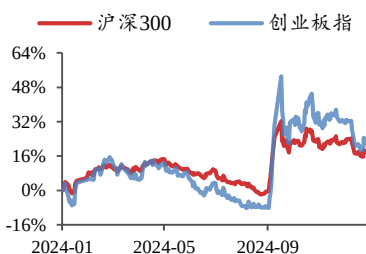


沪深300及创业板指数近1年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
电子	1.767
基础化工	1.310
国防军工	1.096
农林牧渔	0.933
食品饮料	0.731

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
商贸零售	-1.784
纺织服饰	-1.113
传媒	-0.908
钢铁	-0.671
银行	-0.653

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】商品房成交同比涨幅收窄——宏观周报-20250119

【宏观经济】DID 模型测算消费补贴边际拉动约 2.3 倍——兼评 Q4 经济数据
-20250117

行业公司

【商贸零售】2024 年社零同比+3.5%，期待政策带动消费复苏——行业点评报告
-20250119

【地产建筑】四季度销售边际企稳，全年开工规模明显收缩——行业点评报告
-20250119

【医药】业绩边际回暖+并购重组提速，持续看好 2025 年科研服务板块机会——行业周报-20250119

【建材】 楼市积极因素继续累积，重视建材布局机会——行业周报-20250119

【非银金融】2024 年券商业绩整体向好，寿险个险期缴维持增长——行业周报
-20250119

【食品饮料】春节备货开启，大众品动销提速——行业周报-20250119

【地产建筑】REITs 市场交易规模同比增长，产业园 REITs 表现持续优异——行业周报-20250119

【地产建筑】二手房成交面积同比增长，十二月止跌回稳信号如期而至——行业周报-20250119

【商贸零售】2024 年社零同比+3.5%，关注 2025 年消费复苏进程——行业周报
-20250119

【煤炭开采】关注特朗普就职，煤炭红利与周期攻守兼备——行业周报-20250119

【农林牧渔】节前生猪出栏积极，期待节日备货需求支撑价格——行业周报
-20250119

【计算机】重点把握核心产业方向——行业周报-20250119

【通信】字节加大 AIDC 投入，重视 AI 投资机遇——行业周报-20250119

【化工】氯化钾价格拉涨，关注碳酸锂供给端扰动、价格上涨——行业周报-20250119

【化工】制冷剂、萤石淡季坚挺，新一轮行情或蓄势待发——氟化工行业周报-20250119

【传媒】2025 年春节档大片云集，关注出品方/影投院线公司——行业点评报告
-20250117

【煤炭开采：盘江股份(600395.SH)】Q4 煤炭量增致业绩环比改善，上网电量持续爬坡——公司信息更新报告-20250117

**【中小盘：长城汽车(601633.SH)】2024 年业绩预计高增，坦克/魏牌有望带来新
增量——公司信息更新报告-20250117**

研报摘要

总量研究

【宏观经济】商品房成交同比涨幅收窄——宏观周报-20250119

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 郭晓彬（联系人）证书编号：S0790123070017

供需：震荡分化运行

1.基建开工：开工率升降分化，绝对值仍处于历史同期低位。最近两周（1月4日至1月17日），石油沥青装置开工率有所上升，绝对值处于历史同期较低位置；磨机运转率、水泥发运率有所下降，绝对值仍处于历史同期低位。

2.工业生产端，化工链开工分化运行，汽车半钢胎开工延续高位。最近两周，化工链开工率分化运行，汽车轮胎开工率波动运行，高炉、焦炉开工率平稳运行。

3.需求端，地产链需求偏弱，乘用车销量同比震荡下行。工业需求端，1月前9天，电厂煤炭日耗均值整体较12月有所回升，煤炭重点电厂平均日耗环比上升8.8%。最近两周，地产链需求偏弱，螺纹钢、线材、建材表观需求低于2024年同期。消费需求端，最近两周，乘用车四周滚动销量同比震荡下行。中国轻纺城成交量环比回落，处于同期历史高位，义乌小商品价格指数平均值略有回升。

商品价格：大宗商品震荡偏强运行

1.国际大宗商品：震荡上行。最近两周，原油价格震荡偏强上行，铜、铝价格震荡上行，黄金价格震荡上行。

2.国内工业品：震荡偏强运行。首先以南华指数观察整体价格变化，最近两周，国内工业品价格震荡偏强运行。最近两周，黑色系商品价格震荡偏弱运行，铁矿石、螺纹钢价格均回落。化工链商品价格震荡分化运行，最近两周，顺丁橡胶、涤纶长丝平均价格较上两周有所上升，甲醇、聚氯乙烯下降。建材价格分化运行，最近两周，水泥、玻璃平均价格较上两周均有所下降，沥青有所上升。

3.食品：农产品价格延续回升，猪价企稳回升。最近两周，农产品价格200指数平均值较上两周环比回升0.5%，猪肉价格企稳回升，猪肉平均批发价较上两周环比回升1.4%。

地产与流动性：商品房成交同比保持正增，资金利率有所回升

1.商品房：成交同比保持正增，但涨幅收窄。新建住房市场看，最近两周（1月4日至1月17日），全国30大中城市商品房成交面积平均值较上两周环比回落50.4%，从季节性上看略高于2024年同期，较2022、2023、2024年同期分别同比-47.9%、-35.4%、+1.8%。一线城市成交面积同比保持正增，较2022、2023、2024年同期分别同比-22.0%、-20.4%、+28.6%。二手房市场看，价格方面，截至1月6日，二手房出售挂牌价指数有所回落；成交量方面，最近两周（1月4日至1月17日），北京、上海、深圳二手房成交面积延续历史高位，较2024年同期分别同比+38%、+47%、+86%。

2.土地：成交面积同环比均下降。截至1月12日，100大中城市成交土地占地面积最近双周环比下降75.9%，1月当月同比下降7.5%。

3.流动性：资金利率有所回升。最近两周，资金利率有所上行。截至1月17日，R007为3.13%，DR007为2.12%；央行实现货币净投放11939亿元；质押式回购成交量共为60.9万亿元。

交通运输：地铁出行同比回落，出口运价分化运行

1.居民出行：地铁出行同比回落。最近两周，北上广深地铁客运量平均值较上两周环比回落0.9%，同比下降

0.8%。国内执行航班数平均值较上两周环比上升 8.2%，同比上升 9.7%。

2. 货运物流：震荡回落。最近两周，整车货运流量指数平均值较上两周环比-2.9%。

3. 运价：出口运价分化运行。最近两周，出口运价分化运行，内贸运价延续回落，大宗商品运价中 BDI 指数、BDTI 指数、铁矿石运价指数平均值较上两周分别环比+0.6%、-4.1%、-0.5%。

风险提示：大宗商品价格波动超预期，政策力度超预期。

【宏观经济】DID 模型测算消费补贴边际拉动约 2.3 倍——兼评 Q4 经济数据-20250117

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 陈策（分析师）证书编号：S0790524020002

消费：DID 模型测算消费品以旧换新的边际拉动约 2.3 倍

1、构建模型：12 月社零数据发布后，我们基于 DID 双重差分模型对消费补贴效果进行了更精确的计量。政策未支持和支持品类以变量 treat 标记为 0 和 1，政策实施前后以变量 after 标记为 0 和 1，交互项 treat*after 的系数即为经过两次差分后“纯净”的消费政策拉动效果。

2、模型检验：优化后 DID 模型 R 方为 0.784，交互项系数均显著，即 8-12 月消费补贴的边际拉动效应分别为 601、922、995、912 亿元，合计为 3430 亿元、对应杠杆约 2.3 倍，略低于我们此前测算。若 2025 年超长债支持消费品以旧换新扩容至 3000 亿左右，则新增资金 1500 亿元、拉动 2025 年社零 0.70 个百分点、拉动 GDP 0.25 个百分点。需要指出的是，该测算尚未考虑潜在的跨期挤出效应。

GDP：顺利实现全年 5.0% 目标，供需结构超季节性改善

1、2024Q4 实际 GDP 同比增长 5.4%、全年 GDP 5.0%，符合我们在《9 月验证经济底，全年 GDP 或接近 5%》等报告中的观点。GDP 平减指数持平前值，物价水平仍处于温和修复进程；分产业看，第三产业改善较快。

