,上证综合指数将下行。

周度价格高频跟踪方面：

（1）本周食品价格小幅下跌，非食品价格上涨。预计 2025 年 1 月 CPI 食品环比约为 3.5%，非食品环比约为 0.5%，CPI 整体环比约为 1.1%，1 月 CPI 同比或明显上升至 0.9%。

（2）12 月上旬国内流通领域生产资料价格企稳回升，但中旬、下旬持续下跌；1 月上旬国内流通领域生产资料价格继续下跌。预计 2025 年 1 月国内 PPI 环比约为零，PPI 同比回升至-2.1%。

风险提示：海外市场动荡，存在不确定性。

证券分析师： 李智能（S0980516060001）、董德志（S0980513100001）

◆ 固定收益专题研究：资金观察，货币瞭望——资金面出现波澜，稳汇率压力下预计 1 月市场利率上行

Ø海外货币市场指标跟踪：美联储政策真空期，美债短期利率保持稳定；Ø国内货币市场指标跟踪——价：12 月跨年资金面收紧，银行间和交易所回购利率均值大多上行。R001、GC001、R007 和 GC007 月均值分别上行 5BP、14BP、9BP 和 11BP；短期债券收益率方面，1 年期短债收益率大多下行；Ø国内货币市场指标跟踪——量：12 月银行间和交易所隔夜成交量的占比均较上月下降；12 月银行间和交易所待购回债券余额同比月均值较上月有所下降；预估 12 月和 1 月超额存款准备金率分别为 1.6%和 1.1%；Ø1 月资金瞭望：近期资金面出现波澜，历年春节前资金面通常收敛，预计稳汇率压力下今年 1 月市场利率上行；

证券分析师： 赵婧（S0980513080004）、陈笑楠（S0980524080001）、季家辉（S0980522010002）、李智能（S0980516060001）、董德志（S0980513100001）

◆ 固定收益快评：可交换私募债跟踪—私募 EB 每周跟踪（20250113-20250117）

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。

本周无新增项目信息；（部分项目因合规原因未予列示）

• 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

◆ 固定收益周报：转债市场周报—风险偏好提升，转债赔率仍佳

上周市场焦点（1 月 13 日-1 月 17 日）

股市方面，上周权益市场整体走强，各行业呈普涨态势；受 Tiktok 禁令、英伟达 GPO 交换机新品等事件影响，科技板块表现靠前，春节假期来临，社服板块表现亮眼，市场风险偏好修复下家电、银行、公用事业等涨幅相对靠后。

债市方面，上周债券市场震荡偏弱，周初受美元指数较强、汇率压力较大影响，债市有所回调；央行开展较大规模 OMO 对冲 MLF 到期的冲击，但全周资金依旧偏紧；10 年期国债收益率周五收于 1.66%，较前周上行 2.55bp。

转债市场方面，上周转债个券多数上涨，中证转债指数全周+1.31%，价格中位数+1.41%，我们计算的转债平价指数全周+2.71%，全市场转股溢价率与上周相比-5.25%。个券层面，震裕（机器人）、湘泵（机器人）、集智（全自动平衡机）、中宠转 2（宠物经济&业绩预增）、宏图（商业航天&提议下修）涨幅靠前；远信（拉幅定形机）、泰瑞（注塑机）、普利（化学制药&退市风险）转债跌幅靠前。

观点及策略（1 月 20 日-1 月 24 日）

风险偏好提升，转债赔率仍佳：

上周多项宏观数据陆续公布，金融数据和经济数据均有一定亮点可寻——信贷和社融出现超季节性反弹，社零、工业增加值等数据也明显回升，市场风险偏好有所修复。虽然短期外部环境变化等扰动下，权益市场走势较为纠结，但“适度宽松的货币政策”和“更加积极的财政政策”组合拳依旧有望在根本上提振企业盈利中枢，为权益市场中长期向上提供支撑。

转债方面，纯债利率低位下转债资产的关注度提升，配置力量对转债市场的支撑较为有力，如周三全市场转债平均平价-0.90%，而当日转债平均价格+0.07%，转债中位数+0.09%，整体显示出非常强的抗跌性。转债下行空间不大（配置力量较强，正股下跌时溢价率保护作用明显），当前位置赔率较佳，然而溢价率已接近历史80%分位数，或已透支一定向上空间。

择券方面，美国总统换届在即，近期美国政府亦表示或进一步限制AI芯片和技术出口，短期外部或面临地缘、贸易等多方面影响，而国内消费品以旧换新相关政策不断推出（如上周商务部陆续发布支持家电、汽车以旧换新相关通知），建议关注自主可控（信创、半导体材料设备等）及内需方面机会；此外近期题材类板块优势较明显（如上周涨幅靠前的震裕、湘泵转债均受益于机器人概念），逢低可布局AI、人形机器人等持续催化的主题性机会，业绩期加强对绩优品种的关注。

风险提示：海外市场动荡，存在不确定性。

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

联系人：吴越

◆ 策略深度：2025 年价值投资新范式（六）-国央企突围

2025 年 1 月 17 日，国务院国新办举行“中国经济高质量发展成效”系列新闻发布会，国务院国资委副主任袁野介绍中央企业高质量发展有关情况并答记者问，2025 年作为“十四五”规划的收官年，将深入实施中央企业提质增效专项行动，持续提升中央企业控股上市公司质量。

我们从股价表现复盘、个股全景画像、投资逻辑和投资实战维度，对 2025 年国央企突围予以展望：2024 年国央企指数显著跑赢大盘。1) 全年维度看，2024 年国央企指数相对全 A 均取得超额，跑赢幅度在 2pct 到 13pct 不等，其中央企红利全年表现优异，上半年贡献了主要超额（一度跑赢 20%+）；2) 分行业看，央企、地方国企均跑赢行业指数的包括计算机、环保、农业、医药、建材、社服、有色、煤炭；央企超额显著跑赢、地方国企显著跑输行业指数的包括石油石化、交运、煤炭、纺服、通信、非银；3) 个股层面，广西国央企平均表现更为优秀，东南沿海地区国央企整体表现较好。

剖析 A 股国央企的五大维度：市值占比、业绩贡献、地域拆解、行业分布、薪资收入。1) 市值占比上，国央企长期扮演 A 股压舱石的作用，市值占比超过全 A 的 50%；2) 业绩贡献上，国央企贡献 A 股六成以上收入，七成利润；3) 地域拆解上，北京国央企整体市值占比接近 50%，市值超过万亿的省份和直辖市包括北京、上海、广东、江苏、贵州、山东、四川、福建、浙江，北京国央企营收总和占全部央国企的 50%以上，截至 24Q3 上海、福建、广东、浙江、山东、江苏，国央企营收总和超万亿；4) 行业分布上，在上游资源、大金融、公用环保等国计民生关键行业，由国资委或地方国资委实际控制的上市公司占据了较高的比例；5) 2022 年以来国有体制薪资增速较为稳健，安全垫较强；地方国企工资增速较慢；外企及少数其他类型企业工资增速 10 年 CAGR 在 8%以上但波动较大。

2025 年国央企突破的五大逻辑：制度供给、风格研判、增量资金、筹码结构、盈利分红。1) 制度供给：市值管理启新章。市值管理强要求范围中的国央企含量较高，《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》将市值管理制度涉及范围从指数成份股央企扩大至所有央企，并按年度“一企一策”细化市值管理实施方案。从当前公告披露进程看，国央企后续市值管理相关进展空间大。并购重组作为市值管理的重要途径之一，在国企混合所有制改革中亦具有重要时代意义。2) 风格研判：大盘风格并不差。长期看，发达投资市从成长到价值，大市值企业在股市中的权重和涨幅贡献都在增加，价值型龙头崛起，指数/被动产品>个股/主动产品；短期看，业绩预告窗口期，退市新规+年报预告成为中小盘情绪面的“X 因素”。3) 增量资金：险资频举牌、回购再贷款。2024 年 Q4，险资首次举牌券商股，医药行业代表性国央企亦获得举牌，国央企因其较强的中长期盈利能力和稳健的股息支付水平，符合险资中长期投资理念。国央企回购再贷款获批金额超过 110 亿，增持再贷款获批超过 140 亿。4)

筹码结构：并未触及止盈区间。5）基本面：国央企盈利稳定性更强，分红倾向更明显。ROE 稳定性方面，2021 年 Q2 以来的盈利下行周期里，国央企 ROE 反超非国央企；利润率方面，当前国央企相对民企的净利率中枢剪刀差到达最高位。分红金额上，国央企占比超过 2/3，除偏消费属性的行业外，其余大类行业分红主要由央企贡献。分红稳定央企整体市值更大且稳步增长，分红不稳定央企的市值更小且有收缩趋势。

