

策略月报：相信光，追逐光（2025年2月）

主要观点：

1、观点回顾

2025年度策略报告的主题词是“柳暗花明”、“行则将至”。开年首月，资本市场深刻感受到“柳暗花明”背后蕴含的政策信号，以及虽然道阻且长，但“行则将至”所彰显的积极趋势。春节期间，海外A股市场抵御了波动风险，港股创年内新高。从华为鸿蒙内核的自主可控，到DeepSeek算法突破，宇树机器人、“神农”“天问”等楚才系列人形机器人集中亮相，中国科技自立自强，创新再传佳音。新华社发布时评《现象级的科技飞跃：相信光，追逐光》。

2、经济环境

2024年经济平稳收官，全年GDP增速5%。出口增长靓丽，消费低位运行，受地产拖累投资增速低企。工业企业利润负增长，受价格端拖累工业企业利润率维持低位。美国新关税政策给全球贸易带来不确定性，制造业PMI订单下降。

3、政策环境

逆周期调节力度加大。坚持稳字当头，着力推动资本市场规模的合理增长和结构质量的持续改善，努力为经济高质量发展贡献力量。中央金融办、中国证监会等六部委联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》，对中长期资金入市进行了系统性规划和制度安排。消费补贴政策前置发力，并进一步扩大到手机、平板、智能手表等电子产品。

4、投资策略

2025年，我国资本市场面临的形势仍然复杂多变，外部输入性风险加大与内部风险因素交织叠加。

但我们心中要相信光，追逐光。我国经济的韧性、政策的强力支持、科技领域的突破和资本市场相对低位的估值水平，令资本市场的抗风险能力显著增强。

资本市场将围绕三大时代逻辑轮动展开，其映射的核心是“真回报”、“真成长”和“真避险”三个方向，分别对应红利资产、科技创新和黄金。

报告日期：2025-2-20

执业信息

崔威 策略分析师
执业编号：S1750523090001
电话：18603058668
邮件：cuiwei@jypscnet.com

免责声明

报告观点基于逻辑分析、数据规律推演，并不能预知不同市场主体在复杂约束下的多样选择结果。

相关报告

20241230-策略年报：2025年A股年度策略 柳暗花明，行则将至

20241201-策略月报：大行也需顾细谨

20241101-策略月报：流动性精准灌溉，PMI重返景气

20241006-策略月报：政策王炸出底部，情绪向上宜珍惜

20240901-策略月报：震荡筑底阶段的四种投资策略

20231229-策略年报：2024年A股策略向新而生，不离辘重

维持前期推荐：银行、证券、恒生指数、港股红利 ETF、黄金

本月新增推荐：

- 1) 电子（半导体）、通信、计算机、传媒、机械设备、人形机器人
- 2) 恒生科技 ETF
- 3) 黄金股 ETF 基金
- 4) 医药生物、电力设备

5、专题论述

- 1) 情绪指数
- 2) 拥抱 AI，迎接智能化时代

往期回顾：

- 2024/12/29 建议关注**银行、证券、恒生指数、港股红利 ETF、黄金。**
- 2024/9/25 建议关注**证券、银行、中证 A500**
- 2024/8/1 建议关注**黄金股 ETF**
- 2024/6/2 建议关注**电子及半导体**
- 2024/5/4 建议关注**恒生指数 ETF**

风险提示：化债力度不及预期、科技创新不及预期、海外政治经济风险、国际贸易摩擦风险等。

一、市场行情回顾

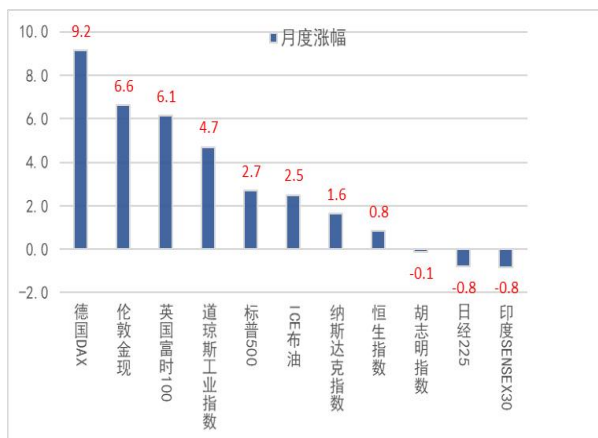
1.1 行情回顾

(1) 主要指数

2025年1月，金价再创历史新高，欧美股市震荡走强。截至1月31日，伦敦金现报收2798.13美元/盎司，最高已突破2800美元/盎司，当月涨幅6.6%。ICE报收76.5美元/盎司，当月涨2.5%。欧美股市整体走高，德国DAX指数当月上涨9.2%，英国富时100涨6.1%，道琼斯、标普500、纳斯达克涨幅在1-5%之间；恒生指数涨0.8%，亚太股市如越南、日经225、印度股指微跌。

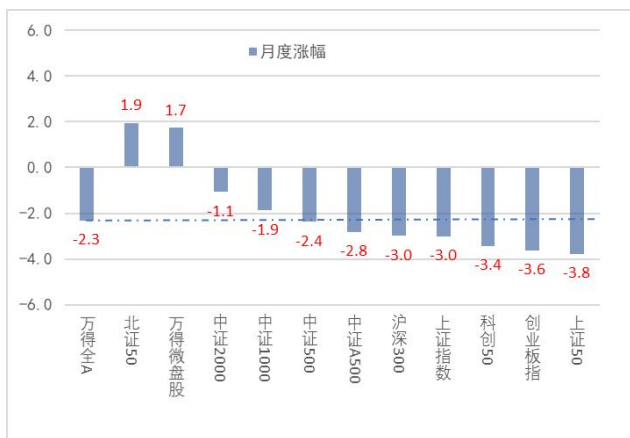
A股月初急跌，至1月中旬后反弹，但未能收复失地，全月呈震荡收阴走势。截至1月27日，Wind全A当月跌2.3%。上证指数报收3250.6点，跌3.0%；上证50、创业板指、科创50、沪深300跌幅超过3%；中证500、中证A500、中证1000、中证2000跌幅在1%-3%之间。北证50上涨1.9%，万得微盘股上涨1.7%。

图表1 国际主要指数及大类资产涨幅 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表2 A股主要指数涨幅 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

(2) 风格指数

1月，市场整体表现不佳，多数风格下跌，科技板块表现相对强势。在2023年和2024年连续两年录得10%以上涨幅的情况下，中信TMT指数1月下跌0.8%，市场热点在科技风格内部轮动。

稳定风格、消费风格、基础设施建设跌幅均超过4%；受证券行业下跌的影响，金融风格下跌2.7%。高市盈率指数下跌2.2%、高市净率指数下跌3.2%，低市盈率指数下跌1.4%、低市净率指数下跌1.8%。中证红利、上证红利指数、深圳红利指数跌幅在2.7%-3.5%之间。

图表3 主要风格指数涨幅 (%)