2、工业和服务业生产均回暖，产销率超季节性修复。12 月工业增加值同比提高了 0.8 个百分点至 6.2%，其中汽车、电气机械、交运设备、食品制造等边际改善；服务业生产回升了 0.4 个百分点至 6.5%，增量来源于交运仓储邮政、金融业。供需结构来看，1-12 月产销率为 96.7%，与 2023 年同期的差距进一步收窄。

3、居民端：可支配收入增速小幅改善。财产净收入增速回暖，经营净收入有所拖累。投入产出方面仍延续了工时拉长、时薪增速放缓的趋势，2024Q4 就业人员周均工作时间提高至 48.8 小时，时薪增速降至 5.9%、连续 3 个季度放缓。

固投：成交结构约束房地产投资，基建、制造业保持高增速

1、地产：销售延续暖意但成交结构约束房地产投资，作为领先指标的库销比显著改善。2025 年 1 月二手房成交略有回落但仍处于历史高位，新房成交好于 2024 年同期；作为领先指标的库销比加快修复，或表明二手房价降幅将进一步收窄。销售端表现基本符合我们此前判断，即 9 月 24 日货币政策加码后我国居民偿债比率修复至 10.9%、初步修复至 11% 的临界水平以下（详见《试论地产需求政策的有效性边界》），因而本轮地产改善幅度和持续性有望明显强于 517 新政。但也需看到当前堵点在于二手房成交明显强于新房，对改善房企现金流、提振房地产投资、库存去化的作用相对偏弱。

2、制造业：设备更新将添政策新动力。1-12 月制造业累计同比 9.2%、较前值下行 0.1 个百分点。分行业来看，医药、通用设备、汽车、金属制品边际改善，拖累在于食品、有色冶炼、化学制品、电气机械等。

3、基建：2025 年或有望先行发力：1-12 月广义基建累计同比下滑了 0.2 个百分点至 9.2%，水利管理表现亮眼。往后看，预计 2025 年经济大省将更挑大梁，且专项债发行和支出使用节奏可能从 2024 年的前低后高转为 2025 年的均衡或更加前置，则基建投资有望先行发力。

2025 年或是“消费年”，消费政策有望更加多元

除了已落地的加力扩围实施“两新”政策，我们认为消费政策可能形式更加多样，例如养老补贴、生育补贴等收入性政策均有一定可能。我们维持年度报告的观点，从地产企稳、股票财富效应、完善社会保障、消费补贴加码、新型城镇化等角度来看，长期看好消费。

风险提示：政策变化超预期；美国经济超预期衰退。

行业公司

【商贸零售】2024 年社零同比+3.5%，期待政策带动消费复苏——行业点评报告-20250119

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

12 月社零同比+3.7%，刺激政策持续加码内需，有望带动消费回暖

国家统计局发布社会消费品零售总额（下简称“社零”）数据：2024 年全年我国社零总额为 487895 亿元（同比+3.5%，下同），其中 12 月社零总额为 45172 亿元，（+3.7%，高于 Wind 一致预期+3.5%）。分地域看，全年城镇/乡村社零同比分别+3.4%/+4.3%。整体而言，2024 年社会消费表现稳健，政策支持下经济依旧温和复苏，随着新一年刺激政策继续加码内需，有望持续带动消费回暖。

商品零售环比稳健，家用电器表现依旧突出

价格因素方面，12 月整体/食品类 CPI 同比分别+0.1%/-0.5%，环比-0.6%/-0.6%，受天气条件较好等影响 CPI 环比由降转平。分消费类型，2024 年全年商品零售、服务零售、餐饮收入同比分别+3.2%/+6.2%/+5.3%，较 1-11 月增速分别持平/-0.2pct/-0.4pct。具体分品类看：必选消费方面，粮油食品、饮料、烟酒 12 月同比分别+9.9%/-8.5%/+10.4%，食品烟酒表现相对较好；可选消费方面，化妆品、金银珠宝、服装鞋帽、家电音像分别同比+0.8%/-1%/-0.3%/+39.3%，增速环比+27.2pct/+4.9pct/+4.2pct/+17.1pct，家用电器市场销售表现依旧突出，化妆品受双 11 大促虹吸效应消退的影响，环比增速明显回升。

线上渠道温和复苏，线下业态略有承压

线上渠道方面，2024 年全年全国网上零售额 155225 亿元（+7.2%），其中实物商品网上零售额 130816 亿元（+6.5%），占社零总额比重为 26.8%（同比-0.8pct，较 1-11 月环比+0.1pct），其中吃、穿、用类商品网上零售额同比分别+16.0%/+1.5%/+6.3%。线下渠道方面，2024 年全年超市、便利店、百货店、专业店和品牌专卖店零售额同比分别+2.7%/+4.7%/-2.4%/+4.2%/-0.4%，增速较 2024 年 1-11 月分别+0.1pct/+0.3pct/+0.5pct/+0.2pct/+0.3pct。此外根据中华全国商业信息中心的监测数据，2024 年全年全国重点大型零售企业零售额同比下降 4.3%，其中 12 月线下金银珠宝品类改善明显，增速较 11 月提升 14.3 个百分点。

投资建议：关注国内消费复苏主线下的高景气赛道优质品牌公司

政策基调转向积极背景下，关注兼具短期修复弹性和长期成长景气度的优质细分赛道，重点关注四条投资主线。（1）传统零售：电商流量红利见顶叠加年轻消费者的决策偏好变化，为线下渠道带来攻守易势机会，重点推荐爱婴室、永辉超市等，受益标的百联股份。（2）黄金珠宝：未来待金价扰动减小、被抑制需求释放，有望带来基本面和估值修复，重点推荐老铺黄金、潮宏基、周大生等。（3）化妆品：建议关注能够兼顾价盘&投放效率基础上，实现销售持续增长、份额提升的国货美妆品牌，重点推荐润本股份、巨子生物、上美股份等，受益标的毛戈平。（4）医美：差异化上游厂商抢占市场能力更强，长期看“渗透率+国产化率+合规化程度”多维提升逻辑未变，重点推荐爱美客等。

风险提示：消费复苏不及预期；企业经营成本费用提升。

【地产建筑】四季度销售边际企稳，全年开竣工规模明显收缩——行业点评报告-20250119

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

12月销售金额保持增长，四季度销售边际企稳

国家统计局发布2024年1-12月商品房投资和销售数据。1-12月，全国商品房销售面积9.74亿平，同比-12.9%（前11月-14.3%），其中商品住宅销售面积同比-14.1%；1-12月商品房销售额9.68万亿元，同比-17.1%（前11月-19.2%），其中商品住宅销售额同比下降17.6%。12月商品房销售面积和销售额分别为1.13亿平和1.16万亿元，同比分别-0.3%和+2.1%；单月销售均价同比+2.4%。分区域看，1-12月东部、中部、西部、东北区域商品房销售面积同比增速分别为-12.7%、-12.0%、-14.6%、-9.7%，降幅均有所收窄。2024年10-12月销售面积和金额同比分别+2.8%、+1.0%，四季度销售企稳态势初显。

土地成交面积收缩，开竣工规模均不足8亿平

2024年1-12月，全国房屋新开工面积7.39亿平，同比-23.0%（前11月-23.0%），其中住宅新开工同比-23.0%；12月单月新开工面积0.66亿平，同比-22.6%。据中指研究院数据，2024年300城宅地成交面积同比-23.3%，拿地收缩持续影响房企开工数据。1-12月，房屋竣工面积7.37亿平，同比-27.7%（前11月-26.2%），其中住宅竣工面积同比-27.4%；12月单月竣工面积2.56亿平，同比-30.4%。2024年地产开竣工规模分别为2005年和2009年以来最低值，规模收缩明显。

销售回款资金明显改善，房企融资环境依旧严峻

2024年1-12月，房地产开发投资额10.03万亿元，同比-10.6%（前11月累计-10.4%），其中住宅开发投资额同比-10.5%；12月单月开发投资额0.66万亿元，同比-13.3%，销售回款表现仍压制房企投资动力。2024年1-12月，房地产开发企业到位资金10.77万亿元，同比-17.0%（前11月-18.0%），其中国内贷款、自筹资金、定金及预收款、个人按揭贷款累计同比分别-6.1%、-11.6%、-23.0%、-27.9%（前11月-6.2%、-11.0%、-25.2%、-30.4%）。受四季度销售景气度回升影响，四季度定金及预收款和个人按揭贷款同比分别-0.1%和-2.6%，房企回款资金持续改善。同时房企自筹资金降幅连续四个月扩大，房企融资环境依旧严峻。