2025 年国央企投资实战五大方向：现金奶牛、港股红利、并购重组、低估待涨、前瞻高息。1）国央企现金奶牛：①参考罗素 1000、A 股核心宽基现金奶牛指数，按自由现金流率筛选；②同时考虑自由现金流和当前超调幅度，基于“市值/企业自由现金流”构建策略；经典现金奶牛不一定是被红利指数纳入的狭义高股息资产，但收益表现与持股体验或远远好于红利指数整体水平。2）港股央企红利：港股的流动性和估值体系与 A 股有差异，因此更多把港股国央企投资做为 A 股国央企投资的补充，在具有相对性价比的时候进行收益增强，基于累计收益率之差适时增加投资组合中 H 股的暴露能够起到放大红利资产投资收益的作用，H 相对 A 的股息率溢价也是较好的筛选因子。3）并购重组下的国央企投资机遇：上市状态中止的标的，注入到同一实控人对应的上市平台中。4）低估&待涨国央企：①考虑 9.24”后涨幅较低的国央企：9.24 以来 PB 变动在 5%以内，同时近 13 周一致预测净利润变化率大于 0；②行业、个股层面基于“长期破净、深度破净”进行筛选；③关注市值大于 200 亿，PEG 小于 0.5 的部分中游国央企。5）预期高股息再改良：我们从预期分红比例的可靠性，净利润的前瞻性，以及过往盈利稳定性对预期高股息模型进行进一步改良。央企未来三年综合预期股息率 top 50 门槛大约在 3.5%；地方国企盈利弹性较大，top 50 预期股息率门槛接近 5%。

风险提示：海外货币政策节奏和幅度的不确定性；文中所列指数、个股、产品仅作为历史复盘，不构成投资推荐的依据

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

◆ 策略专题：估值周观察（1 月第 3 期）-小红书主题估值快速拔升

•全球主要国家宽基指数估值分化。近一周（2025.1.13-2025.1.17）全球市场指数多数上涨，主要国家宽基指数估值呈现分化态势。美国纳斯达克指数估值扩张幅度最大，当前 PE46.49 倍，较 2025 年 1 月 13 日扩张 1.09x，印度 SENSEX30 指数 PE 收缩幅度最大，达 0.35x；分位数方面，日本、韩国整体估值分位数较低，德国多项估值分位数到达近三年最高位。

•近一周（2025.1.13-2025.1.17），A 股核心宽基整体估值扩张。规模上来看，国证 2000、中证 1000、中证 500PE 扩张幅度较大，分别达 2.09 倍、1.75 倍、0.97 倍。风格上来看，成长指数 PE 扩张幅度大于价值，小盘指数 PE 扩张幅度大于大盘指数。截至 1 月 17 日，A 股主要宽基指数近一年整体估值水平小幅上升，位于 70%分位数左右。中盘价值中短期分位数水平占优，其中 PB、PS、PCF 滚动一年分位数水平分别为 6.61%、8.26%、10.74%。三年分位数视角，PB、PCF 分位数水平整体低于 PE、PS，大盘成长、国证成长估值分位数水平相对占优。五年分位数视角，核心宽基指数估值分位数水平整体上升，全 A 当前 PE 五年分位数水平达到 50%以上，大盘成长估值水平平均位于 30%分位数以下。

•行业层面本周一级行业股价整体上涨。TMT 相关行业整体涨幅较大，传媒行业涨幅最大，达 6.16%。估值方面，一级行业整体估值扩张，计算机 PE 扩张幅度较大，达 3.76x，国防军工 PCF 扩张幅度达 4.76x。TMT 相关行业估值扩张幅度整体较大，大金融、支持服务相关行业估值扩张幅度相对较小。

•下游消费中长期估值水位横向比较下仍具优势。综合看 PE、PB、PS、PCF 分位数，食品饮料三年分位数四项均值仅为 9.22%，五年分位数四项均值仅为 5.54%，分位数水平相较上周上升；下游必选板块一年分位数优于可选板块；上游资源品不同时间区间下的 PB 分位数均好于 PE 分位数；整体来看，TMT 相关行业估值水位相对较高。

•新兴产业股价回升估值分化，小红书主题估值快速拔升。新兴产业板块股价整体回升，其中云计算涨幅最大，达 6.39%。新兴产业板块估值整体扩张，集成电路、云计算和半导体行业本周估值扩张幅度较大，PE 扩张幅度分别为 6.74x、6.01x、3.49x。受小红书用户进驻驱动，热门板块中，互联网营销指数 PE 扩张幅度达 37.85x；香港半导体上涨 17.7%，但 PE 收缩 3.25x。

风险提示：海外货币政策节奏和幅度的不确定性；文中所列指数、个股产品仅作为历史复盘，不构成投

资推荐的依据

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

◆ 策略专题：策略周思考-从估值环境改善到国央企突围

估值与流动性边际变化：低利率环境为估值提供修复契机，流动性定价机制从外部转为内部

2021年以来，社融同比增速回落，同时股票三因子拆分中估值贡献对全A持续形成大幅拖累，2024Q4社融同比修复后，估值贡献项才转正。而考虑居民部门和实体企业部门融资需求的人民币贷款的增速，还未见到触底回升的迹象，结构问题仍待修复。随着国债收益率下行，流动性处在较为宽松的环境，叠加2024年9月下旬快速反弹行情，股票市场资金结构由持续净流入逐渐变为整体净流入。当前流动性环境从海外定价（美债利率反弹、利差锚倒挂带来的资金外流压力）切换为国内定价（国内利率下行带来估值偏好修复）未来一段时间市场波动更取决于年报/一季报的业绩对市场情绪、风险偏好产生的指引。

2025年国央企突破的五大逻辑：制度供给、风格研判、增量资金、筹码结构、盈利分红。

1) 政策呵护：《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》将市值管理制度涉及范围从指数成份股央企扩大至所有央企，国央企后续市值管理相关进展空间大。2) 风格研判：大盘风格并不差。长期看，发达投资市从成长到价值，大市值企业在股市中的权重和涨幅贡献都在增加，价值型龙头崛起；3) 增量资金：险资频举牌、回购再贷款。4) 筹码结构：并未触及止盈区间。5) 基本面：国央企盈利稳定性更强，具体体现在ROE反超、国央企与民企净利率中枢剪刀差到达最高位；国央企分红倾向更明显，分红金额上国央企占比超过2/3，除偏消费属性的行业外，其余大类行业分红主要由央企贡献。

2025年国央企投资实战五大方向：现金奶牛、港股红利、并购重组、低估待涨、前瞻高息。

1) 国央企现金奶牛：按自由现金流率由高到低筛选，按“市值/企业自由现金流”剔负由低到高筛选；2) 港股央企红利：基于累计收益率之差适时增加投资组合里港股央企的暴露；3) 并购重组下的国央企投资机遇：上市状态中止的标的，注入到同一实控人对应的上市平台；4) 低估&待涨国央企：①考虑9.24后估值涨幅较低的国央企：9.24以来PB变动在5%以内，同时近13周一致预测净利润变化率大于0；②行业、个股层面基于“长期破净、深度破净”进行筛选；③关注市值大于200亿，PEG小于0.5的部分中游国央企。5) 预期高股息再改良：同时考察过往三年分红比例和未来三年净利润，央企未来三年综合预期股息率top 50门槛大约在3.5%；地方国企盈利弹性较大，top 50预期股息率门槛接近5%。

风险提示：海外地缘冲突加剧；指数梳理仅基于客观数据，不涉及主观意见及推荐；历史复盘对未来指引有限

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

行业与公司

◆ 海外市场专题：科技周期探索之八-AI时代的三个案例公司：微软、AMD、英伟达

微软：AI应用的领跑者

2000年后的微软经历了十四年的鲍尔默时代，虽然这一时期微软的收入翻了3.8倍，利润翻了2.3倍，但由于错失了移动互联网卡位，其估值从64倍回到了最低仅有10倍。纳德拉接任后，一是打破了Windows的围墙花园，使微软变得更加开放；二是加码云计算，将云计算打造成为微软的新增长点；三是押注了AI的投资，尤其是在OPENAI上的大比例持股使得微软第一时间释放了大模型的能力，推广出一系列的AI新产品与服务，赢得先发优势。

从过去10年股价翻了10倍来看，公司已经获得了转型的成功，未来自研+投资OPENAI两条腿走路为其提供了更强的保障。

AMD：轻装出发的挑战者

AMD 从创始人桑德斯退休后，经历了四任 CEO：鲁伊兹收购了 ATI，为后续 AMD 进军 GPU 领域埋下了伏笔，但也因为收购价格过高使得 AMD 陷入巨大的财务压力；梅耶时代剥离了格罗方德，这让 AMD 变成了轻资产公司；里德时代则是面向低功耗与游戏市场转型，虽然务实但无法被股东理解；终于苏姿丰的到来将公司带入到再次腾飞的局面中。

在苏姿丰时代，定位高性能计算提升了 AMD 的品牌，同时 Zen 架构的出现以及台积电的代工，让 AMD 在 CPU 市场对英特尔竞争开始占优，加之服务器市场的成功，市场份额被一步步夺回。有了 CPU 的成功案例，公司开始通过研发与收购，快速布局到 GPU 市场上，2024 年 AI 芯片收入预计超过 50 亿美元。虽然进步很快，但由于英伟达的优势过于明显，因此市场对 AMD 在 AI 芯片市场未来份额能否达到像 CPU 那样高显然还有存疑，仍需要更多的观察。