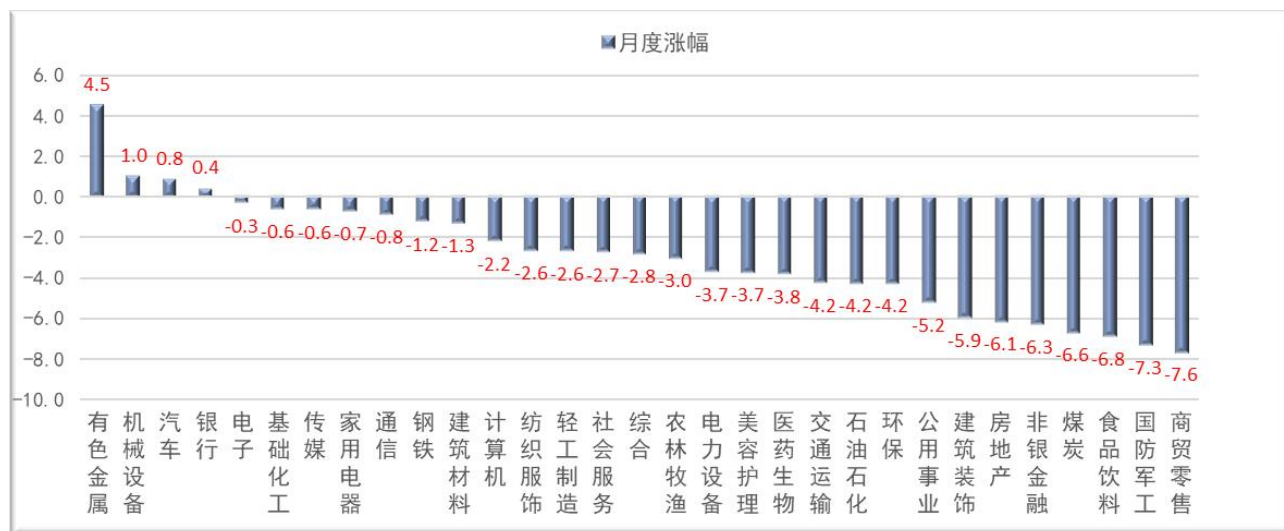
分类	指数	25年1月	2024年	2023年	对应主要申万行业
中信风格	金融风格	-2.7	33.4	-3.9	银行、非银金融、地产
	周期风格	-0.4	7.3	-2.4	基础化工、汽车、机械、有色、石化、煤炭、钢铁
	消费风格	-4.3	-2.2	-7.9	食品饮料、医药生物、家用电器
	成长风格	-1.8	7.4	-6.8	TMT、电力设备
	稳定风格	-5.0	17.3	2.1	公用事业、建筑装饰、交通运输
中信产业	中信上游	0.4	8.4	0.6	有色、石油石化、煤炭
	中信中游	-2.2	2.4	-15.0	电力设备、机械、基础化工、国防军工
	中信下游	-3.4	-1.4	-7.5	医药生物、食品饮料、汽车、家电
	基础设施建设	-4.7	14.2	-4.9	交通运输、公用事业、建筑装饰
	中信TMT	-0.8	14.9	11.3	电子、计算机、传媒、通信
申万估值	高市盈率指数	-2.2	10.3	-11.0	计算机、电子、国防军工、医药生物
	低市盈率指数	-1.4	20.3	-7.1	银行、非银、家电、建筑装饰、煤炭
	高市净率指数	-3.2	-0.4	-20.4	食品饮料、医药生物、计算机、电子
	低市净率指数	-1.8	25.1	-2.1	银行、非银、建筑装饰、房地产
红利风格	中证红利	-3.3	12.3	0.9	银行、煤炭、交运、钢铁、基础化工
	红利指数-上证	-3.5	14.5	2.7	煤炭、银行、交运、钢铁、传媒
	深证红利	-2.7	7.8	-11.3	食品饮料、家用电器、电子、银行

资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

(3) 行业指数

1月，仅有4个申万一级行业上涨，行业上涨比例为12.9%。其中，有色金属上涨4.5%，机械上涨1.0%，汽车上涨0.8%，银行上涨0.4%。电子、传媒、通信、计算机等TMT行业表现相对抗跌；商贸零售、国防军工、食品饮料、煤炭、非银金融、房地产、建筑装饰、公用事业等行业跌幅超过5%。

图表4 申万一级行业指数涨幅 (%)



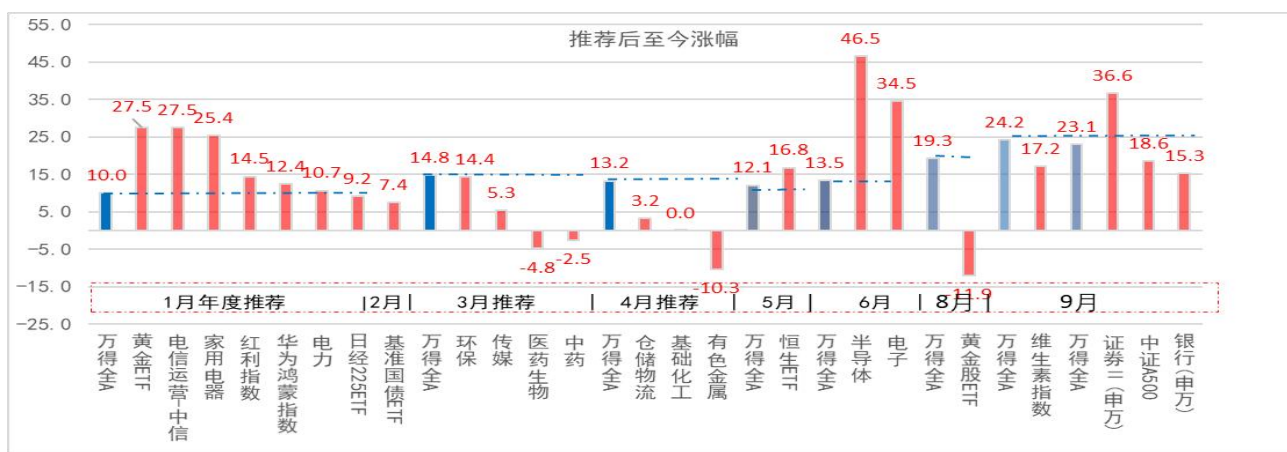
资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

(4) 推荐行业回顾

2024 年度推荐情况整体表现较为出色，具体统计区间为自推荐日至 2024 年 12 月 31 日。黄金、电信运营商、家用电器、半导体、电子、证券等推荐后累计涨幅均超过 20%。

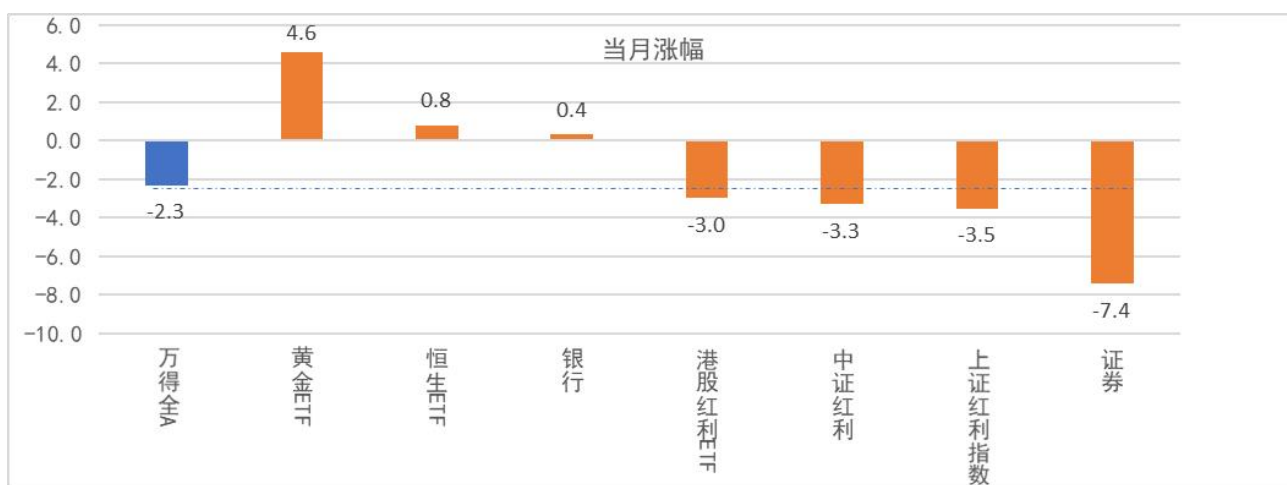
2025 年 1 月，推荐 7 个行业/板块，其中 3 个上涨，4 个下跌，行业上涨比例 42.9%；同期申万一级行业上涨比例为 12.9%。其中，黄金 ETF 当月上涨 4.6%，恒生 ETF 上涨 0.8%，银行上涨 0.4%；港股红利 ETF、中证红利、上证红利指数跌幅在 3-4% 区间，证券板块下跌 7.4%。

