

晨会纪要

数据日期: 2025-01-09	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)	3211.39	9976.00	3779.87	10669.27	2644.49	961.43
涨跌幅度(%)	-0.58	0.31	-0.24	0.24	0.36	-0.38
成交金额(亿元)	4344.45	6774.82	2514.86	2559.46	2874.53	841.70

晨会主题

【重点推荐】

行业与公司

公用环保行业专题: 大国碳中和之四代核电-解决核能利用痛点, 向“终极能源”过渡

【常规内容】

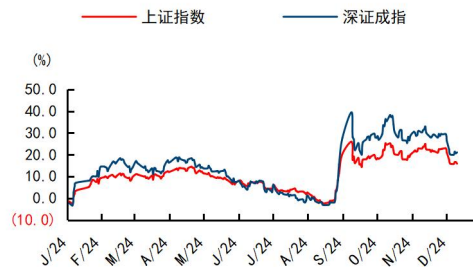
宏观与策略

宏观专题: 固定收益专题研究-初探天府——四川经济、财政现状分析
宏观快评: 中国通胀数据快评-12月国内核心CPI表现偏强, 验证内需回暖改善
固定收益周报: 政府债务周度观察-一季度发行计划超八千亿

行业与公司

电子行业投资策略: 半导体1月投资策略: AI基建和应用互相强化, 预计2025年IC销量增长17%
汽车行业2025年1月投资策略: 业绩预告陆续发布, 车企智能驾驶进展加速
汽车行业周报(25年第1周): 多家车企推出补贴兜底政策, 建议关注业绩预告行情
腾讯控股(00700.HK) 海外公司快评: -腾讯被美国国防部列入中国军工企业名单, 核心业务不受影响
安踏体育(02020.HK) 海外公司快评: 第四季度流水增长提速, FILA增长表现好于预期
特步国际(01368.HK) 海外公司快评: 2024年主品牌流水增长高单位数, 索康尼增长超60%
巨化股份(600160.SH) 公司快评: 持续发展电子氟化液, 制冷剂价格继续上行

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10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	19240.89	-0.2

基金指数 01月10日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3234.68	-0.01
股票基金指数	9501.66	-0.14
混合基金指数	8813.84	-0.24

汇率 01月10日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.03	-0.2
美元兑人民币	7.33	0.05
美元兑港币	7.77	0.02
美元兑日元	158.34	0.18

非流通股解禁 01月10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

【重点推荐】

行业与公司

◆ 公用环保行业专题:大国碳中和之四代核电-解决核能利用痛点,向“终极能源”过渡

行业趋势:核能发展势头强劲,挑战与机遇并存,四代核电呼之欲出。截至2024年,我国在运和在建核电总量约1.13亿千瓦,规模升至世界第一,其中在建机组规模保持世界第一。目前我国核电发展以三代核电为主,受限于三代核电技术特性,在发展空间、应用场景等方面面临挑战。而四代核电是核能利用发展的下一阶段,针对三代核电面临的各种问题提出了新的堆型设计,也是可控核聚变实现之前向“终极能源”过渡的核能利用方式。

如何提高反应堆的安全性?——四代堆固有安全性。四代核电的一个重要特征是各种堆型设计具有固有安全性,即“从物理定律出发就可以理解的”,依靠系统本身设计和材料特性,不依赖外部保护装置,在正常工作和潜在异常情况下均能“确定地”保持安全的特性。

如何解决燃料问题?——快堆、钍基熔盐堆。三代核电属于热堆范畴,其主要燃料铀-235在自然界天然铀中的比重仅为0.7%左右。四代核电中的快堆则可充分利用天然铀中占比99.3%的铀-238作为反应原料,可以让天然铀的利用率从目前不到1%,提高到60%以上,大幅延长铀资源使用年限,缓解天然铀一次供给不足的问题。四代堆中的钍基熔盐堆则可以改用钍作为燃料,我国相对“富钍贫铀”,钍基熔盐堆可扬长避短,解决我国天然铀稀缺问题。

如何解决乏燃料问题?——快堆嬗变。压水堆会产生含有强放射性、长半衰期的乏燃料,目前对乏燃料的主流处理方式仍是掩埋和储存,无法完全解决乏燃料问题且成本高昂。快堆具有嬗变能力,是处理乏燃料的重要手段。快堆既可以利用压水堆中剩余的堆后铀等元素进行发电,还可以通过嬗变消耗掉乏燃料中的长寿命锕系元素,减少环境影响。

如何增加核电厂址?——四代堆结合小堆或可成为内陆核电放开的重要契机。四代核电的固有安全性使核电扩散性风险大幅降低,冷却水需求也可减少,也不存在极端情况需要引入大量外部冷却水淹没反应堆的准备。部分四代堆具有小型化自然循环设计,适用聚焦偏远地区供电,降低了厂址条件的限制,还可以利用煤电厂址进行“煤改核”。

