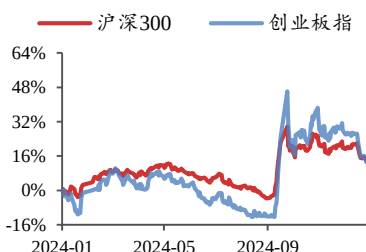


2025 年 01 月 13 日

开源晨会 0113

——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(%)
有色金属	-0.399
银行	-0.696
机械设备	-1.038
汽车	-1.308
煤炭	-1.322

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	-4.225
通信	-3.498
社会服务	-3.245
综合	-3.209
传媒	-3.201

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】“两新”政策将加力扩围——宏观周报-20250112

【宏观经济】非农就业强劲或将推迟市场降息预期——美国 12 月非农就业数据点评-20250111

【策略】市场短期的主要矛盾，和长期的投资思路——投资策略专题-20250112

【策略】沪深 300 和中证 A500 的高股息优化——投资策略专题-20250110

行业公司

【中小盘】智能汽车闪耀 CES 2025，机器人进展值得关注——中小盘周报
-20250112

【非银金融】预定利率动态调整细则落地，险企预定利率保持不变——《预定利率动态调整政策》点评-20250112

【计算机】聚焦高景气产业趋势——行业周报-20250112

【非银金融】险企暂不调整预定利率，券商 2024 年业绩或超预期——行业周报
-20250112

【地产建筑】新房二手房成交面积同比增长，新增专项债效果逐步释放——行业周报-20250112

【煤炭开采】CCTD 煤价 770 上续涨，煤炭红利与周期攻守兼备——行业周报
-20250112

【农林牧渔】年前猪价偏震荡运行，美豆单产下调超预期——行业周报-20250112

【医药】关注AI制药，推荐泓博医药——行业周报-20250112

【食品饮料】渠道的变革，时代的红利——行业周报-20250112

【通信】CES2025 AI 应用终端大规模推新，重视 AI 应用投资机会——行业周报
-20250112

【商贸零售】胖东来 2024 年增长亮眼，新增重点推荐老铺黄金——行业周报
-20250112

【化工】Q4 末沪（深）股通持股数据公布，新凤鸣、杭氧股份等持股环比增幅居前——行业周报-20250112

【社服】国风妆容潮流与专业审美双向奔赴，燃起东方美——行业深度报告
-20250111

【化工】供需拐点已至，盈利修复可期——有机硅行业深度报告-20250110

【地产建筑】止跌企稳专题二：去库存的测算及未来展望——行业深度报告
-20250110

【地产建筑：绿城中国(03900.HK)】销售拿地表现亮眼，行业排名持续攀升——
港股公司信息更新报告-20250110

【煤炭开采：新集能源(601918.SH)】全年业绩逆势增长，煤电一体化加速推进——公司信息更新报告-20250110

研报摘要

总量研究

【宏观经济】“两新”政策将加力扩围——宏观周报-20250112

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

国内宏观政策：2025 年“两新”将加力扩围

近两周（12 月 29 日-1 月 12 日）国内宏观主要聚焦以下几个方面：

经济增长方面，国务院层面政策着眼于城市更新和消费品以旧换新。国务院总理李强主持召开国务院常务会议，研究推进城市更新工作；国务院副总理何立峰出席扩消费工作推进会指出加力扩围实施消费品以旧换新。

基建与产业方面，近两周政策聚焦数据产业高质量发展、明确数据基础设施建设指引、国务院和国家发改委发布 2025 年加力扩围实施“两新”政策新举措等。

“中国经济高质量发展成效”新闻发布会上，发改委表示要加力扩围实施“两新”政策。一是扩大范围。将设备更新支持范围扩大至电子信息、安全生产、设施农业等领域。实施手机等数码产品购新补贴。二是提升标准。进一步提高新能源城市公交车及动力电池更新、农机报废更新补贴标准。

货币方面，央行召开 2025 年中国人民银行工作会议，央行货币政策委员会召开 2024 年第四季度例会，研究下阶段货币政策主要思路。央行提出，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机降准降息。保持流动性充裕，引导金融机构加大货币信贷投放力度。充实完善货币政策工具箱，开展国债买卖，关注长期收益率的变化。增强外汇市场韧性，稳定市场预期，坚决防止形成单边一致性预期并自我实现，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。

财政政策方面，财政部延长设备更新贷款财政贴息政策期限，直到再贷款额度用完为止。财政部副部长廖岷介绍，2024 年全年财政收入可以完成预算目标，全年可实现收支平衡。2025 年财政政策方向是清晰明确的，非常积极，将支持全方面扩大国内需求，赤字规模将有较大幅度增加，并将加大财政政策与货币政策的协调力度。

地产方面，各地地产政策放松涉及公积金贷款商转公、继续取消限购限售、降低首付比例、保企业主体、多措并举盘活商办用房等。

消费政策方面，国务院副总理何立峰出席扩消费工作推进会并指出，要加力扩围实施消费品以旧换新。要着力推动服务消费高质量发展。2025 年消费品以旧换新补贴范围扩大，家电产品由 2024 年的 8 类增加到 12 类，单件最高可享受销售价格 20% 的补贴。手机等 3C 数码产品 2025 年首次被纳入以旧换新的“国补”范围当中，按销售价格的 15% 给予补贴。

金融监管方面，金融监管政策聚焦《全国统一大市场建设指引（试行）》发布、证监会召开推进资本市场改革发展专题座谈会、金融监管总局提出要建立预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制。

贸易相关政策聚焦商务部决定将通用动力公司等 28 家美国实体列入出口管制管控名单、美国将腾讯控股、宁德时代等企业纳入“中国军事公司”清单、国务院副总理何立峰与美国财长耶伦举行视频通话，双方同意在过渡期内保持沟通、管控分歧，继续稳定中美经济关系等。

海外宏观政策：特朗普称关税政策不会缩水

海外宏观方面，美联储官员对通胀的变化趋势和降息节奏存在分歧，若价格压力加大则降息将保持谨慎。日央行行长植田和男重申，如果 2025 年经济和通胀状况继续改善，将会继续加息。而欧央行对 2024 年通胀的回落较为满意，2025 年能按照预期和战略规划实现目标。

关税方面，特朗普辟谣将“仅对关键进口商品加征普遍关税”，称华盛顿邮报的报道不实，他的关税政策不会缩水。

风险提示：国内外货币政策持续分化，国内政策执行力度不及预期。

【宏观经济】非农就业强劲或将推迟市场降息预期——美国 12 月非农就业数据点评-20250111

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 潘伟桢（分析师）证书编号：S0790524040006

美国新增非农就业数量连续反弹

1. 新增非农就业继续反弹，前值有一定下修

12 月新增非农就业 25.6 万人，较 11 月份初值（22.7 万）继续反弹，且大幅高于市场预期的 15.6 万。10 月、11 月累计下修 0.8 万。趋势上看，近 3 个月平均新增就业 17.03 万人，较 9-11 月季调后数据基本持平。考虑到 11 月非农就业修复主因飓风后的修复，12 月非农就业数据或也包含一部分因素。结构上看，私人服务新增就业是当前就业的主要部分，其中零售业就业大幅回升，政府部门就业略有走强。

2. 劳动参与率基本不变、失业率略有走低，薪资同比增速略有下降

12 月美国劳动参与率录得约 62.5%，失业率为 4.1%，失业率较 11 月有所下降。再来看失业率成因，相较于 11 月，12 月永久性失业、再就业者占比下降较多，暂时性失业者、离职者占比有所提升。12 月美国非农就业时薪录得 35.69 美金，同比上升 3.9%，环比上升 0.3%，均较 11 月份下降 0.1 个百分点。结合劳动参与率、失业率以及薪资增速的走势来看，美国劳动力市场韧性相对较足，但再均衡的趋势仍然在持续。