投资建议

自9月底“止跌回稳”政策以来，四季度销售数据同比基本企稳，市场信心有效提振。2025年1月1-15日30大中城市商品房成交面积同比-34%，伴随新政效果逐步释放，春节前销售热度有所下降，预计1月销售数据偏弱，市场修复持续性仍有待观察。推荐标的：（1）投资强度高、布局区域优、机制市场化的强信用房企：保利发展、绿城中国、招商蛇口、中国海外发展、建发股份、越秀地产、滨江集团、建发国际集团；（2）住宅与商业地产双轮驱动，同时受益于地产复苏和消费促进政策：新城控股、龙湖集团；（3）二手房交易规模和渗透率持续提升，房地产后服务市场前景广阔：贝壳、我爱我家。

风险提示：（1）行业销售恢复不及预期，融资改善不及预期，房企资金风险进一步加大。（2）政策放松不及预期。

【医药】业绩边际回暖+并购重组提速，持续看好2025年科研服务板块机会——行业周报-20250119

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

2024年生命科学上游企业营收整体稳健，部分企业已看到边际拐点

生命科学上游部分企业发布2024年业绩预告，整体收入端稳健增长，部分企业已看到明显边际拐点。部分企业加强内部管理，优化各项流程，经营效率持续提升，降本增效成果显现。以百普赛斯为例，2024全年预计实现营收6.45-6.60亿元，同比增长18.64%-21.40%；单看2024Q4，按中位值计算预计实现营收1.89亿元，同比增长44.3%，环比增长15.2%，实现归母净利润0.47亿元，同比增长82.28%，环比增长73.9%，边际拐点已显现。

从需求端看，国内科研机构 and 高校需求依旧保持增长，国内工业客户结构性需求改善已经出现；海外需求依然健康，整体均保持较快增长；从供给端看，多数公司逐步落实降本增效措施，叠加收并购影响，业绩出现分化，阿拉丁、皓元医药、毕得医药、昊帆生物等盈利能力逐步改善，百普赛斯、奥浦迈等细分领域领先企业有望在 2025 年也迎来利润端快速恢复。

部分科研服务企业正积极布局海外市场，海外业务营收持续增长

部分科研服务企业正积极布局海外市场，海外业务营收持续增长：在海外市场需求率先回暖、国内市场竞争日益加剧的背景下，越来越多的科研服务上游企业将出海作为公司下一阶段发展的重要选择。以毕得医药、皓元医药、药康生物、阿拉丁、百普赛斯、奥浦迈为代表的上游企业正积极布局海外市场，产品覆盖地区与服务客户数量逐渐扩大、营收快速增长，海外业务将进入高质量发展阶段。

生命科研上游领域并购重组明显提速，有望打开未来成长空间

截至 2024Q3，科研上游企业账上现金整体充裕，近一半以上企业现金及现金等价物超 10 亿元。近年来科研上游领域已发生多起收并购事件，以皓元医药、义翘神州、泰坦科技、阿拉丁、纳微科技、毕得医药、奥浦迈等为代表的企业均在各自细分方向收购相关标的。2024 年下半年以来，产业收并购进程明显提速；毕得医药与奥浦迈分别在 2025 年 1 月拟收并购 Combi-Blocks 与澎立生物。收并购能够快速增厚龙头公司的表现业绩，并持续增强头部企业在客户、供应商渠道、品牌效应等方面的影响力，行业集中度有望进一步提升；同时，上游龙头企业也有望通过收并购向产业链上下游延伸，打开未来的成长空间。我们预计，2025 年生命科研上游领域的并购重组将进一步提速。

推荐及受益标的

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：政策推进不及预期，市场竞争加剧，产品销售不及预期。

【建材】楼市积极因素继续累积，重视建材布局机会——行业周报-20250119

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

楼市积极因素继续累积，重视建材布局机会

国家统计局于 1 月 17 日发布 2024 年全国房地产市场基本情况：2024 年，全国房地产开发投资 100280 亿元，同比下降 10.6%；其中，住宅投资 76040 亿元，同比下降 10.5%。2024 年，房地产开发企业房屋施工面积 733247 万平方米，同比下降 12.7%。其中，住宅施工面积 513330 万平方米，同比下降 13.1%。房屋新开工面积 73893 万平方米，同比下降 23.0%。其中，住宅新开工面积 53660 万平方米，同比下降 23.0%。房屋竣工面积 73743 万平方米，同比下降 27.7%。其中，住宅竣工面积 53741 万平方米，同比下降 27.4%。2024 年，新建商品房销售面积 97385 万平方米，同比下降 12.9%，其中住宅销售面积同比下降 14.1%。新建商品房销售额 96750 亿元，同比下降 17.1%，其中住宅销售额同比下降 17.6%。根据中房网测算，2024 年 12 月份新建商品房销售面积为 11267 万平方米，环比上涨 37.60%，同比上涨 0.37%；新建商品房销售额为 11625 亿元，环比上涨 40.57%，同比上涨 2.84%。在促进房地产市场止跌回稳各项政策作用下，楼市积极因素继续累积，2024 年 12 月新建商品房销售面积和销售额都实现了正增长。消费建材板块推荐：东方雨虹（防水龙头，经营结构优化）、伟星新材（经营优质，零售业务占比高），三棵树，坚朗五金；受益标的：北新建材（石膏板龙头，收购嘉宝莉扩张涂料板块业务）等。国家发展改革委等部门印发《水泥行业节能降碳专项行动计划》要求到 2025 年底，水泥熟料产能控制在 18 亿吨左右，能

效标杆水平以上产能占比达到 30%，能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰，水泥熟料单位产品综合能耗比 2020 年降低 3.7%，预计会加快节能降碳与用能设备的迭代更新。水泥板块受益标的：海螺水泥、华新水泥、上峰水泥等。无碱粗纱市场报盘主流暂稳，部分成交存灵活空间。受益标的：中国巨石、长海股份、国际复材等。“一致性评价+集采”政策促进中硼硅药用渗透率加速提升，推荐：力诺药包；受益标的：山东药玻。

本周（2025 年 1 月 13 日至 1 月 17 日）建筑材料指数上涨 3.61%，沪深 300 指数上涨 2.14%，建筑材料指数跑赢沪深 300 指数 1.47pct。近三个月来，沪深 300 指数下跌 3.83%，建筑材料指数下跌 7.77%，建材板块跑输沪深 300 指数 3.94pct。近一年来，沪深 300 指数上涨 16.42%，建筑材料指数下跌 4.03%，建材板块跑输沪深 300 指数 20.44pct。

板块数据跟踪

水泥：截至 1 月 17 日，全国 P.O42.5 散装水泥平均价为 352.53 元/吨，环比下跌 0.10%；水泥-煤炭价差为 248.53 元/吨，环比上涨 0.12%；全国熟料库容比 47.84%，环比下降 1.87pct。

玻璃：截至 1 月 18 日，全国浮法玻璃现货均价为 1392.00 元/吨，环比上涨 15.00 元/吨，涨幅为 1.09%；光伏玻璃均价为 121.09 元/重量箱，环比持平。浮法玻璃-纯碱-石油焦价差为 25.57 元/重量箱，环比下跌 3.33%；浮法玻璃-纯碱-重油价差为 13.90 元/重量箱，环比下跌 2.75%；浮法玻璃-纯碱-天然气价差为 16.64 元/重量箱，环比上涨 1.30%；光伏玻璃-纯碱-天然气价差为 65.93 元/重量箱，环比下跌 0.24%。

玻璃纤维：无碱 2400tex 直接纱报 3700-4000 元/吨，无碱 2400texSMC 纱报 4800-5400 元/吨，无碱 2400tex 喷射纱报 5600-6700 元/吨，无碱 2400tex 毡用合股纱报 4700-5400 元/吨，无碱 2400tex 板材纱报 4950-5400 元/吨，无碱 2000tex 热塑直接纱报 4100-4500 元/吨。不同区域价格或有差异，实际成交存灵活空间。

消费建材：截至 2025 年 1 月 17 日，原油价格为 82.41 美元/桶，周环比下跌 0.75%，较 2025 年年初上涨 7.40%，同比上涨 1.58%；沥青价格为 4390 元/吨，周环比下跌 1.13%，较 2025 年年初持平，同比下跌 4.98%；丙烯酸价格为 8000 元/吨，周环比上涨 5.26%，较 2025 年年初上涨 1.27%，同比上涨 32.23%；钛白粉价格为 14300 元/吨，周环比持平，较 2025 年年初持平，同比下跌 11.18%。