如何增加核电的利用场景?——四代堆提高蒸汽参数。核电运行能量利用效率较低的一个重要因素是蒸汽参数较低导致能量损失大。从能量效率的角度来看,直接使用热能是更理想的能量利用方式,发电只是核能利用的其中一种形式。四代堆依靠较高的运行参数可以进行供汽、制氢、制氨等综合利用,拓展核能综合利用方式。

风险提示:相关政策不及预期;技术发展不及预期;核事故风险;舆情风险。

投资建议:核电发展加快,在电力系统中的作用凸显,成长空间和确定性较高。我国核电运营牌照具有稀缺性,建议关注目前唯二核电运营上市公司中国核电和中国广核,及筹划资产重组,注入国家电投集团旗下核电资产的电投产融。建议关注四代核电相关装备制造厂商。

证券分析师: 黄秀杰(S0980521060002)、郑汉林(S0980522090003)、刘汉轩(S0980524120001)

联系人: 崔佳诚

【常规内容】

宏观与策略

◆ 宏观专题:固定收益专题研究-初探天府——四川经济、财政现状分析

天府之国,沃野千里。四川是国务院确定的我国发展的战略腹地,是支撑新时代西部大开发、长江经济

带发展等国家战略实施的重要省份。六大优势产业构成四川工业经济 and 高质量发展的“四梁八柱”，包括电子信息、装备制造、食品轻纺、能源化工、先进材料和医药健康。

四川省经济总量稳居全国上游。2024 年，四川省前三季度 GDP 超过 4.5 万亿，全国第六、西部第一，仅次于广东、江苏、山东、浙江和河南。2024 年至今，四川省的经济增速高于全国，前三季度累计实现 5.3%。

四川省支出靠前，对土地财政依赖程度较高。2023 年实现一般公共预算收入 5529 亿，全国排名第七。而一般公共预算支出实现 1.27 万亿，全国排名第三，财政自给能力较低。政府性基金收入 4292 亿，其中土地出让收入 3952 亿，土地收入占一般公共预算收入比例达到 71.5%。

四川省债务存量规模较大，政府负债率中游。到 2023 年底，地方债余额和城投债余额分别为 2.0 万亿和 6720 亿，均在全国排名第五。城投有息债务 2.4 万亿，仅次于江苏和浙江，排名第三。负债率来看，四川 2023 年 33.7%，全国排名第 18。

成都市所在的成都平原经济区虹吸效应明显。按照四川省“一干多支，五区协同”的区域发展格局，将整个四川省划分为五大经济区，成都市 GDP 约占全省经济总量的 37%，常住人口占全省 26%。从人均 GDP 来看，由于矿产及水能资源丰富但常住人口较少，攀枝花市人均 GDP 在全省排名第一，成都市排名第二。德阳市、宜宾市、绵阳市和乐山市人均 GDP 在四川省处于相对较高水平；巴中市人均 GDP 最低。

财政自给率偏低，区域分化较大。成都市作为四川省省会城市，一般公共预算收入在省内保持领先优势。受益于白酒行业贡献税收规模较大，位于川南经济区的宜宾和泸州一般公共预算收入规模较大。四川省大部分州市的税收占比及财政自给率处于相对较低水平，多数处于 50% 以下，成都市为 75%，财政收支平衡对上级补助收入依赖大。政府性基金收入分化明显，除阿坝和甘孜两个自治州外，四川省其余州市政府性基金预算收入主要由国有土地使用权出让收入构成，易受房地产及土地市场行情影响。成都市政府性基金收入规模较大，川西北地区规模最小。

成都平原经济区内多数地市净融资额规模较大。从年初至 2024 年 12 月 25 日，成都市城投债净融资额占四川省比重均超 40%。从区域分布看，除了宜宾、雅安以外，其余地市城投债净融资额均为负。从城投债存续情况看，截至 2024 年 12 月 25 日，四川省城投债存续余额为 6619 亿元，位列全国各省市第五位，利差为 115BP，排名全国第 12 位，期限分布主要在 5-7 年。四川城投债主体评级以中高级为主，信用资质整体尚可。随着化债政策不断推进，有助于缓解城投平台的偿债压力，可关注票息收益较高品种。

风险提示：政策刺激力度减弱，海外经济政策的不确定性。

证券分析师：戴丹苗（S0980520040003）、赵婧（S0980513080004）、董德志（S0980513100001）

联系人：王奕群

◆ 宏观快评：中国通胀数据快评-12 月国内核心 CPI 表现偏强，验证内需回暖改善

1 月 9 日国家统计局公布，12 月份中国 CPI 同比为 0.1%，较上月继续回落 0.1 个百分点；PPI 同比为 -2.3%，降幅较上月收窄 0.2 个百分点。