3. 劳动力市场供需关系压力边际提升

从 JOLTS 数据来看，11 月份职位空缺数为 809.8 万人，较 10 月上升约 25.9 万人，职位空缺率为 4.8%，目前每个求职者对应约 1.18 个工作岗位，美国劳动力市场的供需紧张程度边际提升。同时，职工主动离职率录得 1.9%、解雇裁员率录得 1.2%，主动离职率与解雇裁员率出现分化，或显示企业的经营压力略有上升，员工离职积极性下降，侧面显示 11 月劳动力市场并未走强，这一点与 11 月职位空缺略有不同，或显示就业与飓风后的修复有关。

降息预期或将进一步延后，压制市场风险偏好

第一，结合就业扩散指数以及 PMI 就业指数来看，美国劳动力市场或处于韧性走软状态。12 月 ISM 制造业 PMI 就业与非制造业 PMI 就业指数均有边际放缓，其中非制造业 PMI 就业虽仍处在 50% 荣枯线以上，但 12 月零售业新增就业边际增加较多，其中可能存在一定的节假日效应，后续有较大概率将会消退，从而拖累 2025 年 1 月就业表现。总的看，美国劳动力市场更像是在韧性走软，整体再平衡的趋势仍在进行中。

第二，薪资增速走低，劳动力市场对通胀的支撑作用或将减弱。虽然 12 月新增非农就业超预期，但如前所述，可能与节假日等季节性有一定关系。而 12 月平均薪资增速同比与环比均出现下滑，意味着居民消费能力或将边际走软。

不过 12 月份的非农就业数据或将推迟市场对美联储的降息预期，从而压制市场风险偏好。结合前期 FOMC 会议上的联储官员表态来看，美联储内部对于后续降息节奏的放缓有着较为一致的共识，但并不认为降息已经结束。因此从 12 月份的非农就业数据来看，由于就业相对强劲，市场大概率将会预期美联储降息预期进一步后移，从而压制市场风险偏好。

此外，随着特朗普将在 2025 年 1 月 20 日宣誓就职，我们需要密切关注特朗普就职后的经济政策，如果其开启大规模驱逐移民以及关税等政策，或将对美国劳动力市场带来较大扰动，从而对美联储的货币政策产生重要影响。

风险提示：国际局势紧张引发通胀超预期。

【策略】市场短期的主要矛盾，和长期的投资思路——投资策略专题-20250112

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002

2024 年底表现占优的红利在开年也出现了回调

面对开年以来下行的市场，我们应该如何理解市场的主要矛盾？后续市场应如何看，改善的契机在哪里？在波动的市场下，有没有长期视角中能够持续获得“强绝对收益+强相对收益”的投资方法和策略？

开年以来市场的主要矛盾、未来市场改善的驱动力和节奏展望

1、开年以来，市场并未出现明显的利空，但确实出现了一定的调整。我们认为，年末年初市场的主要矛盾可能源于 2 大要素，即中期要素：“政策密度下降+特朗普 1 月就职”和短期要素：“原意主动调仓导致的被动降仓”。海外要素确实有负面压力，但我们认为 A 股 2025 年“以我为主”，更核心的矛盾是国内政策。

2、预计 1 季度下半开始政策密度开始提升、资金开始博弈两会，叠加特朗普上台后政策落地利空出尽，红利风格的相对优势或最多持续到 2025 年 3 月，当下杠铃策略是最佳选项，而后市场风格会重新回到“成长+消费”上。后续依然建议“坚定政策信心，降低斜率预期”。同时从非常短期的政策博弈来看，为达到“稳住楼市股市”的政策导向，近期部分政策的落地或将加速。

波动较大的市场下，提供一种长期“强绝对收益+强相对收益”的投资思路

我们使用一致的优化框架对沪深 300 和中证 A500 进行高股息思路下的增强：“意愿维度”下两大指标+“能力维度”下两大指标共同增强筛选，构建 6 个组合。

优化后，两大指数的投资者价值显著提升，而其中又以 A500 指数的优化效果更强：(1)收益率大幅跑赢基准：两个宽基指数的高股息优化组合均显著跑赢基准组合，A500 优化组合的获取超额收益的能力更强。其中“A500 高股息 25”和“沪深 300 高股息 25”分别取得 19.79%和 12.6%的年化收益率；(2)回撤和风险收益比显著改善：以“A500 高股息 25”和“沪深 300 高股息 25”为例，最大回撤分别为 31.3%和 28.7%，夏普比分别为 0.93 和 0.58，均大幅高于基准指数；(3)年度胜率：A500 优化组合的年度胜率表现极为优异，自 2012 年以来达到 100%。

坚定政策信心，降低斜率预期，牛市第二阶段核心主线“成长+消费”

从操作上来说，在政策密度显著提升前，我们建议继续“杠铃策略”，等待政策密度提升的信号再做右侧应对，重视“高股息优化”思路下的选股思路；但与此同时，我们建议“坚定政策信心，降低斜率预期”，后续或将迎来更多的政策。

行业配置建议：“4+1”推荐，坚定 2025 年“成长+消费”核心主线的判断

“4”个行业方向：(1)科技成长“以我为主”：建议关注半导体、信创、军工、高端装备、卫星；(2)资本市场重要性提升下的牛市排头兵：券商、保险；(3)政策超预期下风险偏好回升：地产链、新能源、医药；(4)先促消费政策后内生性复苏的消费品种：包括家电、轻工、汽车（包括两轮电动车）、食品饮料、美容护理；

“1”个底仓逻辑：绝对收益思路下的中长期底仓，辅以提高股息优化思路增强底仓收益：沪深 300 增强、央企红利蓝筹。

风险提示：政策超预期变动；全球流动性及地缘政治风险；定价模型失效。

【策略】沪深 300 和中证 A500 的高股息优化——投资策略专题-20250110

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002

近期红利风格占优的原因、以及未来的展望

1、近期红利风格占优的原因：(1)国内政策和市场预期：近期政策密度降低，市场共识从“高预期”转变为

“中性预期”，市场风险偏好收缩；(2)资金视角：受政策密集降低、赚钱效应减弱和风险偏好收敛等因素共振影响，配置盘和交易型资金的强弱分化之势主要体现为红利资产占优。

红利风格短期可持续性：尽管红利风格短期或仍可持续，但我们认为红利风格的相对优势或最多持续到 2025 年 3 月，2025 年红利资产或处于“有绝对收益没有相对收益”的定位。我们判断，2025 年全年的相对收益主线或将是“成长+消费”。

2、红利事实上是一个长期视角

(1) 从十年以上的长期视角来看，我们充分比较美、欧、日、中国香港发现，不确定性持续提升是高股息占优的重要条件。

(2) 长周期视角下高股息优化组合具有“强绝对收益+强相对收益”特征。我们前期介绍的高股息优化思路下的 3 大组合：“高股息 100”“中特估高股息 20”“高股息 20”，自 2009 年 9 月至 2024 年末年化收益分别达到了 18.9%、18.7%、14.9%，不仅获得了突出的绝对收益效果（高收益低波动），还在相对收益上也有非常明显的优势（无论是相对自身基准，乃至于相对 wind 全 A、偏股混合基金）。

高股息优化思路在沪深 300 和 A500 的应用

在当下指数投资愈发重要的时代，能否通过我们的高股息优化思路，对当前的明星指数“沪深 300”和“A500”进行类似“SmartBeta”的增强？

1、沪深 300VS 中证 A500：沪深 300 代表国内最具实力的龙头企业，具有稳定的现金流和分红能力，而中证 A500 结合了“核心资产”和“新质生产力”的特点，在业绩和股价的成长性上更具想象力。

2、高股息优化后，沪深 300 和 A500 的投资价值进一步提升

我们使用一致的优化框架对沪深 300 和中证 A500 进行高股息思路下的增强：“意愿维度”下两大指标+“能力维度”下两大指标共同增强筛选，构建 6 个组合。

优化后，两大指数的投资者价值显著提升，而其中又以 A500 指数的优化效果更强：(1)收益率大幅跑赢基准：两个宽基指数的高股息优化组合均显著跑赢基准组合，A500 优化组合的获取超额收益的能力更强。其中“A500 高股息 25”和“沪深 300 高股息 25”分别取得 19.79%和 12.6%的年化收益率；(2)回撤和风险收益比显著改善：以“A500 高股息 25”和“沪深 300 高股息 25”为例，最大回撤分别为 31.3%和 28.7%，夏普比分别为 0.93 和 0.58，均大幅高于基准指数；(3)年度胜率：A500 优化组合的年度胜率表现极为优异，自 2012 年以来达到 100%。