风险提示：经济增速下行风险；原材料价格上涨风险；房地产销售回暖进展不及预期风险；国内保交楼进展不及预期；房企流动性风险蔓延压力；基建落地进展不及预期风险。

【非银金融】2024 年券商业绩整体向好，寿险个险期缴维持增长——行业周报-20250119

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 卢崑（分析师）证书编号：S0790524040002 | 唐关勇（联系人）证书编号：S0790123070030

周观点：2024 年券商业绩整体向好，寿险个险期缴维持增长

本周万得全 A 指数上涨 3.6%，日均成交额环比改善。部分券商披露业绩快报和预告，整体符合我们预期，4 季度同环比增速较好，关注后续券商业绩数据。上市险企披露 12 月保费月报，四季度个险新单同比增速较前 3 季度有所回落，符合我们预期。券商 2025 年上半年业绩有望延续同比改善趋势，继续推荐低估值且零售优势突出的标的。继续推荐盈利稳健、高股息率的江苏金租。

券商：业绩快报和预告增长整体较好，关注低估值头部券商

(1) 本周日均股基成交额 1.42 万亿元，环比+5.2%，偏股/非货基金新发份额 55/276 亿份，环比+37%/+302%。(2) 1 月 15 日《国务院关于规范中介机构为公司公开发行股票提供服务的规定》发布，规定证券公司保荐业务收费不得以发行上市结果作为收费条件，承销业务收费不得按发行规模递增收费比例(实践中多数是比例递减)，防止相关收费行为影响其客观公正，不影响投行业务正常收费。(3) 本周部分券商披露业绩，中信证券/招商证券披露业绩快报，2024 年归母净利润分别同比+10.1%/+18.3%，4 季度环比分别-21.3%/+34.0%；指南针旗下麦高证券披露未审计三表，2024 年全年净利润 0.71 亿元(2024H1 为 0.11 亿元)，同比+1343%。(4) 低基数、债市明显上

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

涨和交易量明显扩张支撑下，券商 2024 年 4 季度业绩有望超预期，关注近期券商业绩预告和快报，券商板块估值水平仍偏低，2025 年上半年业绩有望延续同比改善趋势，继续推荐低估值且零售优势突出的券商标的。

保险：2024 年 4 季度个险新单同比增速放缓符合预期，险企评级办法发布

(1) 12 月保费数据全部披露，4 季度新单同比增速较前 3 季度有所回落符合我们预期，3 季度停售高基数和 4 季度重心转向开门红为主要原因：中国平安 2024 年个险新单 1397 亿元，同比+8.8%(2024 前 3 季累计+12.8%)；中国太保 2024 年个险/银保新单分别为 316/270 亿元，同比-2.3%/-18.8%，其中个险新单期缴 287 亿元，同比+9.8%(前 3 季累计+12.4%)；中国人保 2024 年期交首年保费 321 亿元，同比+8.9%(前 3 季累计+9.8%)。(2) 近日，金融监管总局发布《保险公司监管评级办法》，监管将对根据监管评级实施分类监管，扶优限劣，行业集中度或进一步提升。公司治理、偿付能力、负债质量、资产质量(含资产负债匹配)、信息科技、风险管理在评级要素中权重较高。2024 年 3 月金监总局已发布《人身险公司监管评级办法》。(3) 我们预计，养老需求旺盛、转型持续见效有望支撑 2025 年一季度 NBV 稳健增长，关注资产端 beta 催化，看好权益弹性突出标的投资机会。

推荐及受益标的组合

推荐标的组合：财通证券，东方证券，东方财富，兴业证券，国联证券，香港交易所；中国人寿，中国平安，中国太保；江苏金租。

受益标的组合：国信证券，招商证券，中国银河，新华保险；同花顺，指南针。

风险提示：资本市场波动对投资收益带来波动风险；保险负债端不及预期。

【食品饮料】春节备货开启，大众品动销提速——行业周报-20250119

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：复调动销明显好转，乳制品环比已有改善

1 月 13 日-1 月 17 日，食品饮料指数涨幅为 2.1%，一级子行业排名第 24，跑输沪深 300 约 0.0pct，子行业中零食(+8.5%)、烘焙食品(+7.4%)、其他酒类(+4.2%)表现相对领先。春节备货旺季来临，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。主要复调品类火锅底料逆转 2024 年前三季度的销售平淡态势，颐海、天味等品牌火锅底料同比加速增长，表现较为突出，渠道库存也降至合理水平。主因在于：(1) 天气转冷+商超促销+消费者年节备货驱动；(2) 龙头品牌挤压中小厂商份额，集中度提升叠加商超渗透率提升。往未来展望，复合调味料景气度延续，渠道拓展仍有空间：(1) KA 渠道调改后更加注重选品逻辑，颐海、天味等龙头品牌更易获得渠道青睐，同时精选单品模式有利于避免渠道库存高企风险，目前推进良好；(2) 抖音、小红书等电商渠道亦有突破；(3) 小 B 渠道仍处于初步布局阶段，打法模式以团队组织考核摸索中，预计 2025 年应会有突破。乳制品已经开始春节备货，12 月底订货会等活动有效增强了经销商信心，更多备货集中在 2025 年 1 月。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备货趋势向好，动销环比显著增加，同比来看增速也有提升。当前大众品我们仍首推零食板块，零售渠道改革利好上游品牌企业，零食出海开拓更广阔空间，重点推荐甘源食品。西麦食品线下基本盘稳固，新渠道开拓快速推进，2025 年原材料成本迎来改善，预计盈利能力有望提升，建议重点关注。复合调味料为成长赛道，且行业混战阶段结束，进入并购时期，看好天味食品的投资机会。

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。

【地产建筑】REITs 市场交易规模同比增长，产业园 REITs 表现持续优异——行业周报-20250119

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

REITs 市场交易规模同比增长，产业园 REITs 表现持续优异

2025 年第 3 周，我们跟踪的中证 REITs（收盘）指数为 812.84，同比上涨 13.35%，环比下跌 0.81%；中证 REITs 全收益指数 997.68，同比上涨 22.1%，环比下跌 0.81%。本周 REITs 市场交易规模成交量达 7.59 亿份，同比增长 40.3%；成交额达 30.37 亿元，同比增长 72.95%；区间换手率 4.51%，同比下降 7.01%。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-0.40%、-2.63%、-0.53%、+0.01%、-0.95%、-2.19%、-1.69%；一月涨跌幅分别为+7.51%、-0.35%、+1.46%、+7.48%、+7.99%、+2.84%、+7.39%。本周汇添富上海地产租赁住房 REIT 首发申请已反馈，20 只基金等待上市。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。

九州通医药 REIT 披露询价公告，上海地产租赁住房 REIT 回复问询函

汇添富九州通医药 REIT 披露询价公告，基金战略配售初始发售份额为 3 亿份，为本次基金份额发售总量的 75%。汇添富上海地产租赁住房 REIT 对上交所问询函回复，调整后标的资产估值由首次申报时的 13.51 亿元调整为 12.31 亿元，较首次申报下降 1.20 亿元。

一周行情：产业园 REITs 单周上涨 0.01%，单月累计上涨 7.48%

2025 年第 3 周，中证 REITs（收盘）指数为 812.84，同比上涨 13.35%，环比下跌 0.81%，2024 年年初至今累计上涨 7.46%，同期沪深 300 指数累计上涨 11.11%，累计超额收益-3.65%。中证 REITs 全收益指数 997.68，同比上涨 22.1%，环比下跌 0.81%，2024 年年初至今累计上涨 15.77%，同期沪深 300 指数累计上涨 11.11%，累计超额收益+4.66%。本周 REITs 市场交易规模成交量达 7.59 亿份，同比增长 40.3%；成交额达 30.37 亿元，同比增长 72.95%；区间换手率 4.51%，同比下降 7.01%。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-0.40%、-2.63%、-0.53%、+0.01%、-0.95%、-2.19%、-1.69%；一月涨跌幅分别为+7.51%、-0.35%、+1.46%、+7.48%、+7.99%、+2.84%、+7.39%。