12 月国内 CPI 同比继续小幅回落，其中食品构成主要拖累，核心 CPI 和能源构成向上拉动分项；12 月 PPI 当月同比降幅继续收窄，偏中游的原材料工业价格同比降幅收窄幅度最大，表明供给侧结构性改革和扩内需政策在中游原材料工业领域效果显著。整体来看，12 月国内综合通胀同比延续企稳回升走势，其中核心 CPI 和整体 PPI 同比均延续积极的上升态势，12 月核心 CPI 表现偏强验证了内需回暖改善。

从环比来看，12 月国内 CPI 和 PPI 环比仍低于季节性水平，表现偏弱；但核心 CPI 环比高于季节性并创下 2011 年以来同期新高水平，表现偏强。12 月 CPI 环比低于季节性水平主要受食品所拖累，非食品环比高于季节性水平；PPI 环比低于季节性水平，主要受偏下游的加工工业所拖累，但偏中游的原材料工业价格环比维持正值且高于历史同期均值，显示供给侧结构性改革和扩内需政策在中游原材料工业领域效果显著。

在春节效应推动下，2025 年 1 月国内综合通胀同比有望明显上升。基于高频价格指标的表现，考虑稳增长政策显效以及春节效应对 2025 年 1 月价格的推动作用，预计 1 月国内 CPI 食品价格环比约为 3.5%，CPI 非食品价格环比约为 0.5%，CPI 整体环比约为 1.1%，1 月 CPI 同比或明显上升至 0.9%；预计 1 月国

内 PPI 环比约为零，1 月 PPI 同比或继续上升至-2.1%。

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

◆ 固定收益周报:政府债务周度观察-一季度发行计划超八千亿

国债净融资+新增地方债发行第 1 周（1/1-1/5）0 亿，第 2 周（1/6-1/12）3501 亿。预计 2025 年广义赤字达到 12 万亿以上，增量超过 3 万亿。

国债第 1 周（1/1-1/5）净融资 0 亿，第 2 周（1/6-1/12）3501 亿。预计 2025 年中央赤字 4.7 万亿左右，特别国债 2.5-3 万亿。

新增一般债第 1 周（1/1-1/5）无发行，第 2 周（1/6-1/12）无发行。2024 年全年累计 6986 亿，进度 97%。预计 2025 年新增一般债约 8000 亿。

新增专项债第 1 周（1/1-1/5）无发行，第 2 周（1/6-1/12）无发行。特殊新增专项债将开启发行。下周（1/13-1/19）湖北将发行新增专项债 338 亿，其中包括 150 亿特殊新增专项债。

根据 Wind 统计，截至 1 月 8 日已有多个省市披露一季度地方债发行计划，合计超八千亿，包括 541 亿新增一般债和 2400 亿新增专项债，表明 2025 年的专项债提前批份额已下达。

特殊再融资债第 1 周（1/1-1/5）无发行，第 2 周（1/6-1/12）无发行。下周（1/13-1/19）将发行特殊再融资专项债 490 亿，其中包括青岛 39 亿和湖北 451 亿。

城投债第 1 周（1/1-1/5）净融资 104 亿，第 2 周（1/6-1/12）预计-258 亿。

风险提示：数据统计误差，实际发行与计划差异较大。

证券分析师： 董德志（S0980513100001）

联系人： 王奕群

行业与公司

◆ 电子行业投资策略:半导体 1 月投资策略：AI 基建和应用互相强化，预计 2025 年 IC 销量增长 17%

12 月 SW 半导体指数下跌 0.25%，估值处于 2019 年以来 70.17%分位

2024 年 12 月 SW 半导体指数下跌 0.25%，跑输电子行业 0.73pct，跑输沪深 300 指数 0.71pct；海外费城半导体指数上涨 1.08%，台湾半导体指数上涨 7.89%。从半导体子行业来看，数字芯片设计（+8.20%）、集成电路封测（+0.98%）涨跌幅居前；半导体材料（-11.98%）、半导体设备（-11.45%）涨跌幅居后。截至 2024 年 12 月 31 日，SW 半导体指数 PE（TTM）为 88.57x，处于近 2019 年以来的 70.17%分位。SW 半导体子行业中，半导体设备和集成电路封测 PE（TTM）较低，分别为 54 倍和 61 倍；模拟芯片设计、数字芯片设计估值超 100x；半导体设备处于 2019 年以来较低估值水位，为 17.06%分位。

3Q24 半导体重仓持股比例为 8.6%，超配 4.9pct

3Q24 基金重仓持股中电子公司市值为 3995 亿元，持股比例为 13.96%；半导体公司市值为 2464 亿元，持股比例为 8.6%，环比提高 0.2pct。相比于半导体流通市值占比 3.7%超配了 4.9pct。3Q24 前二十大重仓股中，新增芯源微、峰岬科技、沪硅产业，取代卓胜微、雅克科技、瑞芯微。