图表 5 2024 年推荐行业累计涨幅情况 (%)



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所 注：日经 225ETF 统计周期截至 2024 年 9 月 30 日，其余截止时间为 2024 年 12 月 31 日

图表 6 2025 年推荐行业 1 月涨幅情况 (%)



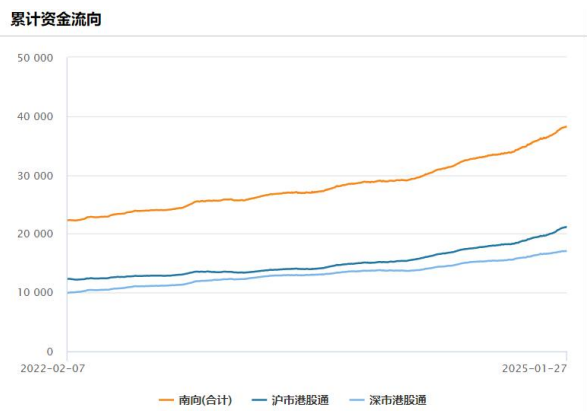
资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

1.2 资金情况

(1) 南向资金：单月净流入增量创新高

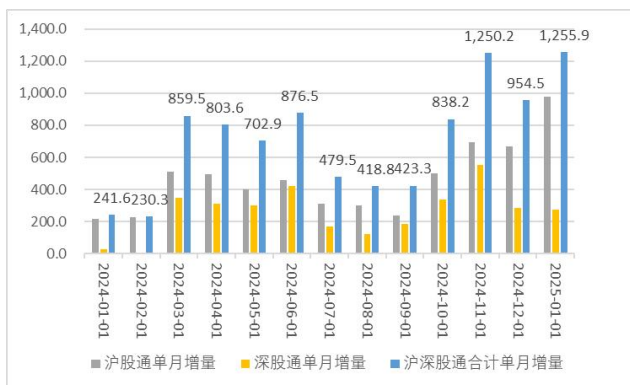
截至1月27日，南向资金累计净流入38233.8亿港元，其中深股通为17061.8亿港元，沪股通为21172.0亿港元。自2022年以来呈持续流入状态，2024年以后呈加速态势，2025年1月单月净流入1255.9亿港元，为近三年以来单月增量新高。

图表7 南向资金累计净流入(亿港元)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表8 南向资金单月流入情况(亿港元)

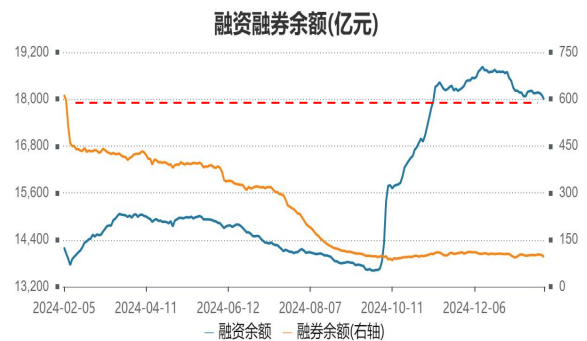


数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

(2) 两融资金：融资情绪下降

截至1月24日，融资余额17987.8亿元，比上年末下降553.4亿元，比2024年12月12日峰值(18826.4亿元)下降838.6亿元；融券余额95.4亿元，比上月末下降9.0亿元，处于历史低位水平。两融交易情绪整体回落，融资买入额占A股成交额比例，1月日均值(截至1月24日)为8.81%；2024年12月日均值为9.23%，11月为9.68%，10月为9.92%。

图表9 融资融券变动情况(亿元)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表10 融资买入额占比情况



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

二、政策经济环境分析

2.1 经济环境分析

GDP 整体平稳增长，信息技术产业增速最高。1月18日，国家统计局发布2024年四季度和全年国内生产总值初步核算结果。2024年，中国国内生产总值1349084亿元人民币，比上年增长5.0%。分季度看，一季度GDP同比增长5.3%，二季度增长4.7%，三季度增长4.6%，四季度增长5.4%。四季度GDP显著提速，环比增长1.6%。分行业看，2024年，制造业GDP比上年增长6.0%；信息传输、软件和信息技术服务业增长10.9%，增速最高；租赁和商业服务业增长10.4%，交通运输、仓储和邮政业增长7.0%，金融业增长5.6%，房地产业下降1.8%。

12月，工业增加值同比实际增长6.2%，高于预期值5.5%。1-12月，固定资产投资累计增长3.2%，制造业投资累计增长9.2%，基础设施建设投资累计增长9.2%，房地产开发投资累计增长-10.6%，投资各分项略低于预期值。12月，社会消费品零售总额同比增长3.7%，高于预期值3.0%；出口同比增长10.7%，大幅高于预期值7.1%。M1同比增速-1.4%，显著好于预期值-3.7%。

图表 11 宏观经济数据概览

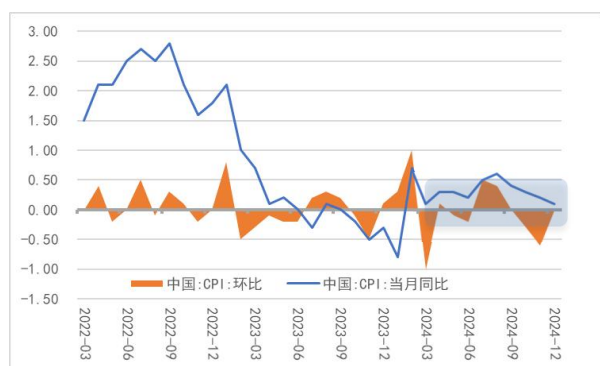
指标	预测值		实际值		12月 比预期
	2025-01F	2024-12F	2024-12	2024-11	
GDP:当季(%)	--	5.1	5.4	--	--
GDP:累计(%)	--	4.9	5.0	--	--
工业增加值(%)	--	5.5	6.2	5.4	0.7
固定资产投资:累计(%)	--	3.4	3.2	3.3	-0.2
固定资产投资:制造业:累计(%)	--	9.3	9.2	9.3	-0.1
固定资产投资:基础设施建设:累计(%)	--	9.3	9.2	9.4	--
固定资产投资:房地产开发:累计(%)	--	-10.4	-10.6	-10.4	-0.2
社会消费品零售(%)	--	3.5	3.7	3.0	0.2
进口(%)	--	-1.0	1.0	-4.0	2.0
出口(%)	--	7.1	10.7	6.6	3.6
贸易差额(亿美元)	--	982.6	1048.4	973.1	65.8
中国制造业采购经理指数(PMI)	--	--	50.1	50.3	--
CPI(%)	1.2	0.1	0.1	0.2	0.0
PPI(%)	-2.1	-2.3	-2.3	-2.5	0.0
M1(%)	--	-3.7	-1.4	-3.7	2.3
M2(%)	--	7.3	7.3	7.1	0.0
人民币贷款:新增(亿元)	--	8430.0	9900.0	5800.0	1470.0
人民币贷款(%)	--	7.8	7.6	7.7	-0.2
社会融资规模:新增(亿元)	--	21147.4	28507.0	23288.0	7359.6
社会融资规模存量(%)	--	8.0	8.0	7.8	0.0