英伟达：摩尔定律的延续者

在互联网泡沫时期就存在，并且还由创始人执掌的公司，英伟达绝对是重要的一个。公司 2006 年开发出 CUDA，对手看不懂，股东也不理解，但最终 CUDA 的巨大成功带给公司的回报不仅是收入，而是将英伟达定位成了接替英特尔成为“摩尔定律”的延续者。

正是因为有着“指数型思维”，英伟达此后的种种工作都围绕着最大化地推动算力进步为目标：从两年一代的 GPU 架构，到 NVSwitch、NVLink 综合提升全栈能力，其在 GPU 的市场份额始终保持在 80% 以上，留给竞争对手的机会少之又少。

在 AGI 到来之前，英伟达依然充满了机会，但期间若遭遇经济周期下行，其“靠客户竞争以获得产品溢价”的局面可能变化，可能带来毛利率的短期波动。

风险提示：地缘政治的不确定性，美联储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）

◆ 海外市场专题：港股市场速览-港股安然度过避险情绪高峰

股价表现：多行业普涨，科技板块领先

本周，恒指涨 2.7%，恒生综指涨 2.7%。风格上，大盘（恒生大型股+2.7%）≈ 小盘（恒生小型股+2.7%）> 中盘（恒生中型股+2.6%）。

概念指数多有上涨，涨幅居前的有：恒生科技（+5.1%）、恒生互联网（+4.9%）、恒生汽车（+4.1%）、恒生中国企业（+3.1%）。

港股通行业中，29 个行业上涨，1 个行业下跌。上涨的行业主要有：基础化工（+6.2%）、电子（+5.4%）、机械（+5.3%）、建材（+4.9%）、有色金属（+4.7%）；下跌的行业有：纺织服装（-0.1%）。

资金强度：资金大举流入中芯国际

本周，港股通个股资金流入，总体日均资金强度（日均涨跌 × 日均成交量）为+7.9 亿港元/日，上周为-11.6 亿港元/日，近 4 周平均为-0.7 亿港元/日；近 13 周平均-0.8 亿港元/日。

分行业看，26 个行业资金流入，3 个行业资金流出，1 个基本不变。资金流入量较大的行业有：电子（+3.1 亿港元/日）、计算机（+0.8 亿港元/日）、传媒（+0.8 亿港元/日）、汽车（+0.5 亿港元/日）、消费者服务（+0.5 亿港元/日）；资金流出的行业流出量均不显著。

盈利预期：总体预期仍在波动，行业状态持续分化

本周，港股通总体法 EPS 与上周持平。

结构上，20 个行业 EPS 预期上修，5 个行业 EPS 预期下修，4 个行业基本不变。上修的行业主要有：电力设备及新能源（+1.4%）、汽车（+1.1%）、钢铁（+1.1%）、机械（+0.6%）、国防军工（+0.4%）；下修的行业主要有：轻工制造（-4.8%）、房地产（-2.1%）、电力及公用事业（-0.4%）、交通运输（-0.4%）、有色金属（-0.1%）。

投资建议：港股安然度过避险情绪高峰，但风险余波仍存

本周是短期内的避险情绪高峰：一方面，市场聚焦于最新 CPI 数据对美联储货币政策和利率的影响；另

一方面，特朗普将在下周就任美国新一届总统。

然而，港股本周在各类因素的交替推动下稳步向上，首先是彭博在周一夜间发布了一则报告，称特朗普团队考虑“逐渐增加关税”；其次，周三夜间的核心 CPI 的增速下降至环比+0.2%带动美债收益率见顶回落；随后，荷兰政府在周五宣布，将 ASML 的在华销售排除在出口数据之外，令市场对国内半导体代工产生乐观解读；周五夜间，特朗普在社交媒体上表示与习近平主席进行了一次“非常好”的通话。在上述连续催化下，恒指期货最高达到 20008 点，目前暂收于 19841 点。

接下来的一周，市场的预期波动仍处在较高水平。我们建议：如果港股突破 19900 并开始放量，投资者可以考虑右侧买入。

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-科技与金融巨头带动大盘修复

价格走势：市场回升，小盘跑赢

本周，美股短期见底回升，标普 500 涨 2.9%。

风格：小盘价值（罗素 2000 价值+4.5%）>大盘价值（罗素 1000 价值+4.2%）>小盘成长（罗素 2000 成长+3.5%）>大盘成长（罗素 1000 成长+2.2%）。

21 个行业上涨，3 个行业下跌。强势行业：汽车与汽车零部件（+7.6%）、银行（+7.4%）、能源（+6.1%）、综合金融（+6.1%）、材料（+6%）；弱势行业：技术硬件与设备（-1.7%）、制药生物科技和生命科学（-1.2%）、食品与主要用品零售（-0.6%）。

资金流向：资金快速流入科技和金融巨头

本周，美股资金大幅流入。标普 500 成分股本周估算资金流为+117.7 亿美元，上周为-85 亿美元，近 4 周为+43.4 亿美元，近 13 周为+347.4 亿美元。

21 个行业资金流入，3 个行业资金流出。流入行业：汽车与汽车零部件（+28.5 亿美元）、半导体产品与设备（+18.8 亿美元）、综合金融（+14.8 亿美元）、资本品（+10.7 亿美元）、银行（+10.3 亿美元）；流出行业：制药生物科技和生命科学（-8.9 亿美元）、技术硬件与设备（-4.6 亿美元）、食品与主要用品零售（-0.3 亿美元）。

盈利预测：银行与券商显著上修

本周，标普 500 成分股动态 F12M EPS 预期较上周提高 0.4%。

18 个行业盈利预期上升，4 个下降，2 个行业盈利预期基本不变。上修幅度领先的行业有：银行（+2.7%）、综合金融（+1%）、汽车与汽车零部件（+0.8%）、半导体产品与设备（+0.5%）、零售业（+0.4%）；业绩下修幅度较大的行业有：材料（-0.4%）、保险（-0.3%）、家庭与个人用品（-0.2%）、食品饮料与烟草（-0.1%）。

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）

◆ 银行行业快评：银行业点评-这轮“钱荒”有何不同？

核心观点：近期银行间资金面大幅收紧，银行间同业拆借利率为代表的短端利率明显反弹，但十年期国债收益率仍处在低位相对稳定。我们判断主要是市场此前对于货币政策预期过于宽松，现实中，货币政策受到人民币阶段性贬值压力，以及资金淤积在金融市场阻碍宽货币向宽信用传导等因素的掣肘。但我们判断大概率不会出现类似于 2013 年钱荒冲击，因为面临的核心矛盾和央行货币政策管控工具都有明显的差异。不过资金面趋紧与中长期流动性宽松并不冲突，因此长期国债收益率仍处在低位。不过后期

如果稳增长政策效果逐步显现，长端利率也将面临上行的压力。

短期流动性收紧可能会对微盘股和高成长股带来冲击，需要积极关注流动性收紧程度和持续性。红利资产和长债收益率关联度更大，2025 年长债利率走势一方面取决于货币政策取向，另一方面也会受到经济复苏影响，我们认为短期内利率大概率保持低位。中长期来看，我们判断长债利率中枢将长期处在低位但波动加大，红利资产仍具备较强的吸引力；利用波动窗口择时交易将可能成为保险资管、银行理财乃至银行金融市场部门 2025 年重要配置手段。

证券分析师： 王剑（S0980518070002）、孔祥（S0980523060004）、田维韦（S0980520030002）、董德志（S0980513100001）、赵婧（S0980513080004）

◆ 银行行业快评：固收类新高，现金类收缩，多资产堵点待打通——2024 年银行理财年报点评

中国理财网近日发布《中国银行业理财市场半年报告（2024 年）》，我们分析需要注意的重点内容。这体现在：

一是理财规模影响力在大资管中愈发显著。银行理财 2024 年末规模定格在 29.95 万亿元，与公募基金、保险资管，同处于 30 万亿元阵营，考虑到银行理财 85%以上产品主要服务零售端客户，实际上普惠属性更强。尤其从资产端看，银行理财重点配置债券尤其是信用债，对相关资产定价能力强，其申赎行为影响信用资产定价以及基金委外的稳定性。

二是 2024 年理财规模保持 10%以上增长，预计增长趋势 2025 年将保持延续。2024 年增长核心依靠二季度手工补息整顿带来的规模增长，国有大行理财子更受益；2025 年银行理财增长有利机会在于：存款利率继续下行，银行理财报价有吸引力，继续受益于存款利率下行带来的“财富搬家”效应；母行基于壮大中收业务考虑，也在营销端加大支持；理财增长压力在于过去降低波动的方法策略被监管要求整改，如平滑受益信托、收盘价估值、自建估值等，这可能影响快速申赎、最短持有期理财产品规模增长。