创金合信首农产业园 REIT 首发申请已反馈，20 只 REITs 基金等待上市

2025 年第 3 周，共有 20 只 REITs 基金等待上市，本周汇添富上海地产租赁住房 REIT、创金合信首农产业园 REIT 首发申请已反馈，南方顺丰仓储物流封闭式基础设施证券投资基金首发申请已问询。

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）各类别资产入市进度不及预期；（4）项目长期分派率不及预期。

【地产建筑】二手房成交面积同比增长，十二月止跌回稳信号如期而至——行业周报-20250119

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：二手房成交面积同比增长，十二月止跌回稳信号如期而至

本周我们跟踪的 68 城新房成交同比下降，环比下降，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，溢价率环比下降。本周统计局公布 12 月 70 城商品房价格数据，一线城市商品住宅销售价格环比

上涨，二三线城市环比总体降幅收窄；一二三线城市同比降幅均继续收窄。本周杭州 2 宗地块均高溢价成交，其中北干西地块由杭州滨江以总价 27.98 亿元竞得，成交楼面价 38859 元/m²，溢价 61.91%成交，世纪城南单元地块由浙江中冠以总价 11.92 亿元竞得，成交楼面价 33558 元/m²，溢价 45.91%成交，共收金 39.90 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。

房地产市场信心提振有望继续改善，多地启动城中村项目改造

中央层面：统计局：69.3%受访者预计未来半年房价稳定或上涨。房地产市场信心逐步提振，下阶段市场有望继续改善。近期房地产市场在政策组合拳作用下积极变化增多，市场信心在逐步提振。随着存量政策和增量政策的有效落实，下阶段房地产市场有望继续改善。

地方层面：上海：加快城市更新步伐，启动 25 个城中村改造项目。常州：2025 年将实施 40 个城中村改造项目，全面推广房票安置。北京：完善“保障+市场”住房供应体系，建设筹集保障性租赁住房 5 万套、竣工各类保障房 8 万套。

市场端：土地成交面积同比下降，杭州土拍市场火热

销售端：2025 年第 3 周，全国 68 城商品住宅成交面积 233 万平米，同比下降 5%，环比下降 6%；从累计数值看，年初至今 68 城成交面积达 860 万平米，累计同比增加 18%。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 3 周，全国 100 大中城市推出土地规划建筑面积 1392 万平方米，成交土地规划建筑面积 1102 万平方米，同比下降 43%，成交溢价率为 1.6%。杭州：杭州 2 宗地块均高溢价成交，一宗成交楼面价 38859 元/m²，溢价 61.91%成交，另一宗成交楼面价 33558 元/m²，溢价 45.91%成交，共收金 39.90 亿元。

融资端：国内信用债发行规模环比减少

2025 年第 3 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。

【商贸零售】2024 年社零同比+3.5%，关注 2025 年消费复苏进程——行业周报-20250119

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

2024 年全年社零同比+3.5%，关注 2025 年消费复苏进程

本周国家统计局发布社零数据：2024 年全年我国社零总额同比+3.5%，其中 12 月同比+3.7%，社会消费稳步复苏。分渠道看，线上零售需求韧性较强，占比稳中有升，线下超市、便利店和专业店表现相对稳健；分品类看，必选消费品整体表现更优，可选消费品类中家用电器表现较为出色。展望后续，随着新一年刺激政策继续加码内需，有望持续带动消费回暖，建议关注传统零售和化妆品两大赛道。（1）传统零售：年轻一代消费者的选择决策偏好变化，线下渠道已迎来攻守易势机会。胖东来超市逆势快速增长足以彰显其经营理念与商业模式的成功，其成功有望唤醒超市行业“以人为本”的初心，提供具备可行性的变革脱困思路，建议关注线下零售业态商业变革动态。（2）化妆品：2024 年全年化妆品类零售额同比-1.1%，行业面临线上流量红利递减等变化，各品牌表现逐渐分化，国货美妆品牌通过布局新赛道、推出新原料等积极寻求多元成长曲线，持续关注头部国货美妆品牌推新及投放节奏、平销期表现等。

行业关键词：护肤品、FirstCover、ZPARK、ProtYouth、微信送礼等

【护肤品】2024 年中国护肤品规模同比下降 12.54%，本土品牌同比增长 28.04%。

【FirstCover】恋火前主理人新品牌 FirstCover 已获经纬创投亿元天使轮投资。

【ZPARK】杭州中央商城二次元街区 ZPARK 首期推出零售空间和策展区域

【ProtYouth】锦波生物旗下品牌 ProtYouth3 款产品获得美国 FDA 认证。

【微信送礼】微信聊天框新增“送礼物”入口，与“红包”并列。

板块行情回顾

本周（1月13日-1月17日），商贸零售指数报收2110.55点，上涨4.67%，跑赢上证综指（本周上涨2.31%）2.36个百分点，板块表现在31个一级行业中位居第7位。零售各细分板块中，本周互联网电商板块涨幅最大，2025年年初至今互联网电商板块领跑。个股方面，本周狮头股份（+47.0%）、壹网壹创（+46.4%）、苏豪弘业（+31.8%）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。

【煤炭开采】关注特朗普就职，煤炭红利与周期攻守兼备——行业周报-20250119

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

本周要闻回顾：关注特朗普就职，煤炭红利与周期攻守兼备

本周动力煤（Q5500）CCTD 报价 767 元/吨，较上周环比跌 7 元/吨；秦港平仓价报价 758 元/吨，较上周环比下跌 10 元/吨。受临近春节下游工厂停工影响，本周煤价虽有下跌，但仍处于企稳反弹的盘整区间内，基本面数据表现为：供给端，截至 1 月 12 日，晋陕蒙三省 442 家煤矿开工率 83%，环比上升 1.5pct，产地开工率春节前一周小幅上行往年常态（即春节的保供）；需求端，沿海八省电厂日耗合计 198.4 万吨，环比下降 6.59%。此外，非电煤里的煤化工耗煤表现突出，推测是原油价格大涨而煤价震荡偏弱，导致煤油价差拉大，煤化工成本明显低于油化工，进而导致煤化工开工率高企，基本面数据表现为：国内甲醇开工率 80.7%，环比上涨 0.28pct，国内尿素开工率 81.06%，环比上涨 2.42pct。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”的导向，而触发点位恰恰是 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。美国当地时间1月20日，特朗普将宣誓就职，此前其宣称上任即会着手施行的政策或将对未来的煤炭板块造成一定影响：一是从能源视角看，其致力于结束俄乌冲突的主张或有利于国际能源价格回归至合理水平，虽然短期存在地缘政治的博弈；二是特朗普更广泛的对我国及全球各国的关税加征或造成更大的出口链压力，影响全球经济及资本市场进而影响煤炭板块，短期会带来较大的震荡。

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】节前生猪出栏积极，期待节日备货需求支撑价格——行业周报-20250119

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：节前生猪出栏积极，期待节日备货需求支撑价格

春节前生猪出栏积极性增强，期待小年及春节备货需求支撑价格。截至1月17日，全国生猪销售均价15.66元/公斤，环比上周-0.08元/公斤，同比+1.53元/公斤，临近春节，散户及集团场出栏积极性增强，供给端压力增大致猪价下跌。1月17日样本企业日均生猪屠宰量19.71万头，环比上周+1.42万头，需求端稳步回升。考虑下周进入小年及春节备货期，预计存在阶段性需求增量，猪价具备上行动力。

前期抛售大猪致大猪存栏偏紧，本周出栏均重下行，标肥价差走扩。本周全国商品猪出栏均重降至122.96公斤，环比上周-1.14公斤，标肥价差扩大至0.82元/公斤，11-12月市场持续抛售大猪致当前大猪存栏偏少，市场以出售小体重猪为主。考虑标肥价差走扩，小年及春节备货期散户或将出售压栏大猪，预计下周出栏均重有望上行。

原料价格上行叠加猪价下行，育肥利润空间收窄。（1）玉米、豆粕等饲料原料价格上涨。本周饲料厂玉米到厂均价2253元/吨，环比上周+59元/吨，环比+2.69%，主要系中储粮增储政策提振市场情绪及谷物进口政策趋紧。本周全国豆粕均价3101元/吨，环比上周+185元/吨，环比+6.34%，USDA下调美豆产量及库存预期，叠加阿根廷大豆减产预期增强，本周美豆价格上涨，并带动国内豆价上涨。考虑原料价格走强及春节备货需求，饲料端存在涨价预期。（2）猪价下行背景下育肥利润空间收窄。本周50头以下母猪规模猪场自繁自养出栏利润为350.44元/头，环比上周-15.66元/头；5000-10000头母猪规模猪场出栏利润为340.60元/头，环比上周-15.57元/头；外购仔