资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

(1) CPI 与 PPI

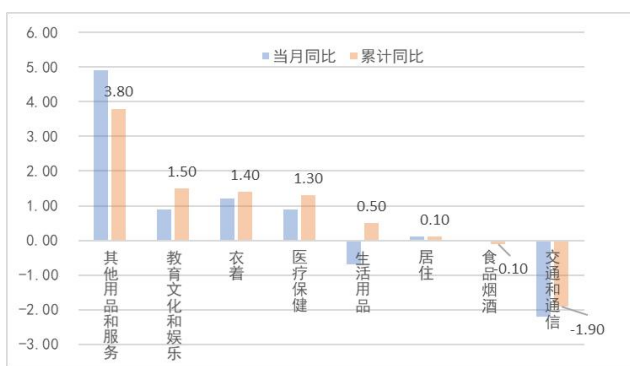
CPI 全年温和上涨。2024 年全年，CPI 比上年上涨 0.2%；其中，教育文化娱乐上涨 1.5%，医疗保健上涨 1.3%（中药上涨 3.2%，西药下降 0.8%），居住上涨 0.1%（水电燃料上涨 0.5%，租房房租下降 0.2%），食品烟酒下降 0.1%（牛肉下降 11.6%，羊肉下降 6.1%，食用油下降 4.4%，酒类下降 1.4%），交通和通信下降 1.9%（交通工具下降 5.1%），高支出、高定价项目降幅较大。12 月当月，CPI 同比上涨 0.1%。

图表 12 CPI 当月同比/环比 (%)



数据来源: WIND、金圆统一证券研究所

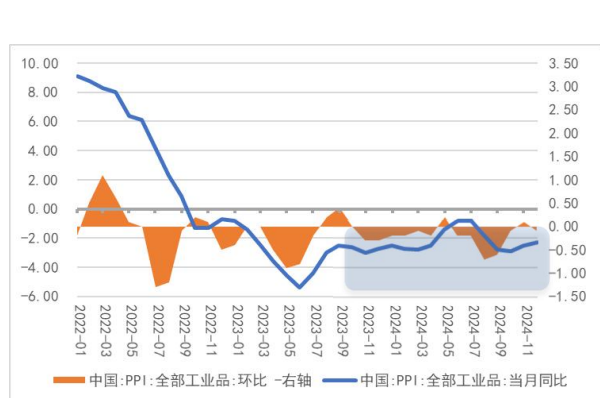
图表 13 CPI 分项 当月同比/累计同比 (%)



数据来源: WIND、金圆统一证券研究所

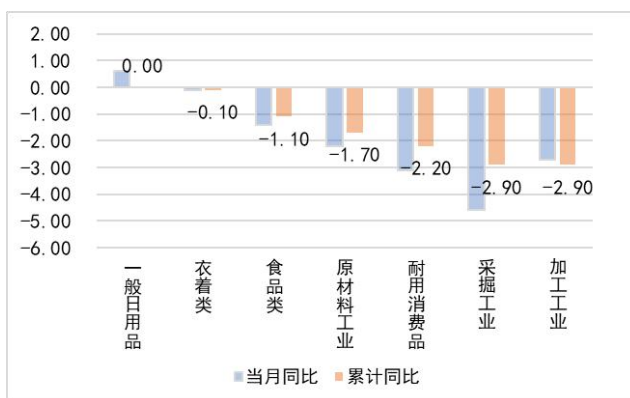
PPI 持续低迷。2024 年全年，PPI 比上年下降 2.2%，连续两年下降。其中，一般日用品上涨 0.0%，衣着类下降 0.1%，食品类下降 1.1%，原材料工业下降 1.7%，耐用消费品下降 2.2%，采掘工业下降 2.9%，加工工业下降 2.9%。多数行业产品价格下跌，煤炭开采和采选业下降 8.2%，黑色金属冶炼和压延加工业下降 6.4%，汽车制造业下降 2.3%，计算机通信和其他电子设备制造业下降 2.4%，电力热力生产和供应业下降 1.7%，医药制造业下降 0.8%；少数行业产品价格上涨，有色金属矿采选业上涨 13.2%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业上涨 0.1%。12 月当月，PPI 同比下降 2.3%。

图表 14 PPI 当月同比/环比 (%)



数据来源: WIND、金圆统一证券研究所

图表 15 PPI 分项 当月同比/累计同比 (%)



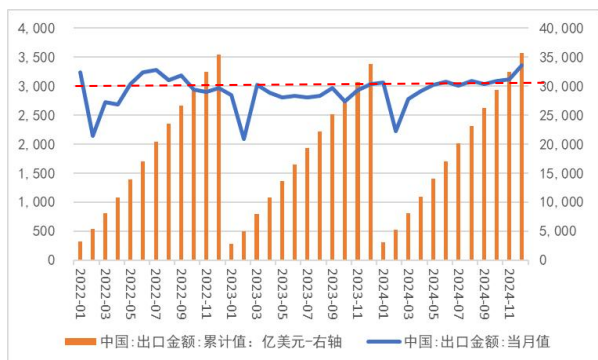
数据来源: WIND、金圆统一证券研究所

(2) 投资、消费、出口

出口：出口增速亮眼。2024 全年，我国出口金额 35772.2 亿美元，同比增长 5.9%，出口规模创出历史新高（此前 2022 年为 35444.3 亿美元），出口累计增速呈逐月提高态势。12 月，出口当月值 3356.3 亿美元，同比增速 10.7%，单月出口规模及增速创年内新高。

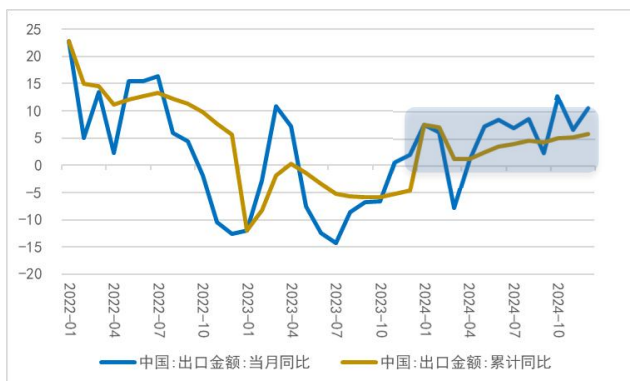
从主要国别看，**对欧美出口继续改善。**按海关口径（美元），1-12 月，对美国出口同比增长 4.9%，前值 3.9%；对欧盟出口增长 3.0%，前值 2.4%（德国 6.5%，前值 5.9%；法国 6.9%，前值 6.4%）。据航运界网消息，为规避高关税影响，美国进口商进口计划前移。2024 年 12 月，美国从中国进口量为 90.2 万 TEU（20 英尺标准集装箱单位），比 11 月增长 1.7%，比去年同期增长 14.5%；12 月，中国进口占美国进口总量的 38.2%。**对东盟国家保持两位数增速**，同比增长 12.0%，前值 11.2%（越南 17.7%，前值 18.0%；马来西亚 16.1%，前值 15.6%；泰国 13.6%，前值 12.2%；印度尼西亚 17.6%，前值 14.4%）。**对拉丁美洲保持两位数增速**，对非洲出口增速提高幅度较大。对拉丁美洲出口增长 13.0%（其中对巴西出口增长 22.0%，前值 23.5%），前值 12.7%；对印度出口增长 2.4%，前值 2.6%；对俄罗斯出口增长 4.1%，前值 4.0%；对非洲出口增长 3.5%，前值 1.4%。