11 月全球半导体销售额同比增长 20.7%，DRAM 和 NAND Flash 合约价均下跌

根据 SIA 的数据，2024 年 11 月全球半导体销售额为 578.2 亿美元，同比增长 20.7%，环比增长 1.6%，连续 13 个月同比增长，续创历史新高；其中中国半导体销售额为 161.8 亿美元，同比增长 12.1%，环比减少 0.1%。存储方面，11 月 DRAM 和 NAND Flash 合约价均下跌，12 月 DRAM 现货价上涨。另外，TrendForce 预计 1Q25 DRAM 合约价将下跌 0%-5%，其中一般型 DRAM 将下跌 8%-13%；预计 NAND Flash 合约价将下跌 10%-15%。基于台股半导体企业 11 月营收数据，IC 设计/制造/封测同比均增长，环比均减少；DRAM 芯片同环比均减少。

投资策略：AI 基建和应用互相强化，预计 2025 年 IC 销量增长 17%

AI 仍是技术发展的主线，AI 基建和应用正互相强化，成为半导体产业的核心增长动力。应用侧，OpenAI 连续开了 12 天产品发布会并推出 o3 模型；字节召开火山引擎原动力大会并正式推出视觉理解模型，输入价格为每千 tokens 0.003 元，比行业平均价格降低 85%，相当于一块钱可以处理 284 张 720P 的图片；联想召开天禧生态伙伴大会，主题为“AI 生态，未来已来”，继续推荐 AI 端侧标的恒玄科技、乐鑫科技、晶晨股份、艾为电子、圣邦股份等。基建侧，博通 CEO 表示公司的客户们正在制定三到五年的 AI 基础设施投资计划，预计大科技公司对人工智能的投资热潮将持续到 2030 年底，在 AI 应用不断突破且格局未定的情况下，各大厂商加大 AI 军备竞赛，继续推荐 AI 基建相关标的澜起科技、杰华特、德明利、晶丰明源、龙芯中科、思瑞浦、纳芯微等。另外，TechInsights 预计 2025 年全球 IC 销量将增长 17%，IC 销售额将增长 26%，继续推荐产能稼动率受益于销量增长和本土化生产的公司中芯国际、华虹半导体、长电科技、通富微电、伟测科技等。

风险提示：国产替代进程不及预期；下游需求不及预期；行业竞争加剧的风险；国际关系发生不利变化的风险。

证券分析师： 胡剑（S0980521080001）、胡慧（S0980521080002）、叶子（S0980522100003）、张大为（S0980524100002）、詹浏洋（S0980524060001）

◆ 汽车行业 2025 年 1 月投资策略：业绩预告陆续发布，车企智能驾驶进展加速

月度产销：乘联会初步统计 12 月全国乘用车厂商零售销量 270 万辆，同比增长 15%，环比增长 11%。据乘联会，11 月全国狭义乘用车零售 242.3 万辆，同比增长 16.5%，环比增长 7.1%；2024 年以来累计零售 2,025.7 万辆，同比增长 4.7%。11 月全国乘用车厂商批发 294.0 万辆，同比增长 15.3%，环比增长 7.6%，2024 年以来累计批发 2,411.5 万辆，同比增长 5.6%。

本月行情：12 月 CS 汽车板块上涨 1.74%，其中 CS 乘用车上涨 4.5%，CS 商用车上涨 3.19%，CS 汽车零部件下跌 1.09%，CS 汽车销售与服务下跌 5.64%，CS 摩托车及其它上涨 6.26%，同期沪深 300 指数上涨 0.47%，上证综合指数上涨 0.76%，CS 汽车板块跑赢沪深 300 指数 1.27pct，跑赢上证综合指数 0.98pct；汽车板块自 2024 年初至今上涨 17.61%，沪深 300 上涨 14.68%，上证综合指数上涨 12.67%，CS 汽车板块跑赢沪深 300 指数 2.92pct，跑赢上证综合指数 4.94pct。

成本跟踪：截至 2024 年 12 月 31 日，浮法平板玻璃、铝锭类、锌锭类价格分别同比去年同期 -30.7%/+2.8%/+20.3%，分别环比上月同期 -2.5%/-3.7%/+0.4%。

库存：2024 年 12 月中国汽车经销商库存预警指数为 50.2%，同比下降 3.5 个百分点，环比下降 1.6 个百分点。库存预警指数接近荣枯线，汽车流通行业景气度持续改善。

市场关注：1) 智驾进展：特斯拉 FSD 版本迭代及潜在入华、英伟达 CES 推出世界基础模型“Cosmos”、比亚迪持续发力智能驾驶；2) 华为相关：阿维塔、广汽等车企与华为深化合作；3) 车型相关：比亚迪夏上市、坦克 500 Hi4-Z 上市、问界 M9 上市一年累计大定破 20 万台；4) 其他：智元第 1000 台通用具身机器人量产下线、英伟达构建机器人生态系统、速腾聚创展示自研人形机器人整机、2025 年补贴政策节奏。