猪育肥出栏利润为 72.55 元/头，环比上周-10.6 元/头。

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（1.13-1.17）：农业跑赢大盘 1.58 个百分点

本周上证指数上涨 2.31%，农业指数上涨 3.89%，跑赢大盘 1.58 个百分点。子板块来看，宠物食品板块领涨。个股来看，中宠股份（+19.57%）、*ST 佳沃（+15.21%）、金河生物（+14.46%）领涨。

本周价格跟踪（1.13-1.17）：本周黄羽鸡、玉米、豆粕价格环比上涨

生猪养殖：1 月 17 日全国外三元生猪均价为 15.69 元/kg，较上周下跌 0.08 元/kg；仔猪均价为 32.33 元/kg，较上周上涨 2.83 元/kg；白条肉均价 20.89 元/kg，较上周上涨 0.03 元/kg。1 月 17 日猪料比价为 4.71:1。自繁自养头均利润 157.32 元/头，环比-45.24 元/头；外购仔猪头均利润-43.65 元/头，环比-10.03 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】重点把握核心产业方向——行业周报-20250119

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 李海强（分析师）证书编号：S0790524070003

市场回顾：

本周（2025.1.13-2025.1.17），沪深 300 指数上涨 2.14%，计算机指数上涨 6.65%。

周观点：重点把握核心产业方向

巨头加码投入驱动 AI 算力高景气，模型能力升级有望带动 AI 应用繁荣

微软宣布计划 2025 年投资 800 亿美元用于 AI 智算中心建设。小米预计 2025 年研发投入达 300 亿元，重点投入 AI 等底层技术。博通 CEO 预计基于三家“超大规模”客户可能部署的数百万个 AI 芯片集群的潜在需求，2027 财年由 AI 带来的收入机会将达到 600-900 亿美元。建议重视巨头算力军备竞赛驱动的高景气 AI 算力投资机会。

12 月 18 日，豆包大模型家族全新升级，豆包视觉理解模型具备更强的内容识别能力、理解和推理、视觉描述等能力，且模型输入价格比行业价格低 85%。12 月 12 日，谷歌推出 Gemini2.0Flash 模型，其在关键基准测试中性能超越前代模型 Gemini1.5Pro，速度是 1.5Pro 的两倍。12 月 20 日 OpenAI 发布下一代推理模型 o3 和 o3mini，o3 推理能力较此前的 o1 模型进一步提升。1 月 3 日，马斯克宣布 xAI 下一代 AI 模型 Grok3 即将推出，其预训练现已完成，计算量比 Grok2 高 10 倍。国内外科技龙头模型快速迭代，有望加速 AI 应用繁荣，建议重视中美共振下的 AI 产业趋势。

自主可控趋势明确，信创招投标有望落地

1 月 13 日美国拜登政府发布人工智能相关出口管制措施，进一步加严对人工智能芯片、模型参数等出口管制，并拓展长臂管辖对第三方与中国开展正常贸易设置障碍。1 月 10 日，财政部副部长廖岷在国新办新闻发布会上表示，2025 年实施更加积极的财政政策，要提高赤字率，用于支持就业和消费及科技创新。外部环境刺激产业安全趋势明确，叠加财政资金落地或将加速信创招投标。余承东在全员信中表示 2025 年鸿蒙生态要压强投入，10 万个应用是生态成熟标志，未来半年到一年时间的关键目标。鸿蒙生态持续完善，建议重视生态链伙伴投资机会。

投资建议

AI 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、远东股份等。AI 应用领域，推荐金山办公、科大讯飞、同花顺、合合信息、拓尔思、焦点科技、鼎捷数智、上海钢联、致远互联等，受益标的包括汉王科技、汉仪股份、汉得信息、金桥信息、新致软件、兴图新科、三六零、万兴科技、泛微网络、润达医疗、彩讯股份、福昕软件等。

自主安全领域推荐达梦数据、太极股份、普联软件、顶点软件、普元信息等，受益标的包括中国软件、吉大正元、中孚信息、麒麟信安、诚迈科技、东方通、宝兰德、海量数据等；华为链推荐软通动力、神州数码、中国软件国际、润和软件、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：产业落地不及预期；市场竞争加剧风险；公司研发不及预期风险等。

【通信】字节加大 AIDC 投入，重视 AI 投资机遇——行业周报-20250119

蒋颖（分析师）证书编号：S0790523120003 | 陈光毅（联系人）证书编号：S0790124020006 | 雷星宇（联系人）证书编号：S0790124040002

字节等互联网厂商加大 AIDC 投入

2025 年 1 月 13 日，字节跳动旗下火山云（大同）科技有限公司《火山云太行算力中心二期项目》获批复，二期项目总占地面积 307.5 亩，建设内容包括 6 栋 2 层数据中心、4 栋柴发楼、220KW 变电站等设施，共规划 12kW 服务器机柜 15604 台、网络机柜 510 架，并配套应急电源系统、10kV 配电系统、变配电系统、UPS 系统、动力配电系统、暖通系统、弱电系统等，总投资 45 亿元。火山云太行算力中心一期项目，包含 4 栋机房、1 栋柴发楼等，总投资 28 亿元，相比来看，二期项目规模更大，投资力度更大。我们认为，互联网厂商持续大力投入算力基础设施建设，算力集群高密度化发展，对机房散热和供电提出更高要求，有望持续带动 AIDC 需求。

大模型 B 端加速落地，持续看好国产算力产业链

2024 年国内大模型中标项目快速增长，据智能超参数《中国大模型中标项目监测报告 2024》，2024 年共统计 1520 个大模型相关中标项目，其中已披露 2024 年中标数量项目同比 2023 年增长 15.5 倍，总金额增长 7.2 倍。细分项目来看，2024 年大模型项目（各类垂直大模型、AI 中台或者大模型基座，可能包含算力）数量达到 296 个，占总金额 12.2%；应用项目（大模型在明确场景中的融合落地，可能包含算力、AI 大模型平台、应用软件等）数量达到 853 个，占总金额 48.7%。细分下游行业，从项目金额占比来看，前四大行业分别为政务、教育&科研、能源、通信分别占比 34.6%、15.9%、11.1%、11.0%。总体来看，2024 年大模型在 B 端市场落地加速，我们认为 2025 年应用项目数量占比或将持续提升，其中通信、政务、金融、科研、能源行业对大模型的需求有望在 2025 年加速释放，持续看好国产算力产业链。

AI 产业持续发展，重视 AIDC 智算中心产业链投资机遇

建议重视 AIDC 智算中心产业链：【国产算力芯片】受益标的：寒武纪、海光信息等；【字节/阿里/腾讯/百度等 AIDC 供应商】推荐标的：润泽科技、宝信软件；受益标的：光环新网、世纪互联、奥飞数据、万国数据、科华数据等；【服务器电源】受益标的：欧陆通、麦格米特等；【柴油发电机】受益标的：科泰电源、玉柴动力、泰豪科技、潍柴动力等；【变压器】受益标的：金盘科技等；【液冷】推荐标的：英维克；受益标的：申菱环境、网宿科技、科华数据、高澜股份、申菱环境、依米康、飞荣达等；【铜连接】受益标的：博创科技、华丰科技、沃尔核材、鼎通科技、神宇股份等；【交换机及芯片】推荐标的：盛科通信、紫光股份、中兴通讯；受益标的：锐捷网络等；【服务器】推荐标的：紫光股份、中兴通讯；受益标的：浪潮信息、华勤技术、烽火通信；【光通信】推荐标的：中际旭创、新易盛、天孚通信、中天科技、亨通光电；受益标的：华工科技、光迅科技、长光华芯、源杰科技等。

风险提示：5G 建设不及预期、AI 发展不及预期、中美贸易摩擦

【化工】氯化钾价格拉涨，关注碳酸锂供给端扰动、价格上涨——行业周报-20250119

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 徐正凤（分析师）证书编号：S0790524070005