风险提示：宏观政策超预期变动放大市场波动；全球流动性及地缘政治恶化风险；测算的定价模型基于历史数据，不能代表未来。

行业公司

【中小盘】智能汽车闪耀 CES 2025，机器人进展值得关注——中小盘周报-20250112

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001 | 赵旭杨（分析师）证书编号：S0790523090002 | 徐剑峰（联系人）证书编号：S0790123070014

本周市场表现及要闻：2025 年汽车报废/置换国补官宣

市场表现：本周（指 1 月 6 日至 2025 年 1 月 10 日，下同）上证综指收于 3169 点，下跌 1.34%；深证成指收于 9796 点，下跌 1.02%；创业板指收于 1975 点，下跌 2.02%。大小盘风格方面，本周大盘指数下跌 1.07%，小盘指数下跌 1.05%。2024 年以来大盘指数累计上涨 9.76%，小盘指数累计下跌 4.49%，小盘/大盘比值为 1.22。拓普集团、沪光股份、新泉股份本周涨幅居前。

本周要闻：上市 100 天大定超 5.8 万台，余承东称智界 R7 超预期；支持车位到车位先锋版智驾，小鹏开启天玑 XOS5.5.0 “万人尝鲜”；连续 22 年位居中国品牌乘用车出口第一，奇瑞确认 2025 年 IPO；2025 年汽车报废/置换国补官宣。

本周重大事项：1 月 7 日，华勤技术发布第一类限制性股票激励计划，其业绩指标：以 2024 年为基数，2025 年营收或净利润增长率不低于 10%；2026 年营收或净利润增长率不低于 21%；2027 年营收或净利润增长率不低于 33%。

本周专题：智能汽车闪耀 CES2025，机器人进展值得关注

2025 年 1 月 7 日，国际消费电子展（CES）在美国拉斯维加斯召开，主题为“DIVEIN”（沉浸），智能汽车逐渐成为亮眼的主题之一。

整车智能化创新集中展示，引领中国科技出海新篇章。（1）极氪在智能座舱领域，极氪汽车与高通携手合作，共同研发面向未来的智能座舱；智能驾驶领域，极氪发布了全球首家 OEM 量产自研的英伟达智驾域控制器平台。（2）吉利发布智能汽车全域 AI 技术体系，旨在打造出行智慧生命体。

英伟达、黑芝麻新产品纷纷亮相，助力自动驾驶落地。（1）英伟达宣布推出下一代汽车处理器“AGXThor”，算力是上一代产品 20 倍；全面布局自动驾驶领域，2026 财年英伟达汽车业务板块营收有望超 50 亿美元。（2）黑芝麻华山 A2000 首次亮相，针对下一代智驾场景，还能支持机器人和通用计算等领域。

激光雷达分辨率大升级，部署具身智能赛道。（1）禾赛科技推出 1440 线激光雷达 AT1440 和纯固态激光雷达 FTX。（2）速腾聚创发布全球首款“千线”超长距数字化激光雷达 EM4，拥有最高 1080 线、最远 600 米测距距离。

车端显示技术持续迭代，HUD 值得关注。（1）华阳推出景深式 3DAR-HUD，引领 AR-HUD3.0 时代。（2）宝马首次亮相新世代超感智舱全景 iDrive。

黄仁勋强调人工智能的下一个浪潮是具身智能。宇树科技、AgilityRobotics、银河通用、星动纪元、云深处等企业携拳头产品参览，灵宝 CASBOT、众擎机器人、阿加犀、PollenRobotics 等企业也集体亮相，机器人参展阵容再次升级。

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。

【非银金融】预定利率动态调整细则落地，险企预定利率保持不变——《预定利率动态调整政策》点评-20250112

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

预定利率动态调整细则落地，当前险企预定利率保持不变

2015 年 1 月 10 日中国银行保险报报道，金管局向业内下发《关于建立预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制有关事项的通知》，行业协会发布当前普通型人身保险产品预定利率研究值为 2.34%。政策出台进一步明确预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制的实施要求，主要包括：（1）保险业协会定期组织人身保险业责任准备金评估利率专家咨询委员会召开会议，结合 5 年期以上贷款市场报价利率（LPR）、5 年定期存款基准利率、10 年期国债收益率等市场利率变化和行业资产负债管理情况，研究人身保险产品预定利率有关事项，每季度发布预定利率研究值。（2）各公司资产负债管理委员参考保险业协会发布的预定利率研究值定期开展预定利率研究。（3）各

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

6 / 21

公司动态调整本公司普通型人身保险、分红型人身保险预定利率最高值和万能型人身保险最低保证利率最高值。

其中具体要求包括：(1) 预定利率最高值取 0.25% 的整倍数；(2) 当本公司在售普通型人身保险产品预定利率最高值连续 2 个季度比预定利率研究值高 25bp 以上时，要及时下调新产品预定利率最高值，并在 2 个月内平稳做好新老产品切换工作；当本公司在售普通型人身保险产品预定利率最高值连续 2 个季度比预定利率研究值低 25bp 及以上时，可以适当上调新产品预定利率最高值，调整后的预定利率最高值原则上不得超过预定利率研究值；(3) 在调整普通型人身保险产品预定利率最高值的同时，要按照一定的差值，合理调整分红型人身保险和万能型人身保险预定利率最高值。(4) 当市场利率、公司经营等情况在短期内出现重大变化时，要及时启动相应决策机制，研究调整各类产品预定利率最高值。

政策明确预定利率与市场挂钩及动态调整机制，最早于 2025Q3 下调预定利率

(1) 当前预定利率相对研究值在合理区间，短期内险企产品定价保持不变。行业协会发布当前普通型人身保险产品预定利率研究值为 2.34%，中国人寿、平安人寿、中国太保寿险等均表示维持目前普通型保险产品预定利率最高值 2.5%、分红型保险产品预定利率最高值 2.0%、万能型保险产品最低保证利率最高值 1.5% 不变。截至 2025 年 1 月 10 日，5 年期以上贷款市场报价利率 (LPR) 为 3.6%，国有银行 5 年定期存款利率为 1.55%，十年期国债收益率为 1.63% (2024 年均值为 2.2%，2024Q4 至今为 1.96%)。(2) 预定利率需连续两个季度高于研究值 25bp，无重大变化下可能最早于 2025Q3 动态调整。根据政策规定，若市场利率、公司经营短期未出现重大变化，预计两个季度内预定利率最高值保持不变，关注 2025 上半年长端利率变化趋势，若 2025Q2 和 2025Q3 研究值低于 2.25%，保险公司预计在 2 个月内完成产品切换。(3) 预定利率市场化调整机制的建立有利于强化险企资产负债联动，合理管控负债成本，防范利差损风险。

看好 2025 开门红新单稳健增长，关注长端利率趋势下行的利差风险

(1) 央行 4 季度金融稳定报告关注险企利差损风险，四条应对思路：持续推动行业降低负债成本(定价利率和演示利率上限)，丰富产品供给(提升浮动利益产品占比)，增加长久期债券供给，完善人身险公司长期评价考核体系(在偿付能力、监管权益资产占比额度豁免等方面，考虑采取审慎的逆周期调节手段)。(2) 我们预计，养老需求旺盛、产品和渠道转型持续见效有望继续支撑 2025 年开门红新单稳健增长，预定利率调降、产品结构优化和个险报行合一有望小幅提振价值率，头部险企 2025 年 1 季度 NBV 有望实现两位数增长。关注资产端 beta 催化，看好权益弹性突出标的投资机会。

风险提示：保险负债端增长不及预期；长端利率下行和股市波动风险。

【计算机】聚焦高景气产业趋势——行业周报-20250112

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 (2025.1.6-2024.1.10)，沪深 300 指数下跌 1.13%，计算机指数下跌 1.13%。