核心观点：中长期维度，关注自主崛起和电动智能趋势下增量零部件机遇。一年期维度，看好具备强新品周期的华为汽车及车型元年的小米汽车产业链。

投资建议：1) 整车推荐：小鹏汽车、宇通客车、赛力斯、长城汽车；2) 智能化推荐：德赛西威、科博达、华阳集团、均胜电子、伯特利、保隆科技；3) 机器人产业链推荐：拓普集团、三花智控、双环传动；4) 国产替代（全球化）推荐：星宇股份、福耀玻璃、继峰股份、新泉股份、玲珑轮胎等。

风险提示：汽车供应链紧张、经济复苏不及预期、销量不及预期风险。

证券分析师： 唐旭霞（S0980519080002）、杨钊（S0980523110001）、唐英韬（S0980524080002）、孙树林（S0980524070005）、贾济恺（S0980524090004）

联系人： 余珊

◆ 汽车行业周报（25 年第 1 周）：多家车企推出补贴兜底政策，建议关注业绩预告行情

月度产销：据乘联会，11 月全国狭义乘用车零售 242.3 万辆，同比增长 16.5%，环比增长 7.1%；11 月全国乘用车厂商批发 294.0 万辆，同比增长 15.3%，环比增长 7.6%，今年以来累计批发 2,411.5 万辆，同比增长 5.6%。乘联会预测 12 月狭义乘用车零售市场约为 270.0 万辆左右，同比去年增长 14.8%，环比上月增长 11.4%，新能源零售预计可达 140.0 万，渗透率约 51.9%。

周度数据：根据上险数据，12 月 23 日-12 月 29 日国内乘用车上牌 62.69 万辆，同比-18.0%，环比-4.6%；其中新能源乘用车上牌 29.28 万辆，同比+16.7%，环比-3.0%。12 月累计（12.2-12.29）：12 月国内乘用车累计上牌 250.11 万辆，同比+7.9%；其中新能源乘用车累计上牌 119.20 万辆，同比+44.7%。

本周行情：本周（20241230-2025103）CS 汽车下跌 7.45%，CS 乘用车下跌 7.26%，CS 商用车下跌 4.53%，CS 汽车零部件下跌 8.5%，CS 汽车销售与服务下跌 10.65%，CS 摩托车及其他下跌 5.19%，电动车下跌 6.97%，智能车下跌 10.88%，同期的沪深 300 指数下跌 5.17%，上证综合指数下跌 5.55%。CS 汽车弱于沪深 300 指数 2.28pct，弱于上证综合指数 1.9pct，年初至今上涨 11.08%。

成本跟踪和库存：截至 2024 年 12 月 31 日，浮法平板玻璃、铝锭类、锌锭类价格分别同比去年同期-30.7%/+2.8%/+20.3%，分别环比上月同期-2.5%/-3.7%/+0.4%。12 月中国汽车经销商库存预警指数为 50.2%，同比下降 3.5 个百分点，环比上升 1.3 个百分点。库存预警指数接近荣枯线，汽车流通行业景气度持续改善。

市场关注：1）智能化：特斯拉 FSD 版本迭代及潜在入华；英伟达 CES 推出世界基础模型“Cosmos”；BYD 持续发力智能驾驶；2）车型相关：BYD 唐 L 和汉 L 初步亮相；吉利领克 900 亮相；长城坦克 500 Hi4-Z 上市，售 36.38 万元起；3）机器人：智元第 1000 台通用具身机器人量产下线；英伟达构建机器人生态系统；速腾聚创展示自研人形机器人整机。

核心观点：中长期维度，关注自主崛起和电动智能趋势下增量零部件机遇。一年期维度，看好强新品周期的华为汽车及车型元年的小米汽车产业链。

投资建议：1）整车推荐：宇通客车、赛力斯、小鹏汽车、长城汽车；2）智能化推荐：德赛西威、科博达、华阳集团、均胜电子、伯特利、保隆科技；3）特斯拉及机器人产业链：拓普集团、三花智控、双环传动；4）国产替代（全球化）推荐：星宇股份、福耀玻璃、继峰股份、新泉股份、玲珑轮胎等。

风险提示：汽车供应链紧张、经济复苏不及预期、销量不及预期风险。

证券分析师： 唐旭霞（S0980519080002）、杨钊（S0980523110001）、唐英韬（S0980524080002）、孙树林（S0980524070005）、贾济恺（S0980524090004）

联系人： 余珊

◆ 腾讯控股(00700.HK) 海外公司快评:腾讯被美国国防部列入中国军工企业名单，核心业务不受影响

事项：2025 年 1 月 6 日，美国国防部发布《关于指定中国军工企业的通知》。根据该通知，腾讯被列入中国军工企业名单。主要依据美国《2024 财年国防授权法》中的相关规定以及《2021 财年国防授权法案》第 1260H 条。