本周行业观点：氯化钾市场多挺价拉涨，下游刚需采买跟进。

据百川盈孚数据，截至1月16日，氯化钾现货价格为2550元/吨，环比上周上涨27元/吨，涨幅1.07%。供应端，国产60%粉钾方面，钾青海地区主流大厂减量生产或已停车，开工整体四成左右，执行旧单，库存紧张，发运一般，市场供应略有偏紧。57%粉钾方面，青海小厂已停车，库存充足，自提为主。进口钾方面，截至1月10日，港存环比减量，可发量趋减。边贸方面，1月少量到货和流通，目前现货供应紧张。需求端，冬储备肥已接近尾声，本周氯化钾下游因场内报价上涨而询单增加，但整体交投仍显不足，各下游产品市场弱势运行，备肥操作谨慎，采购多为年前刚需备货，成交价仍可议。【推荐标的】亚钾国际；【受益标的】盐湖股份、藏格矿业、东方铁塔。

本周行业新闻：工业产品碳足迹核算规则团体标准推荐清单（第一批）公布等

【碳中和】四部门公布工业产品碳足迹核算规则团体标准推荐清单（第一批）。1月16日，工业和信息化部、生态环境部、国家发展改革委、市场监管总局确定了15项工业产品碳足迹核算规则团体标准推荐清单（第一批）并在工信部官网予以公布，第一批涉及乙烯、工业硅等品种。【间苯二酚】印度对中、日间苯二酚启动反倾销调查。据世界农化网报道，印度贸易救济总署（DGTR）宣布对原产于中国和日本的间苯二酚启动反倾销调查。本次调查源于印度国内最大间苯二酚生产商Atul有限公司的申诉。间苯二酚是一种重要的精细化工原料和合成中间体，主要用于橡胶粘合剂、合成树脂、染料、防腐剂、医药和农药等领域，在农药上可用于合成杀菌剂丁香菌酯和除草剂乙氧氟草醚、磺草酮等。【共聚聚甲醛 POM】商务部初裁原产于美欧日以及中国台湾地区的进口共聚聚甲醛存在倾销。自2025年1月24日起，进口经营者在进口被调查产品时，应依据本初裁决定所确定的各公司的保证金比率向中华人民共和国海关提供相应的保证金。

推荐及受益标的

推荐标的：【化工龙头白马】万华化学、华鲁恒升、恒力石化、荣盛石化、赛轮轮胎、扬农化工、新和成、龙佰集团等；【化纤行业】新凤鸣、桐昆股份、华峰化学等；【氟化工】金石资源、巨化股份、三美股份、昊华科技等；【农化&磷化工】兴发集团、利民股份、云天化、云图控股、亚钾国际、和邦生物等；【硅】合盛硅业、硅宝科技；【纯碱&氯碱】远兴能源、三友化工等；【其他】黑猫股份、振华股份、苏博特、江苏索普等。【新材料】OLED：瑞联新材、莱特光电、奥来德、万润股份、濮阳惠成；胶膜：洁美科技、东材科技、长阳科技；其他：彤程新材、阿科力、松井股份、利安隆、安利股份等。受益标的：【化工龙头白马】卫星化学等；【氟化工】东岳集团等；【农化&磷化工】云天化、川恒股份、苏利股份、川发龙蟒、湖北宜化、盐湖股份等；【硅】新安股份；【纯碱&氯碱】中盐化工、新疆天业等。【新材料】国瓷材料、圣泉集团、蓝晓科技等。【其他】华锦股份等。

风险提示：油价大幅波动；下游需求疲软；宏观经济下行；其他风险详见倒数第二页标注1。

【化工】制冷剂、萤石淡季坚挺，新一轮行情或蓄势待发——氟化工行业周报-20250119

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 毕挥（分析师）证书编号：S0790523080001 | 李思佳（联系人）
证书编号：S0790123070026

本周（1月13日-1月17日）行情回顾

本周氟化工指数上涨1.86%，跑输上证综指0.45%。本周（1月13日-1月17日）氟化工指数收于3233.27点，上涨1.86%，跑输上证综指0.45%，跑输沪深300指数0.28%，跑输基础化工指数3.31%，跑输新材料指数2.60%。

氟化工周行情：制冷剂、萤石淡季坚挺，年后春季行情可期

萤石：据百川盈孚数据，截至1月17日，萤石97湿粉市场均价3,662元/吨，较上周同期持平；1月均价（截至1月17日）3,662元/吨，同比上涨9.52%；2025年（截至1月17日）均价3,662元/吨，较2024年均价上涨3.30%。

又据氟务在线跟踪，萤石近期基本面变化不大，年后市场看涨预期较强，需求端和供应端表现出较强的利好支撑，预计2月份氟化氢定价维稳或小幅上调，3-4月份上涨概率较大，萤石市场挺市心态仍存，年后有望突破前期高位。

制冷剂：截至01月17日，(1) R32 价格、价差分别为 43,500、29,732 元/吨，较上周分别持平、+0.88%；(2) R125 价格、价差分别为 43,000、25,389 元/吨，较上周分别持平、-0.05%；(3) R134a 价格、价差分别为 44,000、26,167 元/吨，较上周分别持平、持平；(4) R410a 价格为 43,000 元/吨，较上周持平；(5) R22 价格、价差分别为 33,000、23,485 元/吨，较上周分别持平、-0.71%。外贸市场：(1) R32 外贸参考价格为 42,000 元/吨，较上周持平；(2) R125 外贸参考价格为 42,000 元/吨，较上周持平；(3) R134a 外贸参考价格为 42,000 元/吨，较上周持平；(4) R410a 外贸参考价格为 42,000 元/吨，较上周持平；(5) R22 外贸参考价格为 32,000 元/吨，较上周+6.67%。

又据氟务在线跟踪，临近春节市场活跃度逐步降低，制冷剂市场主要品种维稳运行，春节期间企业减产运行情况较为普遍，以库存情况制定企业检修计划。2024 年行业去库成为 2025 年市场新高的助推器，阶梯性上涨趋势不改。

重要公司公告及行业资讯

【氟化液】5000t/a 巨芯冷却液-全氟聚醚衍生物工艺研究项目环评公示，项目拟投资 2867.92 万元，购置新的反应器、精馏塔等先进设备，在厂区主装置区南侧空地新建 500 吨/年全氟醚衍生物中试试验线，为大规模工业化生产打下基础。

【东阳光】调整回购方案：公司拟将股份回购价格由“不超过人民币 12.00 元/股”调整为“不超过人民币 15.43 元/股”。除上述调整外，回购股份方案的其他内容未发生变化。

受益标的

推荐标的：金石资源、巨化股份、三美股份、昊华科技等。其他受益标的：东阳光、永和股份、东岳集团、新宙邦等。

风险提示：下游需求不及预期，价格波动，行业政策变化超预期等。

【传媒】2025 年春节档大片云集，关注出品方/影投院线公司——行业点评报告-20250117

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

春节档地位提升，题材、口碑成为观众核心考虑因素

2024 年春节档实现票房 80.2 亿元，创历史新高，观影人次提升为核心驱动力（总人次达 1.63 亿次，同比增长 26.4%），观影热情高涨或得益于整体影片质量提升、影片类型多元化及下沉市场渗透率提升。近年来，春节档在全年各档期中地位也逐步提升，占全年票房比例从 2018 年的 10%提升至 2024 年的 19%。从题材来看，喜剧、奇幻类影片出现频率最高，IP 续作知名度广，合家欢类、IP 续作类影片票房表现好。从城市占比来看，下沉市场渗透率持续提升，2024 年三、四线城市票房占比达 53.5%，低线城市成为票房增长重要驱动力。从观众偏好来看，故事情节、口碑依然是购票观影核心影响因素，口碑好为高票房的重要决定因素。

集合神话、动画、武侠、喜剧等头部新片，2025 年春节档票房或创历史新高

2025 年春节档（2025.1.28-2025.2.4 共八天）共有 6 部影片定档大年初一，包括 (1)《封神第二部：战火西岐》：北京文化等出品，神话、史诗题材；(2)《哪吒之魔童闹海》：光线动画主投主控，动画题材；(3)《射雕英雄传：侠之大者》：由中国电影、横店影视等出品，武侠题材；(4)《唐探 1900》：万达电影、中国儒意等出品，前作多次登陆春季档且票房优异。(5)《蛟龙行动》：博纳影业出品，“行动系列”口碑和票房双高，春节档唯一主旋律题材电影；(6)《熊出没·重启未来》：华强方特出品，合家欢影片，且 IP 系列电影连续多年登陆春节档。考虑到 2025 年春节档影片的市场期待度较高，且宣发节点有所提前，影片对应用户圈层各有差异，有望扩大春节档观影覆盖