周观点：聚焦高景气产业趋势

巨头加码军备竞赛，驱动算力需求持续景气

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。截至 12 月中旬，豆包通用模型日均 tokens 使用量已超过 4 万亿，较 5 月首次发布时增长 33 倍。此前火山引擎智能算法负责人吴迪表示，伴随 AI 应用渗透率不断提升，预计 2027 年豆包每天 Token 消耗量会超过 100 万亿，快速增长的模型调用量有望进一步拉升算力需求。

AI 驱动博通、Marvell 等算力产业链公司收入持续超预期，持续验证 AI 算力产业趋势，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。建议重视中美巨头共振驱动的高景气 AI 算力投资机会。

CES 端侧 AI 百花齐放，字节入局加速落地

CES2025 期间，AI 眼镜、AI 玩具、AIPC、机器人、智能家居等产品百花齐放，AI 与成熟硬件融合趋势强化。AI 眼镜，雷鸟 V3AI 拍摄眼镜发布，搭载阿里通义千问定制全新意图识别模型；Rokid 旗下 AI+AR 眼镜 RokidGlasses，拍照、字幕翻译、物体识别等多项功能表现亮眼，并将于第二季度正式发售；雷神科技发布多款 AI+AR 智能眼镜产品，AI 眼镜搭载 AI 大模型，支持 AI 智能伴侣，将于 Q1 正式发布。AI 玩具，TCL 展示分体式 AI 陪伴机器人“AiMe”，“萌友智能”公司发布首款 AI 宠物 Ropet，欧美、日本等多家厂商也发布多款 AI 陪伴玩具产品。此前火山引擎 2024 冬季 FORCE 原动力大会上，火山引擎与 FoloToy、乐鑫科技、ToyCity、魂伴科技联合发布 AI+硬件智跃计划，涵盖智能玩具、教育工具以及互动娱乐产品等多种应用场景。我们看好豆包为代表的大模型厂商与硬件厂商合作，有望加速端侧 AI 落地。

投资建议

我们持续坚定看好 AI 产业趋势，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。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、税友股份、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、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、新致软件、普元信息、迈富时等。

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。

【非银金融】险企暂不调整预定利率，券商 2024 年业绩或超预期——行业周报-20250112

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：险企暂不调整预定利率，券商 2024 年业绩有望超预期

本周万得全 A 指数下跌 5.7%，日均成交额环比下降。险企预定利率调整长效机制正式落地，第一期研究值尚未触发调整机制，预计最早 2025 年 Q3 调降预定利率上限。低基数、债市和交易量高景气支撑下，券商 2024 年 4 季度业绩有望超预期，近期券商业绩预告和快报或成为板块催化。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。继续推荐盈利稳健、高股息率的江苏金租。

券商：关注券商业绩预告和快报，2024 年 4 季度业绩有望超预期

(1) 本周日均股基成交额 1.35 万亿元，环比-14%，偏股/非货基金新发份额 40/69 亿份，环比-59%/-41%。上交所披露，2024 年 12 月 A 股新增开户数为 198.9 万户，环比-26%，同比+75%，2024 年全年新增开户数 2500 万户，同比+17%。(2) 近日证监会召开贯彻中央经济工作会议精神专题座谈会，与会代表提出建议：更加注重投融资平衡，从推动完善会计处理、考核机制进一步打通中长期资金入市堵点；加快公募基金改革，丰富 ETF 产品供给；完善发行上市、再融资、减持等制度等。(3) 东兴证券 1 月 7 日披露业绩预告，预计 2024 年归母净利润同比增长 77%至 107%；国元证券 1 月 10 日披露业绩快报，2024 年归母净利润 22.8 亿，同比+22.3%，期末净资产 371 亿，环比增加 15.5 亿；国泰君安 1 月 10 日公告，上交所并购重组委审核通过公司吸收合并海通证券并配套募资事项。(4) 低基数、债市明显上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，或催化板块机会，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：预定利率调整长效机制落地，预计最早 2025 年 Q3 调降预定利率上限

(1) 险企预定利率动态调整机制正式落地，据中国银行保险报报道，当在售普通型人身保险产品预定利率最高值连续 2 个季度比预定利率研究值高 25bp 以上时，要及时下调新产品预定利率最高值。1 月 10 日行业协会发布当前普通型人身险产品预定利率研究值为 2.34%，当前险企最高值为 2.5%，尚未触发调整机制，关注 2025Q2 研究值数据，预计最早 2025Q3 险企调降预定利率上限。(2) 我们预计，养老需求旺盛、转型持续见效有望支撑 2025 年开门红新单稳健增长，价值率或小幅提升，头部险企 2025 年 1 季度 NBV 有望实现两位数增长。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。

【地产建筑】新房二手房成交面积同比增长，新增专项债效果逐步释放——行业周报-20250112

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：新房二手房成交面积同比增长，新增专项债效果逐步释放

本周我们跟踪的 68 城新房成交同比增长，环比减少，20 城二手房成交面积同比增长，环比增加。土地成交面积同比增长，溢价率环比增长。本周财政部研究扩大专项债的使用范围，允许用于房地产相关的“两个领域”，这都是增加有效需求的政策，在 2025 年新增发行的专项债额度内，地方可根据需要，统筹安排用于土地储备和收购存量商品房用作保障性住房这两个方面的专项债项目，政策的效果将在 2025 年逐步释放。本周常州土拍市场火热，4 宗地块中 3 宗溢价成交，总起始价 37.656 亿元，最终宗地块共收金 38.106 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。

新增专项债效果逐步释放，镇江停止商品房销售价格备案制度

中央层面：财政部：在 2025 年新增发行专项债额度内，地方可根据需要统筹安排用于土地储备和收购存量商品房。住建部：住房城乡建设部要求各地严格依法开工建设，全面加强建设质量管理，加大建设质量监管力度。

地方层面：镇江：停止实施新建商品房销售价格备案制度。广东：2011-2024 年间，广东省已开工改造 9200 个小区，提前完成“十四五”改造任务。济南：住房公积金最低首付比例由 30% 调整为 20%。

市场端：土地成交面积同比增长，常州土拍市场火热

销售端：2025 年第 2 周，全国 68 城商品住宅成交面积 243 万平米，同比增加 5%，环比下降 36%；从累计数值看，年初至今 68 城成交面积达 622 万平米，累计同比增加 30%。全国 20 城二手房成交面积为 210 万平米，同比增速 12%，前值+39%；年初至今累计成交面积 397 万平米，同比增速 24%，前值 39%。

投资端：2025 年第 2 周，全国 100 大中城市推出土地规划建筑面积 1882 万平方米，成交土地规划建筑面积 2780 万平方米，同比增加 73%，成交溢价率为 12.4%。常州：4 宗地块中 3 宗溢价成交，环龙实业竞得长江北路、创新二路两个地块。东方新城拿下康宁路地块。武进区洛阳镇公园路北侧由江苏恒磊建设有限公司竞得，总起始价 37.656 亿元，最终宗地块共收金 38.106 亿元。苏州：1 宗吴中区涉宅用地由吴中建设集团底价竞得，成交总价 2.34 亿元。

融资端：国内信用债发行规模环比增加

2025 年第 2 周，信用债发行 62.7 亿元，同比减少 49%，环比增加 1580%，平均加权利率 2.38%，环比减少 63BP。信用债累计发行规模 71.2 亿元，同比减少 48%。

风险提示：市场信心恢复不及预期，政策影响不及预期。

【煤炭开采】CCTD 煤价 770 上续涨，煤炭红利与周期攻守兼备——行业周报-20250112

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

本周要闻回顾：CCTD 煤价 770 上续涨，煤炭红利与周期攻守兼备

本周动力煤（Q5500）CCTD 报价 774 元/吨，较上周环比涨 3 元/吨；秦港平仓价报价 768 元/吨，较上周环比上涨 1 元/吨。自 10 月底煤价开始下跌后，本周煤价已企稳反弹。截至 1 月 5 日，晋陕蒙三省 442 家煤矿开工率 81.5%，环比下跌 0.6pct，受产地供应收缩影响，到港煤炭资源持续减少，长江口、广州港库存持续下行，截至 1 月 10 日长江口库存 549 万吨，环比下跌 6.95%，截至 1 月 10 日广州港库存 221 万吨，环比下跌 5.64%。本周受临近春节假期工厂放假影响，沿海八省电厂日耗合计 212.4 万吨，环比下降 3.37%；国内甲醇开工率 80.5%，环比上涨 0.8pct；国内水泥开工率 25.9%，环比下跌 3.58pct。短期煤价悲观情绪有所缓解，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。当前煤炭红利与周期属性攻守兼备，从投资节奏来看：本周 10 年期国债收益率一度跌破 1.6%，以中国神华为代表的高股息标的当前股息率仍在 5% 以上，在低利率环境下股息率具有较强吸引力，叠加当前政策与基本面数据验证处于真空期，在 3 月两会召开前，市场风格或偏防御属性，煤炭红利逻辑有望体现；随着 3 月两会召开，一揽子刺激政策或陆续发布，并有望带动市场情绪及基本面数据好转，动力煤中弹性标的及市场化煤种焦煤标的有望受益于周期属性驱动。