2025 年 1 月 7 日，腾讯发布公告表示，腾讯并非中国军工企业或中国国防工业的军民融合企业，美国将其纳入中国军工企业名单是一个错误，计划启动复议程序进行纠正，将与美国国防部进行讨论以解决误解，并在必要时采取诉讼。公告强调，与美国政府为实施制裁或出口管制措施而存置的其他名单不同，列入中国军工企业名单仅与美国国防采购事宜相关，不会影响美国国防部以外的任何业务往来，包括证券交易。

国信互联网观点：

本次通知相对其他类型清单程度较轻，不影响腾讯核心业务。此次腾讯被列入的名单，为中国军事企业名单（简称 CMC 清单或 1260H 清单），从性质与影响范围来看，属于相对温和的类型。清单主要围绕美国国防采购相关事项展开，腾讯作为一家综合性科技平台，其技术主要服务于国内大众领域。从腾讯海

外收入来看，主要在海外游戏，预计 24 年占比腾讯游戏 29%，整体收入仅 9%。并且海外游戏收入占比近一半靠收购的子公司，包含收购子公司：Supercell（总部芬兰）、Riot（总部美国）、Miniclip（总部欧洲）等。

本次清单并非制裁，只是涉及限制与美国国防部供应商生意往来。华为、中兴等公司受到的制裁是实体清单制裁。实体清单制裁公司主要涉及芯片、半导体等核心科技领域。腾讯被列入的 CMC 清单并非制裁，有被移出可能性。比如 24 年 12 月 18 日，美国国防部已将中微公司、IDG 资本从 CMC 清单中移除。小米于 21 年 1 月被纳入中共军事公司清单（CCMC 清单，有制裁属性），但申诉后 4 个月，小米被移出清单。短期市场情绪受到影响，腾讯加大回购彰显信心。观察被列入中国军事企业清单的公司股价，由于此类清单往往未触及企业核心业务，所以在制裁初始阶段引发股价波动，但随后回归正常。1 月 7 日/18 日腾讯回购 15 亿港币，较 24 年年度回购规模有所加大。

投资建议：此次清单并未涉及腾讯核心业务，腾讯整体业绩稳健。除此以外，我们认为：公司体内蕴含较大发展潜力，比如微信生态的持续变现、AI 未来的贡献。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。

我们维持盈利预测，预计 24-26 年公司调整后净利润为 2198/2482/2729 亿元，对应 PE 估值 16/14/13x，处于历史低位，继续维持“优于大市”评级。

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

◆ 安踏体育(02020.HK) 海外公司快评:第四季度流水增长提速，FILA 增长表现好于预期

1 月 8 日，公司公告第四季度和全年零售表现，2024 第四季度，安踏主品牌录得高单位数正增长，FILA 录得高单位数正增长，其他品牌录得 50-55%正增长；2024 全年，安踏主品牌录得高单位数正增长，FILA 录得中单位数正增长，其他品牌录得 40-45%正增长。

国信纺服观点：

1、2024 第四季度及全年：四季度高基数基础上流水增速环比提升，FILA 表现好于预期，户外品牌保持快速增长，各品牌库存水平健康、折扣率稳定

2、风险提示：改革不及预期；品牌形象受损；市场的系统性风险。

3、投资建议：新零售模式及多品牌矩阵有望带动品牌保持行业领先增速。四季度在高基数基础上，集团各品牌流水仍保持环比提升且好于同行的较快增长，且折扣率保持稳定、库存维持在健康水平。尤其 FILA 品牌较第三季度有明显改善，FILA 儿童和潮牌扭转下降趋势；安踏主品牌在安踏冠军、殿堂门店、鞋店、超级安踏等一些新零售业态的推动下，四季度和全年均保持稳健增长；户外品牌迪桑特和可隆各季度均保持快速增长，全年流水突破百亿。2025 年在公司新零售业态、尤其是超级安踏的进一步发力，以及在各自赛道具备竞争力的多品牌矩阵共同推动下，公司有望持续引领行业增长。我们维持盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 135/134/147 亿元；若剔除因 Amer Sports 上市带来的一次性收益贡献，经调后归母净利润分别约为 120/134/147 亿元，同比增长 16.8%/11.8%/9.9%。维持 103-112 港元合理估值区间，对应 2025 年 20-22x PE，维持“优于大市”评级。

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

◆ 特步国际(01368.HK) 海外公司快评:2024 年主品牌流水增长高单位数，索康尼增长超 60%

公司公告：1 月 9 日，公司发布 2024 年第四季度及全年营运状况，第四季度，特步主品牌线上线下全渠道零售销售流水同比增长高单位数，零售折扣 7-7.5 折；索康尼品牌线上线下全渠道零售销售流水同比增长约 50%。2024 全年，特步主品牌线上线下全渠道零售销售流水同比增长高单位数，年末库销比约 4