图表 16 出口金额当月及累计值（亿美元）



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 17 出口金额当月同比/累计同比 (%)

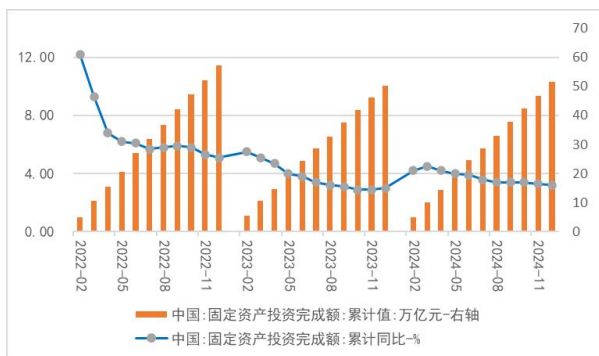


数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

投资：投资低速运行。2024 年全年，中国固定资产投资（不含农户）514374 亿元，同比增长 3.2%，比 1-11 月增速下降 0.1 个百分点。其中，国有控股企业同比增长 5.7%，比 1-11 月增速下降 0.4 个百分点；港澳台商投资增长 4.2%，比 1-11 月增速下降 3.0 个百分点；民间投资增速下降 0.1%，外商投资下降 10.0%，降速均有所收窄。

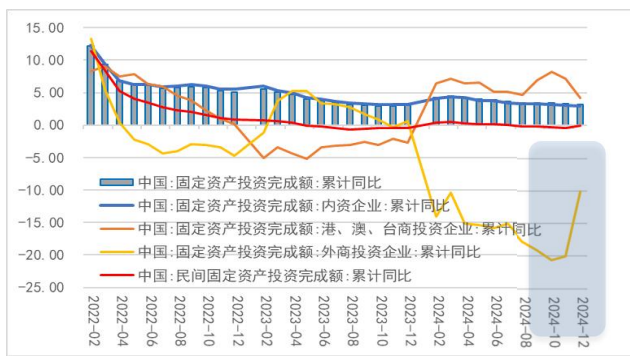
分项目看，制造业投资保持较高增速。2024 年全年，制造业投资累计同比增长 9.2%，比上月增速下降 0.1 个百分点，比上年增速（6.5%）提高 2.7 个百分点；高技术产业投资同比增长 8.0%，比上月增速下降 0.8 个百分点，比上年增速（10.3%）下降 2.3 个百分点；基础设施建设投资同比增长 9.2%，比上月下降 0.2 个百分点，比上年增速（8.2%）提高 1.0 个百分点。

图表 18 固定资产投资累计额及同比增速



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 19 固定资产分项累计增速 (%)



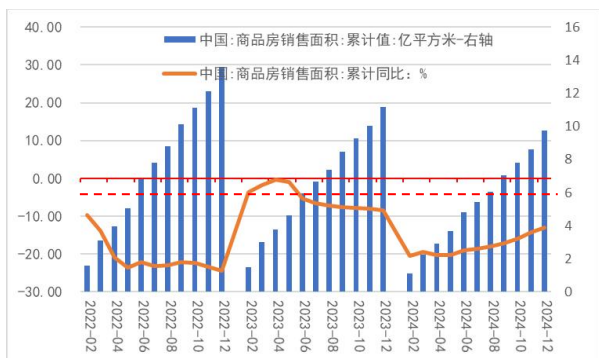
数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

地产：去库存有所加快，新开工力度不足。12 月份，房地产开发景气指数（简称“国房景气指数”）为 92.78，连续 8 个月保持低斜率上行态势。2024 年全年，全国房地产开发投资 100280 亿元，同比下降 10.5%，比 1-11 月降幅扩大 0.2 个百分点；其中，住宅投资 76040 亿元，下降 10.5%。房屋新开工面积累计 7.39 亿平方米，同比下降 23.0%，与 1-11 月降幅持平。

商品房销售面积累计 9.74 亿平方米，同比下降 12.9%，比 1-11 月降幅缩小 1.4 个百分点。商品房销售额累计 9.68 万亿元，同比下降 17.1%，比 1-11 月降幅缩小 2.1 个百分点。12 月末，商品房待售面积 75327 万平方米，同比增长 10.6%，比上月末增速下降 1.5 个百分点，库存去化加快。

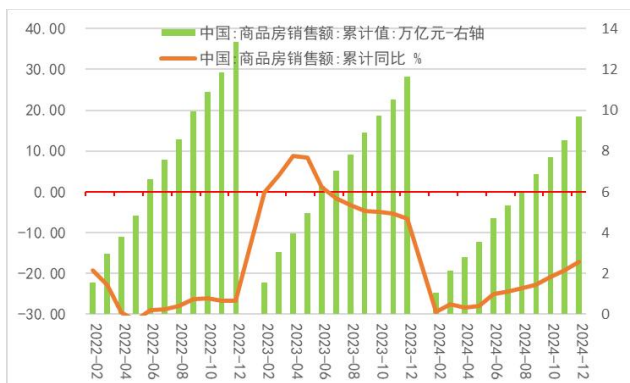
2024 年，房地产开发企业到位资金 107661 亿元，同比下降 17.0%，比上月降幅减少 1.0 个百分点。其中，国内贷款 15217 亿元，同比下降 6.1%；利用外资 32 亿元，下降 26.7%；自筹资金 37746 亿元，下降 11.6%；定金及预收款 33571 亿元，下降 23.0%；个人按揭贷款 15561 亿元，下降 27.9%，比上月降幅减少 2.5 个百分点。

图表 20 房地产开发投资完成额累计值及同比



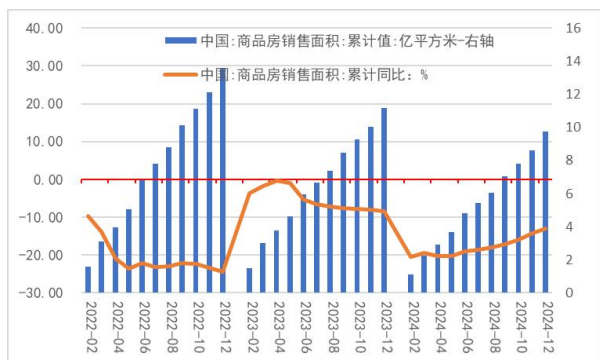
数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 21 房屋新开工面积累计值及同比



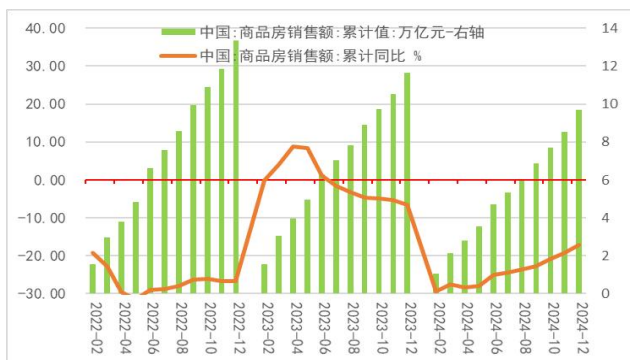
数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 22 商品房销售面积累计值及同比