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获得超额收益：主线一，红利逻辑：【中国神华、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】年前猪价偏震荡运行，美豆单产下调超预期——行业周报-20250112

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：年前猪价偏震荡运行，美豆单产下调超预期

春节前猪价北强南弱震荡运行，大猪供给偏紧或对猪价形成短期支撑。据涌益咨询，截至2025年1月12日，全国生猪均价15.71元/公斤（周环比-0.68元/公斤，同比+2.36元/公斤）。受春节前人口逐步回流至北方影响，本周北方猪价表现强于南方。受12月大猪超卖影响，Mysteel样本12月末140kg以上生猪存栏占比1%（月环比-0.30%，同比-0.4%），涌益样本2025年1月9日150kg以上肥猪出栏占比5.61%（环比-0.77%，同比-1.76%）。春节前猪肉消费旺盛叠加猪阶段性供给偏紧或对年前猪价形成短期支撑，春节前猪价或偏震荡运行。

大猪供给偏紧出栏均重快速下行，春节前肥猪溢价有支撑。本周出栏均重124.10公斤/头，周环比-1.96公斤/头，与2024年同期相近，150kg肥猪较120kg标猪溢价走扩至0.66元/公斤（周环比+0.20元/公斤），大猪供给偏紧，春节前肥猪溢价有支撑。

1月USDA供需报告美豆单产下调超预期，大豆价格或短期企稳但缺乏持续上行动力。2025年1月USDA美豆单产预期下调至3.41吨/公顷（月环比-2.01%，同比+0.29%），全球大豆期末库存及产量预期分别为1.28/4.24亿吨（月环比-2.65%/-0.67%）。受美豆单产超预期下调影响，美豆价格短期企稳反弹但全球大豆供给仍处相对高位，南美丰产供给逐步释放，短期全球大豆价格或震荡磨底为主。

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（1.6-1.10）：农业跑输大盘1.09个百分点

本周上证指数下跌1.34%，农业指数下跌2.43%，跑输大盘1.09个百分点。子板块来看，饲料板块领涨。个股来看，正虹科技（+21.79%）、粤海饲料（+9.65%）、宏辉果蔬（+8.17%）领涨。

本周价格跟踪（1.6-1.10）：本周玉米价格环比上涨

生猪养殖：1月10日全国外三元生猪均价为15.77元/kg，较上周下跌0.42元/kg；仔猪均价为29.5元/kg，较上周上涨1.26元/kg；白条肉均价20.92元/kg，较上周上涨0.04元/kg。1月10日猪料比价为4.72:1。自繁自养头均利润202.56元/头，环比+33.74元/头；外购仔猪头均利润-33.62元/头，环比+39.05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。

【医药】关注AI制药，推荐泓博医药——行业周报-20250112

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

AI 制药领域合作持续升温，政策推进 AI 技术在制药及卫生健康领域快速发展

近年来，AI 技术在制药领域展现出较大发展潜力。从药物发现到精准医疗，AI 正在不断突破传统技术瓶颈，加速创新步伐，开启医药产业的新时代。2024 年下半年以来，AI 制药领域合作持续升温，以礼来、诺华、强生为代表的跨国大药企持续布局 AI 技术平台，国内多家企业的 AI 平台能力也逐步得到国际认可。

国内外持续出台相关政策，积极推进 AI 技术在制药领域及卫生健康行业的落地与发展。2024 年 11 月，国家卫生健康委员会办公厅发布《卫生健康行业人工智能应用场景参考指引》，贯彻落实党中央、国务院关于开展“人工智能+”行动的决策部署，积极推进卫生健康行业“人工智能+”应用创新发展。2025 年 1 月 6 日，FDA 首次针对药物和生物制品开发中对 AI 技术的使用发布了指南，为 AI 对药品和生物制品安全性、有效性和质量的监管决策中的使用搭建了框架，有助于推进用于药品和生物制品申报中 AI 模型可信度的提升。

上海市紧跟国家政策方向，积极出台各项政策推动 AI 制药领域发展

AI 制药行业产业布局最密集上海紧跟国家政策方向，积极出台各项政策推动 AI 制药领域发展。12 月 24 日，上海市发布《上海市发展医学人工智能工作方案（2025—2027 年）》，促进人工智能与临床医学、中医药、公共卫生、医疗管理、药械研发等深度融合。《工作方案》的出台高屋建瓴地为 AI 在医学创新领域的融合指明了方向，也为 AI 医疗领域的发展提供监管、资金与人才上的支持，标志着上海在医学人工智能领域的发展将进入一个新的阶段。已搭建 AI 平台的相关企业将受益于此政策，迎来更广阔的发展空间。

泓博医药 CADD/AIDD 平台持续赋能客户新药项目，PR-GPT 项目即将上线

泓博医药注册地在上海，是国内最早布局 AI 技术平台的生物制药企业之一。2019 年，公司设立了 CADD/AIDD 技术平台，截至 2024 年 6 月底，公司 CADD/AIDD 技术平台已累计为 69 个新药项目提供了技术支持，其中 5 个已进入临床 I 期，2 个在临床申报阶段，采购公司 CADD/AIDD 的客户已达 33 家。公司 PR-GPT 项目进展顺利，上线后有望进一步提升新药研发服务效率与项目附加值。

推荐标的

推荐标的：制药及生物制品：和黄医药、康诺亚、诺诚健华、海思科、泽璟制药、科兴制药、人福医药、恩华药业、九典制药；中药：佐力药业、东阿阿胶、方盛制药、羚锐制药、悦康药业；原料药：华海药业、健友股份、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、三诺生物；CXO：药明生物、药明康德、药明合联、泰格医药、泓博医药；科研服务：百普赛斯、毕得医药、皓元医药、奥浦迈；医疗服务：爱尔眼科、海吉亚医疗、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】渠道的变革，时代的红利——行业周报-20250112

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：把握零售渠道改革机会，子行业龙头可能受益

1 月 6 日-1 月 10 日，食品饮料指数跌幅为 3.5%，一级子行业排名第 26，跑输沪深 300 约 2.3pct，子行业中软饮料（+6.0%）、其他食品（+0.0%）、乳品（-2.6%）表现相对领先。本周市场持续回调，食品饮料跑输大盘。展望全年，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。2025 年大众品一条重要主线在于渠道变革。复盘历史每次零售渠道改革时总会带来成长红利，当前部分线下零售渠道面临流量流失、利润率下滑等问题，传统线下零售渠道在运营模式、服务方式等方面的不足日益显现，导致其竞争力下降，市场份额被不断挤压，部分线下渠道开始积极求变，其思路的变化给上游品牌供应方带来机会。一是部分商超企业效仿山姆会员店模式，对于进店品类严格要求，更注重产品品质，力求为消费者提供高品质体验，具有较强产品力与品牌力的上游供应企业将会受益；二是部分定位于中端消费的商超企业为了获得持续的客流量，开始进行差异化选品，同时综合考

虑产品性价比，这就要求上游供应商同时具备品牌力、产品创新能力以及成本管控能力；三是以低价模式为主的连锁折扣业态，也在重新思考价格之外的核心竞争力，品类的丰富度及低成本的微创新或是突破之道。而无论哪种变革，均是零售业态自身以渠道力去主动匹配品牌供应商，这就要求供应商具备较强的品牌力、产品力以及创新能力。不单单是口味的创新，产品差异化、品类丰富度可能成为更重要的考量条件。其中子行业龙头企业更可能受益，如零食中的甘源食品、盐津铺子；麦片行业中的西麦食品等。