个月；索康尼品牌线上线下全渠道零售销售流水同比增长超过 60%

国信纺服观点：

- 1、第四季度及全年特步主品牌流水增长高单位数，四季度零售折扣、年末库销比同比改善，索康尼全年增速超出管理层指引；
- 2、风险提示：消费需求复苏不及预期；品牌形象受损；品牌恶性竞争加剧；市场的系统性风险；
- 3、投资建议：看好公司发挥跑步品类专业优势，主品牌销售稳健增长，专业品牌快速增长，以及 KP 剥离后盈利进一步提升。公司聚焦跑步领域、发挥跑步品类专业优势，第四季度及全年主品牌流水稳健增长，专业运动品牌流水快速增长，同时经营情况稳健，折扣率与库销比环比稳定、同比改善。看好未来主品牌聚焦大众市场获得稳健增速，索康尼和迈乐分别聚焦“双精英人群”和户外，保持较快增速。KP 在 2022-2023 年每年经营亏损 1.8 亿元左右，剥离后特步集团利润有望增厚，2024 全年净利润目标达成确定性高。我们维持 2024 年盈利预测，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 2024-2026 年净利润分别为 12.5/14.0/15.6 亿元（2025-2026 年前值为 14.4/16.1 亿元），同比增长 20.9%/12.5%/10.9%。维持 6.1-6.6 港元的合理估值区间，对应 2025 年 11-12x PE，维持“优于大市”评级。

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

◆ 巨化股份(600160.SH) 公司快评:持续发展电子氟化液，制冷剂价格继续上行

公司公告：根据衢州市生态环境局公告，市生态环境局于 2025 年 1 月 8 日受理了浙江创氟高科新材料有限公司 5000t/a 巨芯冷却液项目—全氟聚醚衍生物工艺研究项目环境影响评价文件许可申请材料。根据报批稿，浙江创氟高科新材料有限公司（以下简称“创氟公司”）是巨化集团有限公司控股子公司，是巨化氟化工产业向终端化、高端化、专业化延伸的标志性成果。创氟公司主要从事全氟聚醚冷却液生产和研发，于 2021 年 9 月 23 日向衢州市生态环境局报批了《浙江创氟高科新材料有限公司 5000t/a 巨芯冷却液项目》，项目主要生产全氟聚醚冷却液，分两期建设，一期建设 1000t/a 巨芯冷却液，二期建设 4000t/a 巨芯冷却液。该项目一期目前已建成投产。本次环评项目拟投资 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，实现低分子量聚醚酰氟资源化利用，开拓半导体领域低温段使用领域产品，丰富产品结构，为大规模工业化生产打下基础。

国信化工观点：1）公司将投资 2868 万元用于建设 500 吨/年全氟醚衍生物中试试验线，有助于公司开拓半导体领域低温段使用领域产品，丰富产品结构。2）公司与重庆市潼南区签署项目投资协议，计划共建国内最大规模浸没式液冷智算中心。3）“以旧换新”政策不断加码，制冷剂价格持续上行。

投资建议：公司作为氟化工龙头，产业链布局完善、成本与配套优势显著，且财务结构健康。从氟制冷剂行业格局来看，公司制冷剂配额居国内第一，将直接受益制冷剂长期景气度提升。从氟精细化学品及氟材料行业来看，随着我国人们生活水平不断改善和战略性新兴产业迅猛发展，氟化工产品以其独特的性能，应用领域和市场空间不断拓展，年需求稳步增长。从公司自身内生效益来看，多年来，公司持续加大氟氯先进化工材料发展，高端化延伸产业链，多化工子行业集约协同能力增强，产业结构、产品结构持续优化，核心竞争能力、竞争地位不断增强。2024 年以来，公司制冷剂产品价格持续上涨，带动公司利润逐季增长，考虑到 2025 年制冷剂价格或将持续上涨，我们谨慎上调公司盈利预测：预计公司 2024-2026 年收入分别为 265.78/344.63/407.35 亿元（与上次预测变化+5.25%/+6.02%/-1.80%）；归母净利润分别为 19.99/30.58/34.73 亿元（与上次预测变化+15.02%/+39.13%/+27.03%），同比增速分别为 111.8%/53.0%/13.6%；摊薄 EPS 为 0.74/1.13/1.29 元，对应当前股价对应 PE 为 32.87/21.52/18.85X。维持“优于大市”评级。盈利拆分详见正文。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、张歆钰（S0980524080004）

【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	627.32	0.18	ICE 布伦特原油	76.16	-1.15
白银	7726.00	0.05	铜	74740.00	0.47
铝	19705.00	0.00	铅	16505.00	-1.34
豆一	3779.00	0.69	锌	24295.00	-0.75
豆粕	2835.00	0.00	镍	125020.00	0.53
玉米	2101.00	-0.04	锡	251770.00	0.25
螺纹钢	3139.00	-1.72	SR501	5998.00	-0.38