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 23 商品房销售额累计值及同比



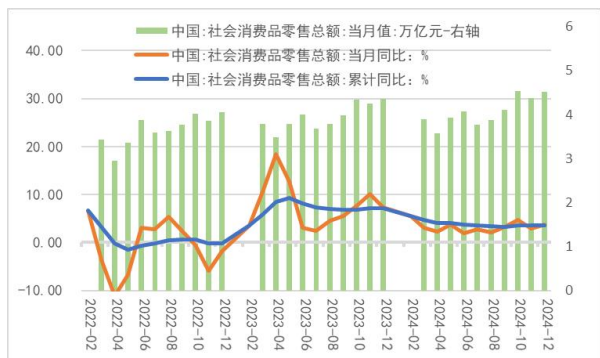
数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

消费：全年保持平稳增长。2024年，社会消费品零售总额48.79万亿元，同比增长3.5%，比上年增速下降3.7个百分点（扣除疫情因素影响，与2023年、2022年算术平均增速持平）。其中，城镇消费品零售额增长3.4%，乡村消费品零售额增长4.3%。12月当月，社零总额4.52万亿元，同比增长3.7%，较上月增速提高0.7个百分点。

各分项情况：以旧换新政策促进消费四季度回暖。2024年，汽车销售累计50314亿元，同比增长-0.5%；12月当月，汽车销售零售额5663亿元，同比上涨0.5%；9-12月当月汽车销售增速均为正增长，扭转了3-8月的下滑状态。2024年全年及12月当月同比增速，体育娱乐用品为11.1%和16.7%，通讯器材类为9.9%和14.0%，家用电器和音响器材同比增长12.3%和39.3%，年度保持较高增速且12月继续提速；家具类为3.6%和8.8%，建筑装潢类为-2.0%和0.8%，显示地产下游消费边际改善。

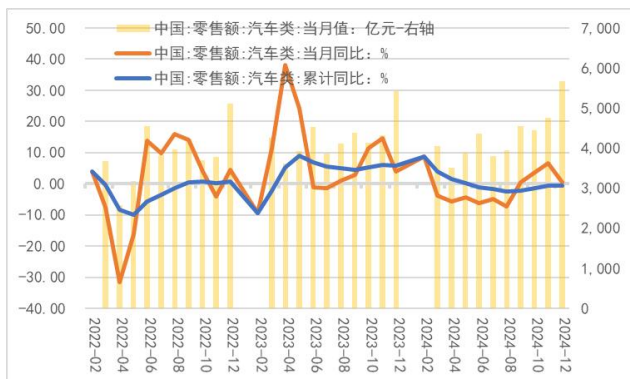
2024年，全国网上零售额155225亿元，同比增长7.2%；实物商品网上零售额130816亿元，增长6.5%，占社会消费品零售总额的比重为26.8%；在实物商品网上零售额中，吃类、穿类、用类商品分别增长16.0%、1.5%、6.3%。实物商品网上零售增速低于网上零售增速，表明虚拟商品和服务类商品增速更高。

图表 24 消费总额当月值 / 当月同比 / 累计同比



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 25 汽车零售额当月值 / 当月同比 / 累计同比



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

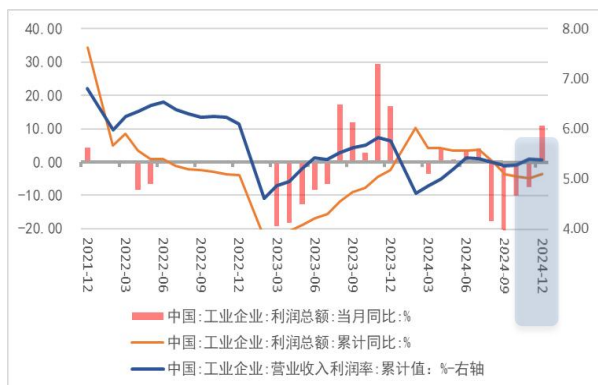
(3) 工业企业盈利情况

工业企业利润：2024年，全国规模以上工业企业实现利润总额74310.5亿元，同比下降3.3%，比1-11月降速收窄1.4个百分点；营业收入利润率5.39%，低位持续徘徊；应收账款平均回收天数为64.1天，比11月减少2.6天。2024年末，工业企业应收账款余额26.06万亿元，同比增长8.6%。工业企业利润同比下降，营业收入利润率低企，应收账款余额及平均回收天数处于高位，显示企业当期经营压力较大。

2024年，国有控股企业利润总额同比下降4.6%，股份制企业利润总额下降3.6%；外商及港澳台投资企业利润总额下降1.7%；私营企业利润总额增长0.5%。

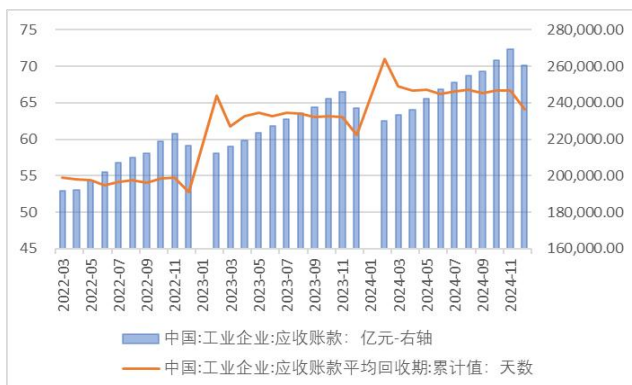
电力、热力生产和供应业利润比上年增长17.8%，有色金属冶炼和压延加工业增长15.2%，石油和天然气开采业增长14.2%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长3.4%，专用设备制造业增长1.1%，通用设备制造业增长0.7%，电气机械和器材制造业下降2.0%，汽车制造业下降8.0%，化学原料和化学制品制造业下降8.6%，煤炭开采和洗选业下降22.2%，黑色金属冶炼和压延加工业下降54.6%，石油煤炭及其他燃料加工业由上年盈利转为亏损。医药制造业增长-1.1%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长21.5%。

图表 26 工业企业利润当月及累计同比 / 营业利润率



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 27 工业企业应收账款余额/应收账款平均回收天数



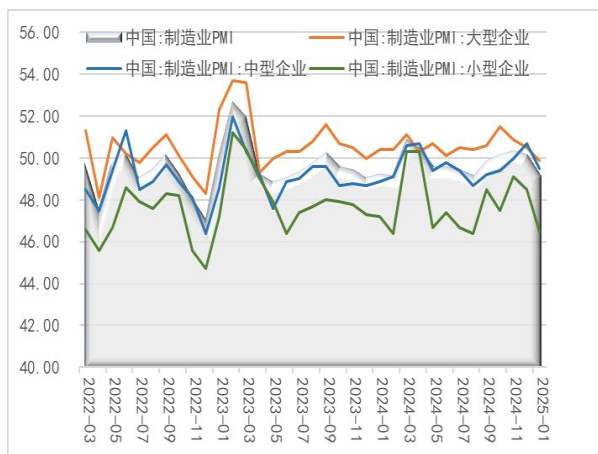
数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

(4) PMI 指数

制造业 PMI：1月，制造业采购经理指数（PMI）为49.1%，比去年12月下降1.0个百分点。其中，大型企业 PMI 为49.9%，下降0.6个百分点；中型企业 PMI 为49.5%，下降1.2个百分点；小型企业 PMI 为46.5%，下降2.0个百分点。受2024年四季度强出口因素提振，PMI 指数连续3个月保持在50%上方的景气区间；2025年2月，美国对外加征关税政策陆续落地，给全球贸易及中国制造业 PMI 带来冲击。

分项目看，**订单指数下降，出厂价格指数略有回升。**1月份，新订单指数为49.2%，环比下降1.8个百分点；新出口订单指数为46.4%，环比下降1.9个百分点；在手订单指数为45.6%，环比下降0.3个百分点。原材料购进价格指数为49.5%，环比上升1.3个百分点；出厂价格指数为47.4%，环比上升0.7个百分点。生产指数为49.8%，环比下降2.3个百分点。