三是低风险偏好下固收类理财产品占比新高。截至 2024 年底，固收产品规模是 29.15 万亿元，占比 97.33%，处于历史高位；混合类产品规模 0.73 万亿，占比 2.44%，较年初继续减少；权益类、商品和衍生品合计不足千亿元，占比寥寥。固收类产品占比高原原因在于 2024 年债券收益率下行显著，理财依靠票息加资本利得收益颇丰，但展望 2025 年，票息下行同时债券转向双向波动，固收类产品无论投资回报还是管理费贡献机会均会变少，后续通过增加多元资产配置和风险预算，提升潜在收益回报恰逢其时。

四是监管关注和机构营销偏好推动现金类理财显著下滑。截至 2024 年底，现金类理财规模 7.3 万亿元，占比近 25%（对应上限 30%），占开放式理财的规模同比减少近一成。判断下行压力一是理财加大实时申赎产品营销，二是监管关注部分理财子“快赎”等流动性管理功能，如阶段性下调单日快速赎回额度和暂停部分产品的快赎功能，这会导致理财子有意控制相关产品规模。判断现金类理财收缩规模持续，除上述原因外，2025 年后银行加大对同业存款定价自律管理，这对配置同业存款的现金类理财有显著冲击，对组合收益潜在影响不少于 20bps。

五是理财投向权益规模仍然较少，需要政策进一步放开。结合 30 万亿元理财的投向分布，其中投向权益类资产的比例是 2.6%，这对应规模约 8000 亿元左右，扣掉优先股等债性资产规模（估计约 5000 亿元），再加上基金中权益投资规模（估计约 1000 亿元），估计穿透后理财实际投资股票（二级市场加转债）规模可能在 4000-5000 亿元左右，整体权益投资比例相对保险、基金均偏少。新“国九条”后，理财被认为是潜在权益增量机构，后续需要在以下维度取得政策突破，如优化销售面签渠道和流程，放开理财产品在互联网渠道销售等。

证券分析师： 孔祥（S0980523060004）、陈俊良（S0980519010001）、王剑（S0980518070002）

◆ 房地产行业快评：统计局 2024 年 1-12 月房地产数据点评—销售量价和到位资金持续好转，开发投资和新开工仍在低位

统计局公布 2024 年房地产投资和销售数据。2024 全年，房地产开发投资 100280 亿元，同比-10.6%；房屋新开工面积 73893 万 m²，同比-23.0%；房屋竣工面积 73743 万 m²，同比-27.7%；新建商品房销售面积

97385 万 m²，同比-12.9%；新建商品房销售额 96750 亿元，同比-17.1%；房企到位资金 107761 亿元，同比-17.0%。

国信地产观点：1) 12 月单月销售保持同比正增长，需求端利好政策效果略有减弱。2) 12 月房价跌幅继续收窄，一线城市房价环比保持为正，二线城市新房也环比止跌。3) 开发投资降幅持续扩大，到位资金累计降幅收窄。4) 开竣工单月同比波动较大，12 月降幅均收窄，但累计同比并未改善。5) 投资建议：2024 全年，房地产基本面继续下行。虽然 10 月以来销售量价持续好转，有效改善对房企到位资金的拖累，但开发投资和新开工仍然处于低位，且 12 月需求端利好政策效果略有减弱。后续地产板块的行情演绎将取决于存量土地回收和城中村改造扩围等政策的落地进度及楼市量价修复的持续性。个股端持续推荐华润置地、中国海外发展、中国海外宏洋集团、贝壳-W。6) 风险提示：政策落地效果及后续推出强度不及预期；外部环境变化等致行业基本面超预期下行；房企信用风险事件超预期冲击。

证券分析师： 任鹤（S0980520040006）、王粤雷（S0980520030001）、王静（S0980522100002）

◆ 非银行业月报:2024 年 12 月保费收入点评-“开门红”全面启动

上市险企开启 2025 年“开门红”，保费收入同比稳增。2024 年 12 月，保险业全力冲刺全年保费收入目标，同时备战 2025 年“开门红”。在团队质态改善、人均产能提高、新产品上线等多因素加持下，上市险企实现保费收入 26932 亿元，同比增长 5.3%。其中，中国平安、中国人保、中国人寿、中国太保、新华保险累计保费收入分别同比增长 7.2%/4.7%/4.7%/4.4%/2.8%，为 2025 年 1 月“首爆日”奠定较好基础。

人身险陆续开启“开门红”，产品结构持续优化。2024 年 12 月，人身险机构陆续开启“开门红”，新产品催化叠加客户储备成为核心潜在增量。从新发产品结构来看，分红型产品及年金险占比分别为 42.3% 及 34%，有利于险企在当前长端利率快速下行背景之下，通过浮动负债端成本的形式降低利差损风险。同时，突出保障功能的个人养老金型产品占比有明显提升，预计将成为“开门红”期间保费收入的主要核心增量。此外，随着行业预定利率挂钩机制的建立，我们预计未来人身险行业将继续深耕产品多元化，在稳定负债端定价利率波动的同时优化资产负债管理水平。我们预计 2025 年“开门红”期间保费同比增速约为 6%至 8%，对应 NBV 增速为 21%。

冲刺全年保费收入目标，财险保费增幅持续扩大。2024 年，财险“老三家”共计实现财险保费收入 10083 亿元，同比增长 6.0%，全年规模首次突破万亿元。其中，太保财险、平安财险、人保财险分别同比增长 6.8%/6.5%/4.3%。其中，中国人保受部分非车险产品结构调整等因素影响，全年保费收入增速有所收窄。受益于汽车保有量的稳步提升及部分非车险险种政策的持续催化，叠加年终考核季及“开门红”的到来，上述三家单月保费收入环比提升 13.3%。9 月以来，自然灾害整体影响相对减弱利好财险业承保利润的持续企稳，预计上市险企 2024 年 COR 盈利空间相对充足。

投资建议：行业 2025 年“开门红”集中开启，我们预计“开门红”期间增量机遇或集中于组合型及功能型产品策略带来的增量保险需求挖掘，从而为险企资产配置贡献稳定需求。资产端方面，展望 2025 年一季度，随着长端利率的快速下行期叠加“开门红”资金的陆续到账，险资资产配置需求仍高，险资资产配置窗口期或集中在 12 月末至一季度末，预计以高分红类资产（以 OCI 计量的资产）为代表的配置行情或将延续我们持续看好险资一季度配置诉求的延续，建议关注中国人寿、中国太保。

风险提示：市场需求不及预期；代理人改革不及预期；资本市场持续波动；长端利率下行；监管趋严等。

证券分析师： 孔祥（S0980523060004）

联系人： 王京灵

◆ 农业行业周报:农产品研究跟踪系列报告（144）-看好养殖板块低位布局，玉米、豆粕价格低位修复空间充裕

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。1 月 17 日生猪价格 15.58 元/公斤，周度环比-0.64%；7kg 仔猪价格 405 元/头，周环比+4.42%。

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。1月17日，鸡苗价格2.3元/羽，周度环比-3.6%；毛鸡价格7.1元/千克，周度环比-3.8%。

黄鸡：供给维持底部，有望率先受益内需改善。1月17日浙江快大三黄鸡/青脚麻鸡/雪山草鸡斤价分别为5.0/4.5/6.3元，周环比+0.0%/+7.1%/-3.1%。

鸡蛋：祖代引种充裕，远月供给压力较大。1月17日，鸡蛋主产区价格4.44元/斤，环比+0.91%，同比+22.99%。

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17日大豆现货价3962元/吨，周环比持平；豆粕现货价3050元/吨，周环比+6.05%。

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17日国内玉米现货价2125元/吨，较上周同期上涨1.58%，较去年同期下降11.75%。

白糖：短期国内供强需弱，中期关注北半球天气。1月17日，国内广西南宁糖现货价为6010元/吨，较上周环比-0.50%。

橡胶：短期表现淡季不淡，中期看好景气向上。1月17日，20号标胶现货价为14665元/吨，环比+2.52%；全乳胶昆明市价为17300元/吨，环比+2.67%。

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）

◆ 361度(01361.HK) 海外公司快评:第四季度流水增长稳健，童装与电商增长环比提速

公司公告：1月14日，公司公告2024年第四季度零售表现，361度主品牌线下零售额录得约10%正增长，童装品牌线下零售额录得10-15%正增长，电子商务平台录得30-35%正增长。

国信纺织观点：

1、2024第四季度成人装线下流水增长约10%，童装线下流水增长10-15%，电商增长30-35%，童装与电商增长环比提速；

2、风险提示：消费需求复苏不及预期；渠道拓展不及预期；品牌形象受损；市场的系统性风险。

3、投资建议：四季度流水表现稳健，中长期看好专业运动系列、童装、电商驱动成长。第四季度公司流水仍保持稳健增长，童装和电商增长环比三季度提速；持续推出具有市场竞争力的跑鞋新品，库销比与折扣率环比稳定。公司启动品牌重塑计划以来，产品和渠道调整初见起色、品牌产品势能向上，财务经营状况改善，中长期看，公司专业产品IP矩阵丰富将带动量价齐升，品牌成长空间较大。基于宏观需求不明朗、未来开店预期谨慎，小幅下调2025-2026年盈利预测，预计公司2024-2026年归母净利润为11.4/13.0/14.6亿元（2025-2026年前值为13.2/15.3亿元），同比增长18.1%/14.3%/12.4%；维持4.5-5.1港元目标价，对应2025年7-8x PE，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 丁诗洁（S0980520040004）、刘佳琪（S0980523070003）