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。

【通信】CES2025 AI 应用终端大规模推新，重视 AI 应用投资机会——行业周报-20250112

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

CES2025AI 应用终端大规模推新，AI+IoT 深度融合

终端客户对 AI 智算需求旺盛，互联网厂商加大 AIDC、服务器等算力基础设施采购力度。BAT2024 年前三季度总资本开支为 867.21 亿元，同比增长 119.80%，2024Q3 总资本开支为 362.30 亿元，同比增长 117.15%，环比增长 57.93%。2024 年服务器资本开支方面，据 Omda 数据，全球服务器资本开支约为 2290 亿美金，其中，字节跳动资本开支约为 80 亿美金，腾讯约为 60 亿美金，阿里巴巴约为 30 亿美金，互联网厂商持续投入算力基础设施建设，算力集群高密度化发展，对服务器及机柜散热提出更高要求，有望拉动间接蒸发冷、液冷散热设备需求。

阿里云与传音合作，互联网厂商相继落地 AI 模型

2025 年 1 月 7 日，阿里云宣布与传音控股达成合作，通义千问大模型已搭载在传音旗下科技品牌 TECNO 推出的 AI 手机 PHANTOMV Fold2 中，通过机身上特定的 AI 按键，用户可一键调用端侧大模型，在离线环境中依然可以流畅运行多轮 AI 对话，并实现文档及通话摘要。双方在模型瘦身、工具链优化、推理功耗优化、内存优化等多个维度展开合作，此外在 2024 年 3 月，通义千文 AI 大模型已成功部署在联发科天玑 9300 等旗舰芯片上。我们认为互联网厂商与手机厂商合作助力 AI 大模型落地终端应用，在赋能终端的同时有助于互联网厂商实现用户积累进一步反哺 AI 能力，优化模型推理应用，建议关注 AIDC 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；【通信模组】推荐标的：广和通；受益标的：移远通信、美格智能、华测导航等。

风险提示：5G 建设不及预期、AI 发展不及预期、中美贸易摩擦

【商贸零售】胖东来 2024 年增长亮眼，新增重点推荐老铺黄金——行业周报-20250112

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 骆峥（分析师）证书编号：S0790524040008 | 陈思（联系人）证书编号：S0790124070031

永辉上海“胖改”首店开业，胖东来 2024 年表现亮眼

本周（1 月 10 日），永辉超市上海首家“学习胖东来”自主调改店在金山万达广场开业，同日开业的还有天津东丽区 SM 广场店、重庆渝北吾悦店、深圳宝安大仟里店、成都滨江龙湖店，调改总店数已达 36 家。根据公司消息，调改总店数在 2025 年春节前有望达到 41 家。从最新调改门店看，永辉超市推出了多元化与特色化商品迎接春节旺季，同时持续优化供应链、提升商品品质价比，YHBakery 实现“三去”标准，先于新国标禁用脱氢乙酸钠等添加剂，在生鲜供应链节点，如水产码头和物流中心，设立专业食品安全检测站。而永辉超市的学习对象——胖东来方面，于东来在社交平台公布，2024 年胖东来集团整体销售近 170 亿元、利润超 8 亿元；作为对比，2023 年胖东来集团整体销售约 107 亿元。胖东来经营业绩取得亮眼增长，背后是品牌影响力的持续出圈：消费者维度，胖东来已成为打卡的“新景区”；行业维度，除直接帮扶步步高、永辉超市进行门店调改外，也吸引了超市行业如中百集团等众多企业主动学习。我们认为胖东来的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。

行业关键词：永辉调改、淘宝送礼、胖东来、微信小店、布鲁可等

【永辉调改】永辉超市上海首家调改店金山万达店 1 月 10 日恢复营业。

【淘宝送礼】淘宝内测“送礼”功能，覆盖美妆珠宝多个品类。

【胖东来】2024 年胖东来集团整体销售近 170 亿元、利润超 8 亿元。

【微信小店】2024 年微信小店 GMV 达到 2023 年的 1.92 倍。

【布鲁可】“中国版乐高”布鲁可在港交所上市，市值超 250 亿港元。

板块行情回顾

本周（1 月 6 日-1 月 10 日），商贸零售指数报收 2016.41 点，下跌 6.57%，跑输上证综指（本周下跌 1.34%）5.23 个百分点，板块表现在 31 个一级行业中位居第 31 位。零售各细分板块中，本周商业物业经营板块涨幅最大，2025 年年初至今互联网电商板块领跑。个股方面，本周凯淳股份(+29.3%)、苏豪弘业(+15.7%)、广百股份(+13.4%)涨幅靠前。

投资建议：本周新增重点推荐老铺黄金

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（新增）、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，重点推荐珀莱雅、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、科笛-B 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。

【化工】Q4 末沪（深）股通持股数据公布，新凤鸣、杭氧股份等持股环比增幅居前——行业周报-20250112

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 蒋跨跃（分析师）证书编号：S0790523120001

本周行业观点：Q4 末沪（深）股通持股公布，新凤鸣等持股环比增幅居前

2025 年 1 月 8 日，沪深交易所官网公布陆股通 2024 年四季度末持股数据。其中：（1）基础化工行业 187 家公司中，根据沪（深）股通持股占自由流通股比例指标测算，2024Q4 持股比例环比增幅前 10 家企业为：新凤鸣、杭氧股份、云天化、卫星化学、浙江龙盛、国恩股份、元力股份、江苏索普、华峰超纤、新和成。2024Q4 持股比例环比降幅前 10 家企业为：百川股份、华峰化学、石英股份、万华化学、航锦科技、黑猫股份、坤彩科技、鲁西化工、中欣氟材、扬农化工。（2）石油石化行业 29 家公司中，根据沪（深）股通持股占自由流通股比例指标测算，2024Q4 持股比例环比增加有 6 家企业：广聚能源、中油工程、洲际油气、蓝焰控股、中曼石油、恒力石化。2024Q4 持股比例环比降幅前 10 家企业为：东华能源、中海油服、海油工程、海油发展、中国石油、中国石化、石化油服、华锦股份、恒通股份、桐昆股份。

本周行业新闻：贵州毕节磷煤化工一体化项目开工

【磷煤化工】贵州毕节磷煤化工一体化项目开工。据中国化工报消息，织金县政府网发布消息，1 月 6 日，贵州毕节磷煤化工一体化项目一期工程在贵州织金经济开发区开工。毕节磷煤化工一体化项目是贵州历史上投资最大的产业项目，由青山、华友及华峰集团联合投资建设，总投资约 730 亿元，该项目将分三期建设，包括年产 80 万吨磷酸铁锂、150 万吨磷酸铁，100 万吨 DMC、500 万吨焦化、50 万吨甲醇、80 万吨合成氨、100 万吨双氧水等项目及装置。项目一期将建设年产 50 万吨磷酸铁、30 万吨磷酸铁锂、30 万吨磷酸、200 万吨焦化、30 万吨合成氨及 30 万吨双氧水等装置。

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。

【社服】国风妆容潮流与专业审美双向奔赴，燃起东方美——行业深度报告-20250111

初敏（分析师）证书编号：S0790522080008 | 黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 程婧雅（联系人）
证书编号：S0790123070033

全球/中国美妆市场规模持续扩容，国货彩妆品牌势能&潜力强劲

全球：2023 年全球美妆护肤市场规模达 3326 亿美元/yoy+8%，预计到 2026 年，有超过 4000 亿美元，2023-2026 年复合增速达 6.8%。2023 年全球彩妆规模达 738 亿美元，亚太和北美分别占据 28.9%和 30.5%的市场份额。中国：2023 年美妆市场规模达 5798 亿元，其中彩妆市场规模约为 1168 亿元人民币，占比 20%，预计 2023-2028 年护肤/彩妆市场规模复合增速将分别达到 8.7%/8.4%。彩妆主要分为面妆、眼妆、唇妆，2023 年分别占国内彩妆市场 49%/30%/14%。国内格局：国际品牌占据中国彩妆市场主导地位，毛戈平是中国市占率前十五高端品牌中唯一国货品牌，2021-2023 年营业收入从 15.77 增至 28.86 亿元/净利润 3.3 亿增至 6.64 亿元，CAGR 达 35.3%/41.6%，2024H1 营收/净利润为 19.72/4.92 亿元，yoy+41%/+41%。公司已完成大单品-多产品矩阵转型阶段，形成彩妆和护肤双线产品结构，目前两大品类占比稳定 6：4 比例，向强品牌阶段迈进。