图表 28 制造业 PMI 指数情况 (%)

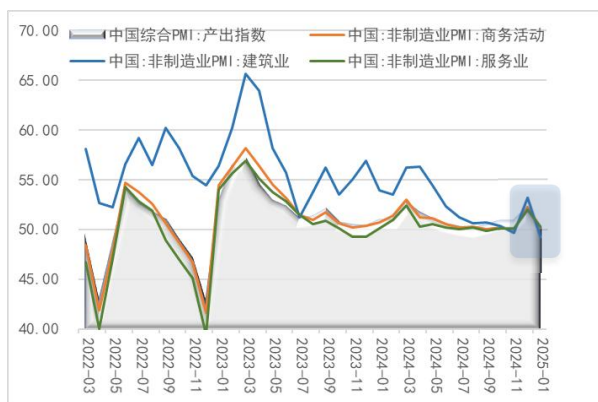


数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

非制造业 PMI：1 月份，非制造业商务活动指数为 50.2%，比上月下降 2.0 个百分点；其中，建筑业商务活动指数为 49.3%，比上月下降 3.9 个百分点；服务业商务活动指数为 50.3%，比上月下降 1.7 个百分点。

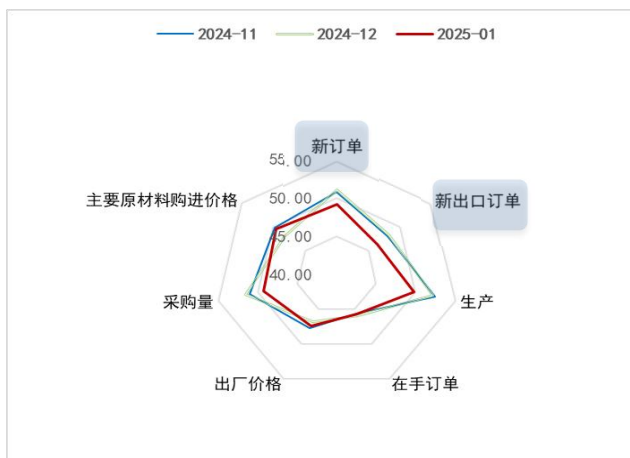
分行业看，**新订单指数下降，销售价格指数趋稳。**服务业新订单指数为 46.7%，比上月下降 1.5 个百分点。建筑业新订单指数为 44.7%，比上月下降 6.7 个百分点。建筑业投入品价格指数 47.7%，环比下降 1.7 个百分点，销售价格指数 47.8%，环比上升 0.3 个百分点；从业人员指数 48.7%，环比上升 6.0 个百分点。

图表 30 非制造业 PMI 指数情况 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 29 制造业 PMI 分项指数近 3 个月景气情况 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 31 建筑业 PMI 分项指数近 3 个月景气情况 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

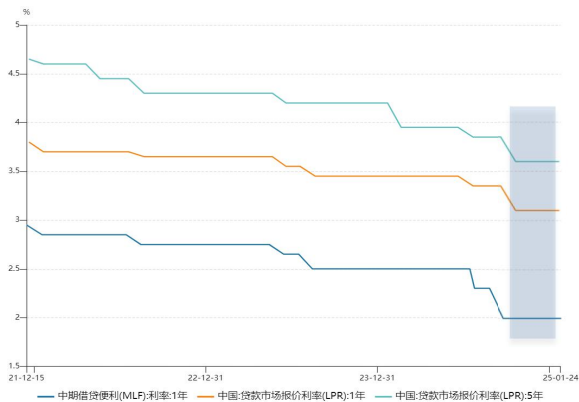
2.2 货币环境分析

(1) 利率

在 2024 年连续降息后，2025 年初利率水平维持不变。1 月 20 日，贷款市场利率 1 年期（LPR）为 3.10%，5 年期（LPR）为 3.6%，7 天逆回购利率为 1.50%，均与上月持平；1 月 24 日，中期借贷便利（MLF）1 年期利率为 2.0%，与上月持平。

1 月 27 日，1 年期国债收益率 1.24%，与上年末（1.09%）上升 15BP；10 年期国债收益率报收 1.65%，比上年末（1.68%）下降 3BP。

图表 32 MLF-1 年期 / LPR-1 年期及 5 年期



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 33 7 天逆回购利率、国债收益率 1 年期/10 年期

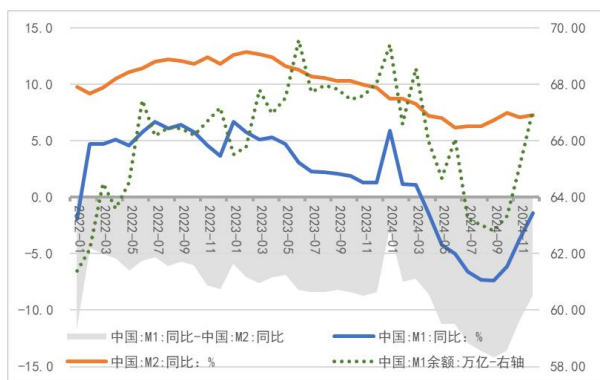


数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

(2) 货币投放：政府净融资持续提速，M1 余额环比增长

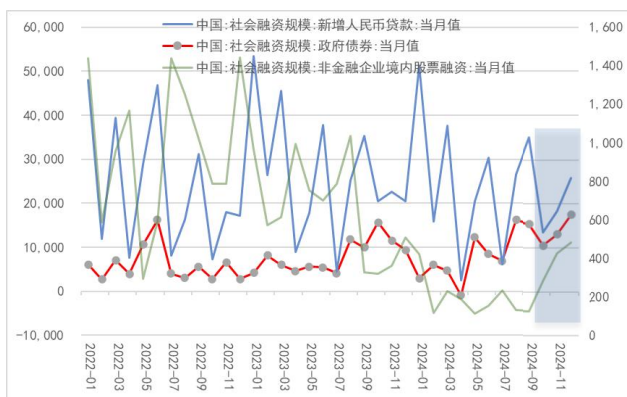
2024 年 12 月末，M2 余额 313.53 万亿元，同比增长 7.3%，比上月提高 0.2 个百分点；M1 余额 67.10 万亿元，同比下降 1.4%，降幅显著收敛，比上月缩小 2.3 个百分点；M1-M2 增速剪刀差-8.7%，比上月缩小了 2.1 个百分点。12 月末，非金融机构企业人民币活期存款 21.13 万亿元，比上月大幅增长 1.47 万亿元，同比下降 15.0%，降幅比上月显著缩窄 4.7 个百分点。

图表 34 M1/M2 同比及 M1-M2 剪刀差 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 35 政府债券/人民币贷款/股票融资 当月值 (亿元)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

2024 年全年，社会融资规模增量累计为 32.26 万亿元，比上年同期少 3.32 万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 17.05 万亿元，同比少增 5.17 万亿元；企业债券净融资 1.91 万亿元，同比多 2839 亿元；政府债券净融资 11.3 万亿元，同比多 1.69 万亿元（1-9 月，同比多 1.22 万亿元；1-6 月，同比少 393 亿元）；非金融企业境内股票融资 2900 亿元，同比少 5031 亿元。

12 月当月，社会融资当月值 28507 亿元，比上年同期增加 9181 亿元。其中，政府债券当月值 17566 亿元，同比多 8242 亿元；非金融企业境内股票融资当月值 484 亿元，同比少 24 亿元；新增人民币贷款当月值 8402 亿元，同比少 2690 亿元。