◆ 驰宏锌锗(600497.SH) 深度报告:中铝旗下铅锌龙头,优质资源静待注入

坐拥全球顶级铅锌矿山,具备较强盈利能力

截止 2023 年末,公司铅锌出矿品位 15.38%,行业平均值 6.55%,行业最优值 28%,来自公司驰宏会泽矿业。对比国际和国内主要铅锌矿山企业,公司铅锌矿山品位明显高于同行业,在全球范围内都是稀缺资源,矿山金属生产成本远低于行业平均水平。公司会泽、彝良两座矿山产量占公司矿山金属总产量 80%,这两座矿山采选成本位于全球锌矿山成本曲线前 10%。公司目前拥有铅锌金属产能 42 万吨/年,冶炼产能 63 万吨/年,拥有锗产品含锗产能 60 吨/年。

锌矿山产能将见顶,加工费历史低位

全球锌矿山生产能力即将见顶,根据 Wood Mackenzie 数据,2022-2026 年,全球锌精矿生产能力年化增速 3.7%,矿山的生产能力预计将于 2026 年达到峰值,不过根据历年经验,矿端增量大多不及预期。加工费方面,据百川盈孚统计,2024 年我国精炼锌累计产量预估 567.2 万吨,同比下滑 4.47%,年初新疆紫金锌合金项目和河池南方二期项目完成投产,产能虽有增长,但全年国产锌精矿供应紧缺形势严峻,进口锌精矿同比回落,2024 年锌精矿进口较去年累计同比减少 14.98%,加工费处在历史低位水平,亏损逐渐加深炼厂生产意愿不足,8 月中旬国内冶炼厂达成减产共识,年内精炼锌产量同比下滑。去年锌精矿加工费一直处于低位,即使考虑“二八分成”,锌冶炼利润也并不丰厚,迫使冶炼厂减产。

根据 Wood Mackenzie 数据,由于低基数的影响,2025 年全球精炼锌供应增速为 7.4%,低于锌精矿 10.0%的增速水平。需求端给出 2.9%的年化需求增速,以此测算 2025 年全球精炼锌供应短缺 43 万吨。而当前锌市场是高库存,国外精炼锌可交割库存高位,国内锌精矿库存较低。若精炼锌出现短缺,产业链去库可化解。我们认为今年全球锌供需格局较为健康,锌价有望维持在较高水平。

背靠中铝集团,步入加速扩张期

公司是中铝集团旗下唯一以铅锌为主业的上市平台,中铝集团及中国铜业已筹划铅锌采选冶同业竞争的整合工作,公司有望迎来加速发展期。公司力争十四五末保有铅锌资源储量不低于 5000 万金属吨,矿山金属产量保底 80 万吨/年(力争 100 万吨/年),铅锌冶炼产能 100 万吨/年(力争 136 万吨/年);年营业收入 300 亿元;年利润总额 40 亿元。目前,公司西藏鑫湖产能爬坡,金欣铝业待建,金鼎锌业、云铜锌业待注入。

风险提示:项目建设进度不达预期;有色金属价格表现不及预期。

投资建议:维持“优大于市”评级

预计 2024-2026 年营业收入分别为 222.3/231.1/237.3 亿元,归母净利润分别为 18.53/20.43/22.40 亿元,同比增长 29.3%/10.2%/9.7%,摊薄 EPS 分别为 0.36/0.40/0.44 元,当前股价对应 PE 为 15.5/14.1/12.8X。通过多角度估值,我们认为公司合理估值区间在 6.42-7.22 元之间,2025 年动态市盈率在 16-18 倍之间,相对于公司目前的股价有 14%-28%左右的空间,对应总市值在 327-368 亿元之间。我们认为公司是国内铅锌行业龙头,拥有全球最优质铅锌矿山,盈利能力强,有望借助控股股东整合铅锌采选冶实现加速扩张,充分受益于锌价上行周期,维持“优大于市”评级。

证券分析师: 刘孟峦(S0980520040001)、焦方冉(S0980522080003)、谷瑜(S0980524110001)

◆ 京东集团-SW(09618.HK) 海外公司快评:收入利润表现亮眼,以旧换新带动 Q4 电商份额增长

京东集团即将发布 2024 年四季度财报。

国信互联网观点:1) Q4 收入利润表现亮眼,料收入同比+9%,Non-GAAP 净利润同比+12%:收入端,我们预计 Q4 京东集团实现营收 3337 亿元,同比+9%,主要由于国补带动京东零售收入增速同环比大幅提升(23Q4/24Q3 收入 yoy+3.6%/5.1%)。预计京东零售收入增速+10%,其中带电类目增速两位数增长,日用百货高个位数增长,增速环比均显著提升,主要受国补以旧换新拉动;由于国补带动以自营为主,本季度自营增速快于 POP 模式。预计京东零售/京东物流/新业务 Q4 收入增速分别为+10%/16%/-25%。运营情况看,我们预计京东 Q4 GMV 高个位数到两位数增长(Q4 线上大盘 yoy+3.5%),份额企稳回升,主

要受带电类目以旧换新带动，2025 年以旧换新将不断扩围加码，预计京东零售将持续受益。利润端，料公司 2024Q4 Non-GAAP 净利率 2.8%，同比提升 0.1pct。公司始终保持有纪律的投放，自营议价能力增强使得毛利回升，预计毛利将带动经调净利润同比增长 12%。展望全年，预计集团经调净利润 yoy+31%，经调净利率 4%，管理层表示长期公司经调净利率有望达到高个位数。

2) 维持优于大市评级：以旧换新国家补贴政策 2025 年将持续扩围加码，预计京东将显著受益于政策支持，我们调整 2024-2026 年公司收入预测至 11455/12132/12930 亿元，调整幅度为+0.9%/+0.9%/+0.8%，调整 2024-2026 年公司经调净利预测至 460/513/568 亿元，调整幅度为 2.6%/2.5%/2.4%，目前公司隐含 2025 年经调整净利 8xPE，2024 年前三季度公司回购 37 亿美元，此外仍有 50 亿美元回购额度（截至 2027 年 8 月），维持目标价 162-194 港币，距当前上涨幅度 10%-32%，继续维持“优于大市”评级。

证券分析师： 张伦可（S0980521120004）

联系人： 王颖婕

◆ 腾讯控股(00700.HK) 海外公司快评:游戏加速增长，微信小店等带动广告潜力释放

腾讯控股即将发布 2024 年四季度业绩公告。

国信互联网观点：

2024Q4，我们预计腾讯实现营收 1692 亿元，同比增长 9%。预计三季度网络广告稳健增长，游戏业务在递延影响下增速继续提升，金融科技业务受到宏观环境影响。具体来看：

①游戏方面，预计流水递延下网络游戏业务收入为 470 亿元，同比增长 15%。预计国内游戏收入同比增长 17%。新游戏来看，1) 国内公司重点游戏《DNF》11/12 月流水有所回升，主要系大型版本更新。截至 1 月 19 日，《DNF》在七麦 IOS 畅销游戏排行榜排名第 4。2) 9 月底上线的《三角洲行动》在上线后表现逐步变好，《三角洲行动》流水主要在 PC 端，但在移动端我们看到畅销榜排名低于免费榜，并且免费榜排名靠前，说明游戏商业化方面仍有空间。老游戏来看，基本盘稳固，预计《和平精英》《王者荣耀》流水同比小幅增长。海外延续较好增长，预计同比增长 11%。

②广告方面，预计腾讯网络广告收入为 343 亿元，同比增长 15%。视频号流量稳健增长，陆续开放更多广告位，我们预计当前广告加载率在 3%+。广告技术提升（AI、CPU 转 GPU 等）也继续驱动腾讯广告增长。微信电商当前尚未成为腾讯广告增长主要驱动，但未来空间大。我们预计当前微信电商体量（小程序电商+微信小店）体量接近 16000 亿，若以 3%广告货币化率（与当前快手类似、抖音 8%）计算，微信电商中期有望带来约 500 亿左右广告收入。

③金融科技及企业服务收入预计同比增长 3%，支付业务主要受到宏观环境影响。

2024Q4，预计实现 Non-IFRS 下归母净利润 545 亿元，同比增长 28%；Non-IFRS 下归母净利润率 32%。从公司对 AI 投入来看，预计 Capex24 年占收比 7%+，我们预计 25 年继续维持在高个位数占比。从研发费用来看，由于投入有摊销，预计对研发费用影响有限。