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
605287.SH	德才股份	2865.13	10000.00	100.00	2025-01-06
002187.SZ	广百股份	18692.79	61761.91	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
000401.SZ	冀东水泥	106598.80	247935.72	99.97	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
688246.SH	不适用	3663.35	13787.75	100.00	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

301168.SZ	通灵股份	7034.70	12000.00	100.00	2024-12-10
300678.SZ	中科信息	381.96	12858.48	5.95	2024-12-10
688110.SH	东芯股份	16571.30	44224.97	100.00	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
301179.SZ	泽宇智能	9900.00	13200.00	100.00	2024-12-09
301193.SZ	家联科技	5985.00	12000.00	100.00	2024-12-09
301111.SZ	粤万年青	8986.15	16000.00	100.00	2024-12-09
301126.SZ	达嘉维康	8187.02	20650.57	100.00	2024-12-09
301199.SZ	迈赫股份	7650.00	13334.00	100.00	2024-12-09
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
301213.SZ	观想科技	4804.56	7999.99	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
301198.SZ	喜悦智行	5394.00	10000.00	100.00	2024-12-02
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
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
600877.SH	电能股份	7507.74	99705.69	100.00	2024-11-27
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	42635.19	0.251204	50.60	50.60	50.60	50.60	43.42
德国 DAX 指数	20317.10	-0.063158	59.51	-0.14	5.51	21.74	43.45
法 CAC40 指数	7490.28	0.508023	1.30	0.13	-0.92	0.85	49.00
恒生指数	19240.89	-0.202025	-1.94	-5.74	-6.76	18.84	85.22
沪深 300 指数	3779.87	-0.246400	-1.06	-4.70	-4.45	14.80	70.06
美国 SP500 指数	5918.25	0.156032	0.62	-2.82	2.90	24.24	47.65
纳斯达克综合指数	19478.88	-0.055414	0.87	-1.91	7.12	31.22	49.52
日经 225 指数	39605.09	-0.940370	-0.72	1.13	0.83	17.30	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	300750.SZ	宁德时代	247.3300	0.8111	无数据	300059.SZ	东方财富	22.4900	-0.3103	无数据
2	300059.SZ	东方财富	22.4900	-0.3103	无数据	603986.SH	兆易创新	122.9000	7.1958	无数据
3	603986.SH	兆易创新	122.9000	7.1958	无数据	002714.SZ	牧原股份	37.3000	0.1342	无数据
4	002714.SZ	牧原股份	37.3000	0.1342	无数据	601919.SH	中远海控	14.1300	-3.9429	无数据
5	601919.SH	中远海控	14.1300	-3.9429	无数据	000977.SZ	浪潮信息	49.0400	2.1029	无数据
6	000977.SZ	浪潮信息	49.0400	2.1029	无数据	300476.SZ	胜宏科技	51.0000	9.2077	无数据
7	300476.SZ	胜宏科技	51.0000	9.2077	无数据	601288.SH	农业银行	5.1400	-0.7722	无数据

8	601288.SH	农业银行	5.1400	-0.7722	无数据	000063.SZ	中兴通讯	38.3700	10.0057	无数据
9	000063.SZ	中兴通讯	38.3700	10.0057	无数据	000333.SZ	美的集团	78.7300	1.4823	无数据
10	600183.SH	生益科技	26.1800	7.8698	无数据	600183.SH	生益科技	26.1800	7.8698	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	1088.HK	中国神华	30.4500	-0.03179650	40935.64	0700.HK	腾讯控股	373.4000	0.01137595	196018.12
2	1398.HK	工商银行	4.8800	-0.01214575	47932.93	1810.HK	小米集团-W	33.7500	0.02896341	151722.13
3	3690.HK	美团-W	144.4000	-0.01567825	54632.69	0981.HK	中芯国际	31.4500	0.02945990	126295.26
4	0883.HK	中国海洋石油	18.8800	-0.00736067	55037.78	3690.HK	美团-W	144.4000	-0.01567825	123980.29
5	2013.HK	微盟集团	3.1800	0E-8	59098.35	0941.HK	中国移动	75.2500	-0.00066401	59256.41
6	0763.HK	中兴通讯	23.7000	0.09976798	61174.41	2013.HK	微盟集团	3.1800	0E-8	55307.19
7	0941.HK	中国移动	75.2500	-0.00066401	83262.75	0883.HK	中国海洋石油	18.8800	-0.00736067	50154.81
8	0981.HK	中芯国际	31.4500	0.02945990	174043.41	0763.HK	中兴通讯	23.7000	0.09976798	46552.30
9	1810.HK	小米集团-W	33.7500	0.02896341	233273.13	2020.HK	安踏体育	78.6000	0.04451827	25306.23
10	0700.HK	腾讯控股	373.4000	0.01137595	795950.23	9988.HK	阿里巴巴-W	80.6000	-0.00370828	13867.92

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