面，带来观影人次提升。中性假设下，我们预计 2025 年春节档总票房为 85.4 亿元，同比增长 6.7%，有望创历史新高。

积极关注春节档电影对相关出品方、影投院线公司带来的弹性

(1) 上海电影：IP 开发、电影发行、影投院线齐发力，2024H1 院线市占率全国第四 (2) 万达电影：主出品《唐探 1900》，唐探 1 (2015 年跨年档)、唐探 2 (2018 年春节档)、唐探 3 (2021 年春节档) 票房各为 8.2、34.0、45.2 亿元，唐探宇宙系列有望持续驱动公司电影内容业务增长 (3) 光线传媒：《哪吒 2》前作《哪吒 1》票房 50.35 亿元，为内地影史票房第四，动画电影票房第一，公司储备项目丰富，包括《三国的星空》《大鱼海棠 2》等 (4) 北京文化：《封神 1》(2023 年暑期档) 票房 26.34 亿元，豆瓣评分 7.8，为《封神 2》奠定口碑基础，封神三部曲或持续为公司带来业绩增量 (5) 博纳影业：主出品《蛟龙行动》，前作《红海行动》(2018 年春节档) 票房 36.52 亿元，内地影史票房排名第十二，储备项目包括《克什米尔公主号》等 (6) 横店影视：电影出品、影投院线双轮驱动，直营影院中三四五线城市占比 70% (7) 幸福蓝海：江苏省为 2024 年电影市场第二大票仓，公司为江苏省院线市占率第一。我们建议积极关注 2025 年春节档电影对相关出品、影投院线公司带来的弹性，重点推荐上海电影，受益标的包括万达电影、光线传媒、北京文化、博纳影业、横店影视、幸福蓝海等。

风险提示：春节档影片票房不及预期；已定档上映影片撤档风险。

【煤炭开采：盘江股份(600395.SH)】Q4 煤炭量增致业绩环比改善，上网电量持续爬坡——公司信息更新报告-20250117

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

Q4 煤炭量增致业绩环比改善，上网电量持续爬坡，维持“买入”评级

公司发布 2024 年年度业绩预告，预计 2024 年度实现归母净利润 0.9 至 1.08 亿元，同比减少 85.3%至 87.7%；预计实现扣非后归母净利润-0.41 至-0.25 亿元，同比减少 104.1%至 106.6%。单 Q4 来看，预计实现归母净利润 0.55 至 0.73 亿元，环比提升 0.57 至 0.75 亿元；预计实现扣非后归母净利润 0.03 至 0.19 亿元，环比提升 0.02 至 0.18 亿元。考虑到煤炭销量下滑，我们下调 2024-2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年公司实现归母净利润 0.97/3.1/4.2 亿元（前值为 1.2/3.7/5.5 亿元），同比-86.7%/+218.9%/+35.9%；EPS 分别为 0.05/0.14/0.20 元，对应当前股价 PE 为 108.9/34.1/25.1 倍。公司煤炭产能增长可期，煤-电-新能源一体化稳步发展，维持“买入”评级。

Q4 商品煤量增价减，公司发电量持续爬坡

(1) 煤炭业务：产量方面，受安监形势影响，公司商品煤产销量较 2023 年同期大幅减少，2024 年全年商品煤产量/对外销量 941/784 万吨，同比-16.5%/-32%，其中 2024Q4 商品煤产量/对外销量 249/192 万吨，环比+2%/+3.9%；价格方面，2024 年全年公司吨煤售价 808 元/吨，同比+3.3%，其中 2024Q4 吨煤售价 742 元/吨，环比-9%；成本方面，2024 年全年公司吨煤成本 627 元/吨，同比+11.3%，其中 2024Q4 吨煤成本 575 元/吨，环比-10.7%；盈利方面，2024 年全年公司吨煤毛利 181 元/吨，同比-17.3%，其中 2024Q4 公司吨煤毛利为 167 元/吨，环比-2.6%。

(2) 电力业务：电量方面，盘江新光 2×66 万千瓦燃煤发电项目已于 2024 年 6 月 29 日实现全部并网发电，四季度公司发电量及上网电量环比继续提升，2024 年全年公司发电量/上网电量为 651472/608202 万度，同比+4020%/+4060%，其中 2024Q4 发电量/上网电量为 261246/240857 万度，环比+8.1%/+6.3%；电价方面，2024 年全年平均上网电价（不含税）为 0.367 元/度，同比-2%。

煤炭产能增量可期，煤电新能源发电项目稳步推进

(1) 煤炭产能增量可期：公司马依东一井、马依东二井、马依西二井正按计划有序办理相关手续，力争早日取得核准并开工建设；马依西一井（二采区）120 万吨/年项目力争在 2026 年上半年进入联合式运转；首黔公司杨山煤矿露天开采 100 万吨/年项目，计划建设工期 24 个月。(2) 煤电及新能源发电项目稳步推进：

火电方面，2024 年 12 月 27 日公司盘江普定 2×66 万千瓦燃煤发电项目 2 号机组首次并网发电；2024 年 12

月盘江（普定）发电公司2×66万千瓦高效超超临界二次再热燃煤发电项目获得项目核准批复；新能源发电项目，公司通过子公司共投资建设新能源发电项目装机约377万千瓦，截至2024年12月底已实现并网容量约188万千瓦。（3）增持夯实信心：2024年12月底公司控股股东宣布在12个月内将以集中竞价方式增持公司股份，增持金额0.6-1.2亿元。

风险提示：经济增长不及预期；煤价下跌超预期；新增产能进度不及预期。

【中小盘：长城汽车(601633.SH)】2024年业绩预计高增，坦克/魏牌有望带来新增量——公司信息更新报告-20250117

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

2024年业绩预计同比高增，坦克品牌、海外业务持续放量贡献业绩支撑

公司发布2024年业绩预告，预计实现归母净利润124-130亿元，同比增长76.6%-85.1%，经测算中值预计为127亿元，同比增长80.9%。单Q4预计实现归母净利润19.72-25.72亿元，经测算中值预计为22.72亿元，同比增长12.1%。鉴于公司受行业竞争激烈、新车型上市推广费用提升等影响Q4业绩环比下滑，哈弗等品牌继续面临激烈的竞争态势，我们小幅下调2024-2026年业绩预测，预计2024-2026年归母净利润为128.8(-7.5)/156.2(-2.3)/181.0(-2.7)亿元，当前股价对应PE为16.8/13.8/11.9倍，但鉴于公司坦克/魏牌/海外业务继续放量，智能化技术有望以差异化方案密集上车，看好公司长期发展，维持“买入”评级。

坦克品牌及海外业务持续放量，魏牌蓝山搭载城市NOA后销量同环比高增

根据乘联会数据，公司Q4销售新车33.4万辆，同环比分别增长5.5%/31.7%，其中坦克品牌实现销量6.1万辆，同环比分别增长5.5%/13.8%，海外市场实现销量12.9万辆，同环比分别增长23.6%/5.0%，高端化及出海业务的发展继续成为公司业绩增长的重要驱动力。同时，魏牌蓝山搭载全国无图NOA功能后，产品力大幅提升，推动魏牌Q4销量达2.2万辆，同环比分别增长158.7%/78.4%。

坦克Hi4-z/海外市场成为新驱动力，魏牌智驾新车型密集推出有望贡献新增量

1月1日，坦克500Hi4-Z正式上市。Hi4-Z技术在省油、馈电性能等方面明显提升，助力坦克品牌进军泛越野市场。同时，海外业务有望成为坦克品牌2025年的新增量。魏牌方面，除蓝山外，将继续推出新车型并推动城市NOA功能密集上车，有望继续打造爆款。并且除魏牌外，公司智驾方案还有望以不同配置搭载在坦克等其他车型上。其他品牌方面，公司哈弗、欧拉、皮卡等也有望通过推出全新或改款车型稳住销量基盘。此外，海外业务有望继续成为公司重要的业绩增长点。预计公司将继续布局现有盈利贡献较大的车型、推动更多产品出海，并且积极推进生态出海，本土化供应未来可期。

风险提示：越野车需求不及预期；新能源车销量不及预期；海外进展不及预期。

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