投资建议：短期情绪受到美国清单影响，但整体业绩稳健，蕴含较大发展潜力。①电商：腾讯当前整体变现比较克制，发展空间仍大。目前腾讯还未充分涉足电商、本地生活等领域，但腾讯已经展现出在这些业务的禀赋。比如 24 年微信小店大一统，生态潜力逐步释放，“送礼物”功能出圈。②AI 方面：资本开支有所增加，“元宝”“ima”上线，微信融合 AI 小功能。AI 对腾讯广告业务的赋能，可能持续拉动广告业务毛利率提升和快速增长。考虑到游戏业务《DNF》四季度表现好于预期等，预计 2024-2026 年公司调整后净利润分别为 2219/2492/2733 亿元，上调幅度 1%/0%/0%。继续维持“优于大市”评级。

证券分析师： 张伦可（S0980521120004）、陈淑媛（S0980524030003）

◆ 华测检测(300012.SZ) 财报点评:收入同比增长 8.49%，经营保持稳健

2024 年收入同比增长 8.49%，归母净利润同比增长 2.64%。公司 2024 年实现收入 60.81 亿元，同比增长 8.49%，归母净利润 9.34 亿元，同比增长 2.64%，扣非归母净利润 8.73 亿元，同比增长 11.39%。单季度看，2024 年四季度预计实现收入 16.85 亿元，同比增长 10.59%，归母净利润 1.88 亿元，同比增长 10.75%，扣非归母净利润 1.72

亿元，同比增长 64.95%。业绩增长主要系公司稳固深化既有业务优势同时，积极把握市场机会，全方位挖潜提质增效，同时持续提升运营效率，带动营业收入和毛利率稳步增长，全年毛利率/归母净利率分别约 49.47%/15.36%，同比变动+1.41%/-0.88%。另非经常性损益对净利润影响金额约 0.61 亿元，同比下滑 51.59%，主要系政府补助减少所致。

公司积极推进战略并购，在战略赛道加码投资。报告期内公司收购常州麦可罗泰克 51% 股权，通过此次战略并购，公司将在全球电子材料及印制电路板检测行业迎来全新机遇和开端，未来将持续投资扩充实验室测试能力，充分利用集团销售网络，进一步提高麦可罗泰克在 PCB 检测认证领域影响力和市场占有率，促进细分赛道的优化发展；成功投资常州红海 70% 股权，布局电动自行车检测赛道，完善电子科技产业生态战略布局；正式完成对希腊 NAIAS Labs 的股权交割工作，加码全球航运绿色能源技术转型，将有效扩充集团全球服务网络布局。

公司积极回购 用于员工持股计划或股权激励，夯实长远发展基础。公司于 2025 年 1 月 3 日公告回购股份进展，截至 2024 年 12 月 31 日，公司已回购股份数量 1,200,000 股，占目前总股本的 0.0713%，最高成交价 12.49 元/股，最低成交价 10.13 元/股，成交总金额约 1282 万元（不含交易费用）。此前公司于 2024 年 7 月 2 日审议通过《关于回购公司股份方案的议案》，拟回购股份数量 200-300 万股，回购价格不超过 16.83 元，回购金额不超过 5,049 万元，用于员工持股计划或股权激励，占公司目前总股本 0.12%-0.18%。

投资建议：公司是第三方综合性检测龙头，通过深化精益管理及数字赋能等方式持续提升运营效率，呈现较强经营韧性。考虑整体经济相对疲软，我们小幅下调盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润为 9.34/10.54/12.04（前值为 9.69/10.85/12.42 亿元），对应 PE 22/20/17 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济下行；公信力受不利事件影响；业务增速不及预期。

证券分析师： 吴双（S0980519120001）、王鼎（S0980520110003）

金融工程

◆ 金融工程专题报告：金融工程专题研究-通用航空指数投资价值分析——聚焦低空经济，把握政策与产业双重驱动下的投资机遇

政策驱动叠加行业空间广阔，低空经济投资价值凸显

低空经济的定义与范畴：低空经济以有人和无人驾驶航空器的低空飞行为核心，带动研发、生产、服务等多领域融合发展。它涵盖传统通用航空与新型低空生产服务，通过技术赋能实现产业融合。中国航空飞行分国家和民用两类，低空飞行包含通用航空及部分特殊领域航空活动。通用航空是其主体产业，而低空经济与多行业深度融合，内涵、外延更广泛。

政策驱动低空经济发展：近年来，低空管理制度改革不断推进，低空经济在政策与市场推动下规模快速增长。从概念提出到被确立为战略性新兴产业，再到国家发改委成立低空经济司，各层级政策支持力度持续加大。地方政府也积极响应，推动相关产业发展。受此影响，低空经济产业快速发展，市场规模预计到 2035 年可达 3.5 万亿元。

低空经济产业链构成：低空经济产业链长、辐射广、带动性强。上游聚焦研发与原材料、零部件生产；中游包含低空制造、飞行、保障及综合服务，各环节紧密相连；下游涉及飞行审批、空域备案等，与多业态融合。其中，eVTOL 作为核心环节，因垂直起降、环保高效等优势，在未来低空经济领域极具应用前景，商业化进程不断加速。

通用航空（980076.CNI）投资价值分析

国证通用航空产业指数（980076.CNI）发布于 2012 年 12 月 28 日，从公司业务涉及航材及基础设施、飞行器制造、运营服务及场景应用等通用航空产业相关领域的上市公司选取市值排名前 50 的证券作为成分股，以反映沪深北交易所通用航空产业相关上市公司的证券价格变化情况。市值偏向中小盘，行业上聚焦国防军工、电子、计算机等通用航空相关产业，指数成长性较高，研发投入占比高，指数弹性较大，长期表现优于主要宽基指数。

风险提示：本报告研究分析及结论完全基于公开数据进行测算和分析，相关模型构建与测算均基于国信金融工程团队客观研究。基金过往业绩及基金经理管理其他产品的历史业绩不代表未来表现，对基金产品和基金管理人的研究分析结论并不预示其未来表现，不能保证未来可持续性，亦不构成投资收益的保证或投资建议。本报告不涉及证券投资基金评价业务，不涉及对基金公司、基金经理、基金产品的推荐，亦不涉及对任何指数样本股的推荐。请详细阅读报告风险提示及声明部分。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、张宇（S0980520080004）、胡志超（S0980524070001）

◆ 金融工程周报:热点追踪周报-由创新高个股看市场投资热点（第 178 期）

乘势而起：市场新高趋势追踪：截至 2025 年 1 月 17 日，上证指数、深证成指、沪深 300、中证 500、中证 1000、中证 2000、创业板指、科创 50 指数 250 日新高距离分别为 7.11%、11.60%、10.43%、11.74%、11.21%、12.43%、18.94%、10.05%。中信一级行业指数中银行、家电、商贸零售、汽车、电子行业指数距离 250 日新高较近，煤炭、农林牧渔、医药、食品饮料、消费者服务行业指数距离 250 日新高较远。概念指数中，汽车配件精选、银行、银行精选、机器人、芯片、工业母机等概念指数距离 250 日新高较近。

见微知著：利用创新高个股进行市场监测：截至 2025 年 1 月 17 日，共 490 只股票在过去 20 个交易日间创出 250 日新高。其中创新高个股数量最多的是电子、机械、电力设备及新能源行业，创新高个股数量占比最高的是银行、通信、商贸零售行业。按照板块分布来看，本周科技、制造板块创新高股票数量最多；按照指数分布来看，中证 2000、中证 1000、沪深 300、中证 500、创业板指、科创 50 指数中创新高个股数量占指数成份股个数比例分别为：10.70%、10.60%、12.67%、6.80%、8.00%、6.00%。

平稳创新高股票跟踪：我们根据分析师关注度、股价相对强弱、趋势延续性、股价路径平稳性、创新高持续性等角度，本周从全市场创新高股票中筛选出了包含太辰光、北特科技、麦格米特等 50 只平稳创新高的股票。按照板块来看，创新高股票数量最多的是科技、制造板块，分别有 14、13 只入选。其中，科技板块中创新高最多的是电子行业；制造板块中创新高最多的是机械行业。

风险提示：市场环境变动风险，模型失效风险，本报告基于历史客观数据统计，不构成任何投资建议，历史股价表现不代表未来股价表现。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、胡志超（S0980524070001）

◆ 金融工程周报:多因子选股周报-反转因子表现出色，中证 500 指增组合年内超额 1.52%

国信金工指数增强组合表现跟踪

- 沪深 300 指数增强组合本周超额收益 0.40%，本年超额收益 1.30%。
- 中证 500 指数增强组合本周超额收益 0.28%，本年超额收益 1.52%。
- 中证 1000 指数增强组合本周超额收益-0.76%，本年超额收益 1.66%。

因子表现监控

以沪深 300 指数为选股空间。最近一周，一个月反转、三个月反转、三个月机构覆盖等因子表现较好，而标准化预期外收入、标准化预期外盈利、DELTAROA 等因子表现较差。最近一月，单季营收同比增速、三个月反转、单季 ROA 等因子表现较好，而 BP、预期 BP、单季 SP 等因子表现较差。