化妆师创始人专业审美+行业地位引领潮流，赛事露出+专业学院强化地位

专业化妆师品牌创始人往往具备较强专业能力和较高行业地位，能提出审美理论体系并进行产品创新，具备行业引领作用。现代彩妆鼻祖 MaxFactor 提出了色彩和谐理论，创造了第一款便携式粉底 Pan-Cake。植村秀创始人植村秀先生曾有在好莱坞帮助明星化妆的经历，于 1967 年首创卸妆和清洁合一的洁颜油，2020 年全球每 6 秒就能卖出一瓶植村秀洁颜油，植村秀还首创砍刀眉笔、粉底刷，至今仍畅销不衰。毛戈平为越剧演员出身，1984 年转行戏剧化妆，先后为多部著名影视剧和舞台剧进行化妆造型设计，2000 年创立 MAOGEPING 品牌，独创光影塑颜高光膏、无痕粉膏等高光、阴影类产品，同时还通过提供化妆技能培训业务强化专业形象。

线下专柜奠定高端彩妆品牌底色，国风妆容风靡点燃品牌出海“丝路”

渠道：相比护肤彩妆的体验属性与即时消费属性更强，2023 年彩妆百货商店渠道占比仍有 27.2%，高于整体美妆市场的 15.8%。毛戈平线下专柜重体验，会员体系建设完善，中高端会员复购率 80%+。2024H1 线下实现收入 9.7 亿元/yoy+23%，线下线上渠道收入占比接近 1:1，线下自营专柜 372 个，日均收入达 1.3 万元/yoy+16%，高于 Nars 和 BobbiBrown，其中一线城市专柜数量占比仅为 11%，仍有较大开拓空间。毛戈平将用 25% 募集资金扩大销售网络。

出海：伴随 20 世纪 60 年代 GDP 步入快速增长期，以资生堂为代表的日本美妆集团从追求欧美妆容到回归日本美学，为本土品牌崛起带来机遇。中国化妆品出口主打“东方之美”、“中国妆”步入新阶段，目前较多集中于彩妆领域，2021 年花西子着手出海，截至 2023 年，花西子的产品已经销往 49 个国家和地区，其中日本、美国，澳大利亚，欧洲是其主要市场。据网易数据，花西子海外销售收入一度占据公司整体收入的 50%。毛戈平将用 15% 募集资金拓展海外市场及收购。受益标的：毛戈平、雅诗兰黛、资生堂。

风险提示：宏观经济波动、行业竞争激烈、渠道拓展不及预期等。

【化工】供需拐点已至，盈利修复可期——有机硅行业深度报告-20250110

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 蒋跨越（分析师）证书编号：S0790523120001

供需格局逐步改善，有机硅行业盈利或将迎来修复

有机硅产品具备粘结密封性、耐高低温性、耐候性等优异性能，下游广泛应用于建筑、电子电器、加工制造业、纺织业等领域。但过去三年间，受行业扩产进程加速等因素影响，国内有机硅盈利整体承压。展望未来，供给端，国内有机硅行业新增产能已经十分有限，目前规划产能仅有兴发集团的 10 万吨且投产进程仍存不确定性。需求端，地产领域需求逐步企稳，同时以光伏、新能源汽车为代表的新兴领域有望贡献重要需求增量。此外，国内有机硅出口稳步增长，产品结构升级也依旧存在较大空间。我们认为，伴随供需格局的逐步改善，2025 年开始有机硅行业盈利水平也或将随之修复。

供给端：行业投产高峰已过，供给端竞争压力有望得到缓解

2021-2022 年间，受益于以新能源行业为代表的内需稳健增长以及海外出口拉动，有机硅产品需求旺盛、盈利水平可观，于是各生产企业纷纷开启扩产计划。此后经过 1-2 年的建设期，2022-2024 年有机硅行业多个扩产项目陆续落地。据百川盈孚数据，2022-2024 年有机硅行业新增产能分别达到 57.5、27、72 万吨，产能增速分别达到 31%、11%、26%。与此同时，经过上一轮产能扩张以后，当前国内有机硅行业集中度进一步提升。据百川盈孚数据，截至 2024 年 12 月，国内有机硅行业总产能达到 344 万吨（折 DMC），产能 CR5、CR8 分别达到 60%、79%，整体处于较高水平。展望未来，国内有机硅行业新增产能十分有限，未来供给格局有望逐步改善。据百川盈孚数据，目前国内有机硅行业在建/规划新增产能仅有 10 万吨/年，且考虑到当前有机硅行业盈利承压，其投产进程仍有较大不确定。因此往后看，有机硅行业供给端竞争压力有望得到缓解。

需求端：内需与出口稳步增长，新能源领域贡献主要增量

内需方面，2017 年至 2023 年间，国内有机硅 DMC 表观消费量由 89.32 万吨逐步提升至 150.24 万吨，CAGR

达到 9.1%，其中 2022 年、2023 年与 2024 年 1-11 月受新能源行业高速增长拉动，国内有机硅 DMC 表观消费量分别同比增长 14.7%、11.1%、19.3%。从消费结构来看，2023 年国内有机硅 DMC 下游消费中，建筑、电子电器、加工制造业、纺织业分别占比 29.9%、26.6%、12.1%、10.1%。展望未来，一揽子正常积极提振房地产市场，地产领域需求有望企稳，同时新能源领域需求快速释放，有望贡献重要增量（光伏装机 1GW 用胶量约 1200-1500 吨，新能源汽车用胶量是普通乘用车接近 7 倍，单车用量多达 20kg 以上）。出口方面，2024 年 1-11 月国内有机硅 DMC 出口合计 49.62 万吨，同比增长 32.4%，其中韩国、印度、美国、土耳其与越南为前五大出口去向，占比分别达到 18.1%、12.6%、7.4%、5.3%、5.0%。当前海外有机硅企业面临成本、环保压力，整体产能有所收缩，国内有机硅产业具备成本优势，未来出口量有望稳步增长。

推荐及受益标的

推荐标的：合盛硅业、兴发集团、三友化工；受益标的：新安股份、东岳硅材等。

风险提示：原料价格大幅波动；下游需求不及预期；行业扩产进程超出预期等。

【地产建筑】止跌企稳专题二：去库存的测算及未来展望——行业深度报告-20250110

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

供求关系发生变化，本轮周期量价下行时间更长

2023 年 7 月，中央政治局会议提出“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势”，正式进入去库存周期。比较三轮地产下行周期，本轮周期住房和库存规模都更大，2024 年以来房地产政策宽松力度已经接近底部，货币政策宽松力度已和前两轮周期相当，财政政策支持力度也相对更大。本轮周期销售量价数据连续下降月份均已超 30 个月，远高于前两轮宽松周期，新开工和销售最大降幅也高于前两轮，整体规模收缩明显。因此我们认为，本轮房地产周期量价表现压力较大，去库存是实现市场止跌回稳的必然选择。

库存及去化周期测算：分为狭义库存、广义库存和超广义库存

我们测算截至 2024 年 10 月，（1）狭义库存指竣工现房：商品住宅待售面积 3.75 亿平，同比+20%；现房去化周期为 21.6 个月，同比持平；（2）广义库存指已开工未售库存：估算约 20 亿平，去化周期为 30.2 个月；（3）超广义库存指已拿地未售库存：基于住宅拿地建面和待开发土地面积两种方式，测算已拿地未售面积约 31 亿平，超广义未售库存去化周期约 42 个月。