以中证 500 指数为选股空间。最近一周，预期净利润环比、DELTAROA、单季营收同比增速等因子表现较好，而三个月换手、非流动性冲击、三个月机构覆盖等因子表现较差。最近一月，单季 ROA、3 个月盈利上下调、一年动量等因子表现较好，而预期 BP、BP、SPTTM 等因子表现较差。

以中证 1000 指数为选股空间。最近一周，一个月反转、单季营收同比增速、一年动量等因子表现较好，而单季 ROE、非流动性冲击、一个月波动等因子表现较差。最近一月，3 个月盈利上下调、单季超预期幅度、三个月机构覆盖等因子表现较好，而特异度、SPTTM、预期净利润环比等因子表现较差。

以公募重仓指数为选股空间。最近一周，一个月反转、三个月反转、单季盈利同比增速等因子表现较好，而一个月波动、三个月波动、非流动性冲击等因子表现较差。最近一月，单季营收同比增速、一年动量、

标准化预期外收入等因子表现较好，而 BP、预期 BP、单季 SP 等因子表现较差。

公募基金指数增强产品表现跟踪

目前，公募基金沪深 300 指数增强产品共有 65 只（A、C 类算作一只，下同），总规模合计 927 亿元。中证 500 指数增强产品共有 67 只，总规模合计 560 亿元。中证 1000 指数增强产品共有 46 只，总规模合计 196 亿元。

沪深 300 指数增强产品最近一周：超额收益最高 1.54%，最低-0.68%，中位数-0.02%。最近一月：超额收益最高 2.22%，最低-1.16%，中位数 0.57%。

中证 500 指数增强产品最近一周：超额收益最高 0.77%，最低-0.83%，中位数-0.03%。最近一月：超额收益最高 4.35%，最低-0.55%，中位数 1.45%。

中证 1000 指数增强产品最近一周：超额收益最高 0.68%，最低-1.54%，中位数 0.02%。最近一月：超额收益最高 4.31%，最低-0.27%，中位数 1.69%。

风险提示：市场环境变动风险，因子失效风险。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、张宇（S0980520080004）

◆ 金融工程周报：主动量化策略周报-TMT 板块领涨，超预期精选组合年内排名主动股基 5.39%

国信金工主动量化策略表现跟踪：

本周，优秀基金业绩增强组合绝对收益 2.48%，相对偏股混合型基金指数超额收益-0.59%。本年，优秀基金业绩增强组合绝对收益-0.71%，相对偏股混合型基金指数超额收益-0.00%。今年以来，优秀基金业绩增强组合在主动股基中排名 42.81%分位点（1485/3469）。

本周，超预期精选组合绝对收益 4.81%，相对偏股混合型基金指数超额收益 1.73%。本年，超预期精选组合绝对收益 3.14%，相对偏股混合型基金指数超额收益 3.84%。今年以来，超预期精选组合在主动股基中排名 5.39%分位点（187/3469）。

本周，券商金股业绩增强组合绝对收益 3.04%，相对偏股混合型基金指数超额收益-0.04%。本年，券商金股业绩增强组合绝对收益 0.61%，相对偏股混合型基金指数超额收益 1.32%。今年以来，券商金股业绩增强组合在主动股基中排名 21.16%分位点（734/3469）。

本周，成长稳健组合绝对收益 5.80%，相对偏股混合型基金指数超额收益 2.73%。本年，成长稳健组合绝对收益 1.72%，相对偏股混合型基金指数超额收益 2.43%。今年以来，成长稳健组合在主动股基中排名 11.99%分位点（416/3469）。

本周，股票收益中位数 4.88%，92%的股票上涨，8%的股票下跌；主动股基中位数 3.00%，99%的基金上涨，1%的基金下跌。

本年，股票收益中位数-2.25%，34%的股票上涨，66%的股票下跌；主动股基中位数-1.00%，30%的基金上涨，70%的基金下跌。

优秀基金业绩增强组合：

在构建量化组合时，从传统地对标宽基指数，转变为对标主动股基。在借鉴优秀基金持仓的基础上，采用量化方法进行增强，达到优中选优的目的。

超预期精选组合：

以研报标题超预期与分析师全线上调净利润为条件筛选超预期事件股票池，接着对超预期股票池进行基本面和技术面两个维度的精选，挑选出同时具备基本面支撑和技术面共振的超预期股票，构建超预期精选股票组合。

券商金股业绩增强组合：

以券商金股股票池为选股空间和约束基准，采用组合优化的方式控制组合与券商金股股票池在个股、风格上的偏离，构建券商金股业绩增强组合。

成长稳健组合：

采用“先时序、后截面”的方式，构建成长股二维评价体系。以研报标题超预期及业绩大增为条件筛选成长股股票池，根据距离正式财报预约披露日的间隔天数进行分档，优先选择距离财报预约披露日较近的股票，当样本数量较多时，采用多因子打分精选优质个股，构建 100 只股票等权组合。

风险提示：市场环境变动风险，模型失效风险。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、张宇（S0980520080004）

◆ 金融工程周报：港股投资周报-原材料行业领涨，港股精选组合本周上涨 2.01%

港股精选组合绩效回顾

本周，港股精选组合绝对收益 2.01%，相对恒生指数超额收益-0.71%。

本年，港股精选组合绝对收益-2.53%，相对恒生指数超额收益-0.16%。

港股市场创新高热点板块跟踪

我们根据分析师关注度、股价相对强弱、股价路径平稳性、创新高连续性等角度在过去 20 个交易日创出过 250 日新高的股票池中筛选出平稳创新高股票。

近期，中芯国际等股票平稳创出新高。

按照板块来看，创新高股票数量最多的是大金融板块，其次为消费、科技、周期和医药板块，具体个股信息可参照正文。

港股市场一周回顾

宽基指数方面，本周恒生科技指数收益最高，累计收益 5.13%；港股通 50 指数收益最低，累计收益 2.54%。

行业指数方面，本周资讯科技业行业收益最高，累计收益 4.11%；电讯业行业收益最低，累计收益 0.63%。

概念板块方面，本周集成电路产业基金概念板块收益最高，累计收益 21.35%；安防监控概念板块收益最低，累计收益-5.58%。

南向资金监控

南向资金整体方面，本周港股通累计净流入 427 亿港元，近一个月以来港股通累计净流入 1559 亿港元，今年以来港股通累计净流入 1074 亿港元，总体来看近期南向资金呈现出整体流入的走势。

本周港股通资金中，腾讯控股、中芯国际和阿里巴巴-W 流入金额最多，美团-W、兖矿能源和东风集团股份流出金额最多。

投资港股公募基金表现监控

本周，港股通股票收益中位数 2.31%，投资港股的主动基金收益中位数 2.22%。

本年，港股通股票收益中位数-4.33%，投资港股的主动基金收益中位数-2.80%。

风险提示：市场环境变动风险，模型失效风险。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、张宇（S0980520080004）

◆ 金融工程周报：基金周报-首批 12 只科创综指 ETF 申报，科创板宽基 ETF 规模超 2000 亿元

上周市场回顾。上周 A 股市场主要宽基指数全线上涨，中证 1000、创业板指、中证 500 指数收益靠前，收益分别为 5.35%、4.66%、4.06%，科创 50、沪深 300、上证综指指数收益靠后，收益分别为 1.61%、2.14%、2.31%。从成交额来看，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、综合金融、传媒收益靠前，收益分别为 6.65%、6.56%、6.21%，家电、银行、煤炭收益靠后，收益分别为 0.24%、1.27%、1.59%。

截至上周五，央行逆回购净投放资金 14539 亿元，逆回购到期 309 亿元，净公开市场投放 14848 亿元。除 5 年期外，不同期限的国债利率均有所上行，利差缩窄 4.01BP。上周中证转债指数上涨 1.31%，累计

成交 2428 亿元，较前一周增加 171 亿元。

上周共上报 42 只基金，较上上周申报数量有所增加。申报的产品包括 2 只 FOF，新华中证 A50 ETF、万家国证航天航空行业 ETF、博时中证 A100 ETF、上证科创板综合指数 ETF 等。

1 月 13 日，首批 12 只科创综指 ETF 申报，包括华泰柏瑞基金、易方达基金、博时基金、南方基金、招商基金、富国基金、汇添富基金、景顺长城基金、工银瑞信基金、华夏基金、天弘基金和建信基金在内的 12 家基金公司。

1 月 13 日，富达基金旗下首只多元资产公募产品——富达任远稳健三个月持有混合（FOF）提前结束募集，该基金于 1 月 15 日成立，募集规模为 8.67 亿元。

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 2.92%、2.41%、1.57%。今年以来另类基金业绩表现最优，中位数收益为 3.21%，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-1.09%、-0.66%、-0.95%。

上周指数增强基金超额收益中位数为 0.01%，量化对冲型基金收益中位数为 0.28%。今年以来，指数增强基金超额中位数为 0.42%，量化对冲型基金收益中位数为 0.15%。

截至上周末，开放式公募基金中共有普通 FOF 基金 231 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-0.65%。

基金产品发行情况。上周新成立基金 39 只，合计发行规模为 298.74 亿元，较前一周有所增加。此外，上周有 15 只基金首次进入发行阶段，本周将有 2 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）