去库存展望：预测 2026 年末去化周期明显压降

当前去库存措施主要以地方政府收储、旧改货币化安置、专项债回收土地为主，我们测算（1）收储：假设后续保障性租赁住房全部由收储贡献，按照套均 70 平米估算，预计能帮助去化约 2 亿平米库存；（2）旧改按照套均 100 平米、100%货币化安置、75%新房购买转化率测算，预计 100 万套货币化城中村改造能够帮助去化 0.75 亿平米库存；（3）土地回收：过往土储专项债发行期间平均占比约 25.9%，以 10 万亿地方化债资源计算，将消化未开工土地建面 8.53 亿平，占当前未开工土地建面的 77.6%。最终测算得出：截至 2026 年末，已开工未售库存约 9.8 亿平，去化周期 13.9 个月，较 2024 年 10 月降低 16 个月，处于历史较低水平；未开工+已开工未售库存约 15.4 亿平，去化周期 21.8 个月，较 2024 年 10 月降低 20 个月。

投资建议

我们认为，房地产“去库存”定调主要由于当前供求关系逆转，销售数据下滑导致商品房供过于求，住房库存高企，去化周期拉长。在市场量价均下行的环境下，启动去库存政策是实现销售量价平稳、修复购房信心的重要举措，我们预计政府收储、旧改货币化安置、专项债回收土地等多项措施将有效推动去库存进程，将商品住宅去化周期控制在合理范围内。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：宏观经济下行、资金到位不及预期、行业竞争加剧。

【地产建筑：绿城中国(03900.HK)】销售拿地表现亮眼，行业排名持续攀升——港股公司信息更新报告-20250110

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

销售拿地表现亮眼，行业排名持续攀升，维持“买入”评级

绿城中国发布 2024 年 12 月经营简报。公司全年销售稳健，销售金额降幅大幅优于百强房企表现，公开市场拿地积极，自投代建业务齐头并进，土储充裕结构优质。考虑到公司 2020-2021 年获取的项目整体毛利水平较低，我们下调盈利预测，预计 2024-2026 年公司归母净利润为 30.40、35.98、39.88 亿元（原值分别为 36.54、43.97、50.70 亿元），对应 EPS 为 1.20、1.42、1.57 元（原值分别为 1.44、1.74、2.00 元），当前股价对应 PE 为 6.5、5.5、5.0 倍；考虑到公司产品力领先，未来将持续受益于居民改善型购房需求释放，维持“买入”评级。

销售数据保持韧性，销售排名升至行业第六

2024 年 12 月，公司自投项目销售面积 69 万方，同比下降 21.6%，销售金额 217 亿元，同比下降 14.9%，销售均价为每 31504 元/平方米，同比下降 6.3%。2024 年 1-12 月，公司累计自投销售面积 591 万平方米，同比下降 13.8%；累计自投销售金额 1718 亿元，同比下降 11.6%；公司权益金额为 1206 亿元，同比下降 5.5%，权益比提升 4.5pct 至 70.2%。公司代建业务表现稳健，2024 年合同销售面积和金额分别为 818 万方和 1050 亿元，同比分别下降 5.0% 和 1.7%。2024 年绿城集团累计实现总合同销售面积 1409 万方，同比下降 8.9%；总合同金额 2768 亿元，同比下降 8.1%，排名提升至克而瑞全口径销售榜单第 6 位。

重仓核心城市，公开市场拿地稳健积极

2024 年 12 月，公司公开市场新增 4 宗土地储备，分别位于广州番禺和海珠区、无锡经开区、杭州余杭区，新增土地建面 21.6 万方，总地价 48.3 亿元。根据克而瑞数据，公司 2024 年拿地金额 641 亿元，同比下降 19%，拿地金额排名升至行业前四，拿地强度达 37%。

项目交付稳步推进，整体产品力表现突出

2024 年，公司完成 241 个家园的品质交付（含代建），在所进驻的 16 座城市总体满意度第一。2024 年 6 月，公司发布行业首个企业“好房子”标准，标准共计 226 项条款，有 189 项严于国家标准及行业标准，整体产品力表现突出。

风险提示：政策支持不及预期、行业销售恢复不及预期、公司融资不及预期。

【煤炭开采：新集能源(601918.SH)】全年业绩逆势增长，煤电一体化加速推进——公司信息更新报告-20250110

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

全年业绩逆势增长，煤电一体化加速推进。维持“买入”评级

公司发布 2024 年业绩快报及 2024 年度经营数据，2024 年公司预计实现营收 127.91 亿元，同比-0.42%，预计实现归母净利润 23.71 亿元，同比+12.39%，预计实现扣非归母净利润 23.39 亿元，同比+13.9%。单 Q4 看，公司预计实现营收 36.02 亿元，环比+12.43%，预计实现归母净利润 5.46 亿元，环比-15.74%，预计实现扣非归母净利润 5.52 亿元，环比-15.01%。面对 Q4 及全年市场煤价波动，公司凭借高比例长协煤及煤电一体化布局，实现了优

异的业绩表现，全年归母净利逆势增长。展望 2025 年，煤价有望在当前低位企稳，随着宏观政策发力，煤及煤电价格均有支撑，新投产利辛电厂二期将实现全年发电，贡献利润增量。考虑 2025 年安徽省长协电价下行，我们下调 2024-2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年实现归母净利润 23.7/26.0/30.4（原值 25.1/27.1/31.9）亿元，同比 +12.4%/+9.7%/+16.7%；EPS 分别为 0.92/1.00/1.17 元，对应当前股价 PE 分别为 7.7/7.1/6.0 倍。我们看好公司煤电一体化布局推进带来的盈利增长，以及完全一体化后带来更高业绩稳定性，预计公司估值也有望显著提升，维持“买入”评级。

Q4 煤炭量价齐升煤质持续改善，利辛电厂二期投产增量显著

煤炭业务：产量方面，2024 全年公司原煤产量 2152 万吨，同比+0.57%，商品煤产/销量 1906/1887 万吨，同比-1.62%/-4.14%，商品煤产销量均同比下滑。单 Q4 看，原煤产量 595 万吨，环比+14.37%，商品煤产/销量 517/509 万吨，环比+14.32%/+8.62%，Q4 原煤产量及商品煤产销量均大幅提升。价格方面，2024 全年公司煤炭平均售价 567 元/吨，同比+2.91%，煤价逆市增长或主因煤质相比 2023 年同期显著提升。单 Q4 看，煤炭平均售价 582 元/吨，环比+4.35%，或主因 Q4 煤炭热值环比提升。电力业务：发电量方面，2024 全年实现发电量 129.72 亿千瓦时，同比+23.79%，上网电量 122.55 亿千瓦时，同比+23.85%，发售电量同比均显著提升；单 Q4 看，实现发电量 43.68 亿千瓦时，环比+9.36%，上网电量 41.39 亿千瓦时，环比+9.99%，公司 Q4 发售电量环比大幅增长主因利辛电厂二期全面投产发电；价格方面，2024 全年公司平均上网电价 0.4065 元/千瓦时，同比-0.81%，电价维持相对稳定。

加速推进煤电一体化，未来有望实现高分红

煤电一体化加速推进：2024 年 3 月，公司上饶电厂（2*1000MW）、滁州电厂（2*660MW）正式开工建设，2024 年 6 月，六安电厂（2*660MW）正式开工建设，2024 年 8 月 31 日及 9 月 30 日，利辛电厂二期已全面商业化投产。公司煤电一体化已进入快速发展阶段，随着目前在建的 3 座电厂于 2026 年投产，公司有望实现完全煤电一体，盈利稳定性有望进一步增强。同时，公司积极发展绿电煤电联营，计划布局毛集实验区 4.19MW 分布式光伏发电项目、利辛县南部 10 万千瓦风电项目、新集二矿塌陷区 9 万千瓦水面光伏项目，并目标在 2025 年底实现 1000MW 新能源装机容量。分红有望提高：公司属于央企，受益央企市值管理政策，具备提分红动力，虽然当前公司仍处电厂建设投资期，分红比例较低，但保持着分红比例上升的趋势，随着公司资本开支期结束，基于稳定的盈利水平及高 ROE，公司未来有望实现高分红，估值有望提升。

风险提示：经济恢复不及预期；煤价下跌超预期；新增产能进度不及预期。

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