◆ 金融工程日报：市场缩量收涨，半导体产业链全线走强

市场表现：今日（20250117）规模指数中中证 500 指数表现较好，板块指数中科创 100 指数表现较好，风格指数中中证 500 成长指数表现较好。电子、国防军工、基础化工、农林牧渔、食品饮料行业表现较好，商贸零售、传媒、纺织服装、综合、钢铁行业表现较差。覆铜板、电路板、宠物经济、糖产业、ASIC 芯片等概念表现较好，互联网营销、虚拟人、WEB3.0、小红书平台、首发经济等概念表现较差。

市场情绪：今日收盘时有 65 只股票涨停，有 17 只股票跌停。昨日涨停股票今日表现低迷，赚钱效应较弱，收盘收益为-0.31%，昨日跌停股票今日收盘收益为-1.70%。今日封板率 72%，较前日提升 6%，连板率 22%，较前日下降 13%。

市场资金流向：截至 20250116 两融余额为 18316 亿元，其中融资余额 18215 亿元，融券余额 101 亿元。两融余额占流通市值比重为 2.4%，两融交易占市场成交额比重为 9.3%。

折溢价：20250116 当日 ETF 溢价较多的是智能电车 ETF 泰康，ETF 折价较多的是科创 50 增强策略 ETF。近半年以来大宗交易日均成交金额达到 15 亿元，20250116 当日大宗交易成交金额为 10 亿元，近半年以来平均折价率 4.59%，当日折价率为 6.13%。近一年以来上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 股指期货主力合约的年化贴水率中位数分别为 0.05%、1.74%、6.32%、10.92%，当日上证 50 股指期货主力合约年化升水率为 0.82%，处于近一年来 57%分位点，当日沪深 300 股指期货主力合约年化贴水率为 0.86%，处于近一年来 59%分位点；当日中证 500 股指期货主力合约年化贴水率为 4.19%，处于近一年来 64%分位点；当日中证 1000 股指期货主力合约年化贴水率为 6.98%，处于近一年来 69%分位点。

机构关注与龙虎榜：近一周内调研机构较多的股票是兆威机电、华工科技、海达尔、民士达、香飘飘、同力股份、苏州银行、万通液压等，兆威机电被 74 家机构调研。20250117 披露龙虎榜数据中，机构专用席位净流入较多的股票是纳芯微、生益科技、壹网壹创、挖金客、东港股份、思美传媒、好想你、广百股份、奕东电子、宁波东力、美邦股份等，机构专用席位净流出较多的股票是圣邦股份、科泰电源、福达股份、如意集团、川发龙蟒、瀛通通讯等。陆股通净流入较多的股票是遥望科技、纳芯微、巨轮智能、奕东电子、强达电路、壹网壹创、天下秀等，陆股通净流出较多的股票是川发龙蟒、生益科技、圣邦股份、汇洲智能、五洲新春、清溢光电等。

风险提示：市场环境变动风险；本报告基于历史客观数据统计，不构成投资建议。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）

联系人： 李子靖

【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	640.06	0.58	ICE 布伦特原油	80.79	-0.61
白银	7850.00	0.96	铜	76220.00	0.58
铝	20395.00	0.64	铅	16695.00	0.72
豆一	3935.00	0.15	锌	23900.00	0.61
豆粕	2995.00	0.53	镍	128020.00	0.35
玉米	2192.00	0.27	锡	248250.00	0.59
螺纹钢	3276.00	1.07	SR503	5845.00	0.65

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
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
301100.SZ	不适用	15000.00	20000.00	100.00	2024-12-17
600859.SH	王府井	4147.65	113273.80	99.75	2024-12-17
688246.SH	不适用	3663.35	13787.75	100.00	2024-12-16
002074.SZ	国轩高科	38416.33	156267.38	79.01	2024-12-16
603071.SH	不适用	32026.96	55795.44	100.00	2024-12-16
301101.SZ	不适用	8456.60	13434.14	100.00	2024-12-16
301177.SZ	不适用	36000.00	40001.00	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
301138.SZ	不适用	9000.00	12000.00	100.00	2024-12-16

000737. SZ	南风化工	104599. 31	169128. 73	100. 00	2024-12-16
300678. SZ	中科信息	381. 96	12858. 48	5. 95	2024-12-10
688192. SH	迪哲医药	21784. 60	40000. 01	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
688110. SH	东芯股份	16571. 30	44224. 97	100. 00	2024-12-10
301193. SZ	家联科技	5985. 00	12000. 00	100. 00	2024-12-09
301179. SZ	泽宇智能	9900. 00	13200. 00	100. 00	2024-12-09
301111. SZ	粤万年青	8986. 15	16000. 00	100. 00	2024-12-09
301199. SZ	迈赫股份	7650. 00	13334. 00	100. 00	2024-12-09
301126. SZ	达嘉维康	8187. 02	20650. 57	100. 00	2024-12-09
301213. SZ	观想科技	4804. 56	7999. 99	100. 00	2024-12-06
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
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
301198. SZ	喜悦智行	5394. 00	10000. 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
688049. SH	炬芯科技	3111. 46	12200. 00	100. 00	2024-11-29
605296. SH	神农集团	34939. 30	40022. 90	100. 00	2024-11-27

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	43487. 83	0. 775605	53. 61	53. 61	53. 61	53. 61	42. 56
德国 DAX 指数	20903. 39	1. 200655	64. 11	3. 24	6. 74	27. 21	42. 43
法 CAC40 指数	7709. 75	0. 982483	3. 75	4. 67	1. 66	5. 34	47. 60
恒生指数	19584. 06	0. 313325	2. 72	-0. 59	-2. 46	28. 19	83. 73
沪深 300 指数	3812. 34	0. 314700	2. 13	-2. 79	0. 63	18. 06	69. 47
美国 SP500 指数	5996. 66	0. 999101	2. 91	-0. 89	2. 65	26. 53	47. 03
纳斯达克综合指数	19630. 20	1. 509492	2. 44	-2. 38	6. 83	32. 13	50. 74
日经 225 指数	38451. 46	-0. 314057	-1. 88	-2. 31	-1. 18	8. 38	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	300059. SZ	东方财富	23. 4400	0. 2138	无数据	300059. SZ	东方财富	23. 4400	0. 2138	无数据
2	601138. SH	工业富联	20. 6600	-0. 8637	无数据	300033. SZ	同花顺	290. 6000	2. 4899	无数据
3	300394. SZ	天孚通信	108. 6000	5. 2122	无数据	300394. SZ	天孚通信	108. 6000	5. 2122	无数据
4	603986. SH	兆易创新	134. 7900	5. 1404	无数据	603986. SH	兆易创新	134. 7900	5. 1404	无数据
5	688041. SH	海光信息	131. 7800	-0. 7755	无数据	688041. SH	海光信息	131. 7800	-0. 7755	无数据
6	600584. SH	长电科技	40. 3900	0. 7483	无数据	600584. SH	长电科技	40. 3900	0. 7483	无数据
7	603893. SH	瑞芯微	139. 4100	9. 9968	无数据	603893. SH	瑞芯微	139. 4100	9. 9968	无数据

8	300308.SZ	中际旭创	116.9000	-2.1675	无数据	300308.SZ	中际旭创	116.9000	-2.1675	无数据
9	000063.SZ	中兴通讯	41.2700	3.2783	无数据	000063.SZ	中兴通讯	41.2700	3.2783	无数据
10	600036.SH	招商银行	40.7100	-0.6831	无数据	600036.SH	招商银行	40.7100	-0.6831	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	9988.HK	阿里巴巴-W	80.7500	0.00372902	36341.91	0981.HK	中芯国际	39.4500	0.09583333	318432.11
2	0939.HK	建设银行	6.0200	-0.01472995	48550.13	0700.HK	腾讯控股	379.8000	-0.00679916	116662.56
3	2800.HK	盈富基金	无数据	无数据	51766.40	1810.HK	小米集团-W	34.9500	0.01746725	90192.21
4	1347.HK	华虹半导体	24.4000	0.04946237	62614.38	2013.HK	微盟集团	2.4000	0.08108108	81916.37
5	0763.HK	中兴通讯	25.7000	0.07531381	72233.63	0763.HK	中兴通讯	25.7000	0.07531381	73919.41
6	3690.HK	美团-W	147.8000	0.00135501	73143.54	1347.HK	华虹半导体	24.4000	0.04946237	64578.68
7	2013.HK	微盟集团	2.4000	0.08108108	91652.92	3690.HK	美团-W	147.8000	0.00135501	56349.83
8	1810.HK	小米集团-W	34.9500	0.01746725	100737.18	9988.HK	阿里巴巴-W	80.7500	0.00372902	45335.59
9	0700.HK	腾讯控股	379.8000	-0.00679916	199959.02	0941.HK	中国移动	75.1000	-0.00331785	40715.89
10	0981.HK	中芯国际	39.4500	0.09583333	485707.35	0883.HK	中国海洋石油	19.6000	-0.00910010	12822.42

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提及的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