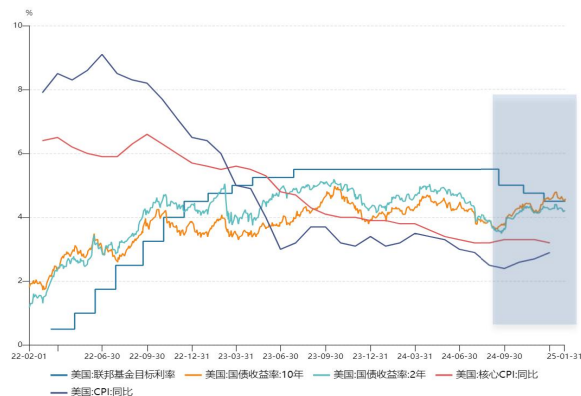
（3）美国利率及其他

1 月 31 日，10 年期美国国债收益率为 4.58%，与上月末持平；2 年期美国国债收益率 4.22%，比上月末下降 3BP。2024 年 12 月，美国核心 CPI 同比增速 3.2%，比上月下降 0.1 个百分点；美国 CPI 同比增速 2.9%，比上月上升 0.2 个百分点。

1 月 30 日，美联储降息按下暂停键，将联邦基金利率区间维持在 4.25%~4.50% 不变，去年美联储累计降息 100 个基点。与 2024 年 12 月议息声明相比，本次声明删去了“劳动力市场状况已逐步缓解（eased）”和“通货膨胀率朝着委员会设定的 2% 的目标取得了进展”的表述。美联储的长期政策目标是实现最大就业和 2% 的通胀目标，但美国的经济政策环境对这一目标的实现带来了复杂影响。特朗普遣返非法移民的政策，导致美国劳动力市场出现显著的供应缺口，进而可能导致工资水平上升；同时，加征关税政策可能会进一步推高通胀水平，美联储降息进程的不确定性加大。

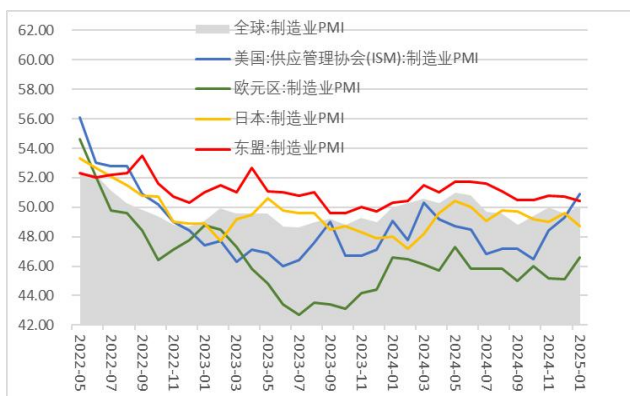
2025 年 1 月，全球制造业 PMI 为 50.1%，比上月上升 0.5 个百分点；东盟国家 PMI 为 50.4%，比上月下降 0.3 个百分点；美国供应管理协会（ISM）制造业 PMI 为 50.9%，比上月上升 1.6 个百分点，近期美国制造业数据呈现上行态势；日本制造业 PMI 为 48.7%，比上月下降 0.9 个百分点；欧元区制造业 PMI 为 46.6%，比上个月上升 1.15 个百分点。

图表 36 美联邦基金利率/美国债收益率/美国 CPI



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

图表 37 各地区/国家制造业 PMI 指数 (%)



数据来源：WIND、金圆统一证券研究所

2.3 政策环境分析

2024年12月30日，我们正式发布了《2025年A股年度策略报告：柳暗花明，行则将至》。在2025年开年首月，资本市场持续感受到“柳暗花明”背后蕴含的政策信号，以及虽然道阻且长，但“行则将至”所彰显的积极趋势，这种氛围令春节期间的海外中国指数和港股市场表现稳健。

一是政策端的持续“柳暗花明”，坚定地“稳住股市”。2024年9月政策端的强力转向以来，各部委配套政策持续协同推进，今年初继续加大逆周期调节力度。1月13日，中国证监会2025年系统工作会议指出：要坚持稳字当头，全力形成并巩固市场回稳向好势头。2月1日，《求是》杂志刊发了中国证监会主席吴清《奋力开创资本市场高质量发展新局面》的文章。文章指出，坚持防风险、强监管、促发展的工作主线，着力推动资本市场规模的合理增长和结构质量的持续改善，努力为经济高质量发展贡献力量。下一阶段推动资本市场高质量发展的重点任务——坚持稳字当头，全力形成并巩固市场回稳向好势头。坚决落实中央经济工作会议关于稳住股市的重要要求，强化境内外、场内外、期现货联动监测监管，会同中国人民银行等相关方面更好发挥两项结构性货币政策工具效用，丰富稳市政策工具，做好增量政策储备。

图表 38 重要政策/会议/要闻

政策/会议/要闻	核心词	主要内容
1月13日，中国证监会召开2025年系统工作会议	稳字当头	会议指出：一是坚持稳字当头，全力形成并巩固市场回稳向好势头。坚决落实中央经济工作会议关于稳住股市的重要要求，加强境内外、场内外、期现货联动监测监管，增强工作的前瞻性、主动性、有效性。会同中国人民银行更好发挥2项结构性货币政策工具效用，加强战略性力量储备和稳市机制建设。加强政策解读和宣传引导，及时回应市场关切，进一步稳定市场预期。
1月15日，《求是》杂志发表总书记重要文章《进一步全面深化改革中的几个重大理论和实践问题》	守正创新	文章指出，坚持守正创新是进一步全面深化改革必须牢牢把握、始终坚守的重大原则。要突出经济体制改革这个重点，坚持社会主义市场经济的改革方向，坚持和落实“两个毫不动摇”，坚决破除影响和制约高质量发展的体制机制弊端，坚决打通影响和制约全面创新的卡点堵点。中国式现代化的内涵十分丰富，进一步全面深化改革也必然是全方位的。要全面协调推进各方面改革，力求形成整体效能。
1月19日，证监会网站发布，中国人民银行、中国证监会联合召开股票回购增持再贷款座谈会	政策工具的带动效应逐步显现	股票回购和增持是国际通用的上市公司市值管理方法。为配合做好上市公司市值管理，2024年10月，中国人民银行遵循市场化、法治化原则，会同中国证监会、金融监管总局创设了股票回购增持再贷款政策工具，并结合市场关切不断优化政策工具，降低自有资金比例要求至10%，延长贷款最长期限至3年，鼓励银行发放信用贷款，便利银行和企业开展贷款业务，充分满足上市公司市值管理的融资需求。政策工具的带动效应逐步显现，对维护资本市场稳定运行、提振市场信心发挥了重要作用。
1月22日，中央金融办、证监会等六部委发布《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》	提升实际投资比例	提升实际投资比例。对公募基金，明确公募基金持有A股流通市值未来三年每年至少增长10%。对商业保险资金，力争大型国有保险公司从2025年起每年新增保费的30%用于投资A股，这也意味着将每年至少为A股新增几千亿的长期资金。第二批保险资金的长期股票投资试点将在2025年上半年落实到位，规模不低于1000亿元，后续还将逐步扩大。
2月1日，《求是》杂志发布证监会主席文章《奋力开创资本市场高质量发展新局面》	资本市场成为一国核心竞争力的重要体现	坚持稳中求进、以进促稳，坚持防风险、强监管、促发展的工作主线，着力推动资本市场规模的合理增长和结构质量的持续改善，努力为经济高质量发展贡献力量。金融是大国博弈的必争之地，资本市场在现代金融运行中更是“牵一发而动全身”。发展直接融资的重要性不断增强，资本市场日益成为一国核心竞争力的重要体现。发展质量问题已成为当前制约我国资本市场健康稳定发展的主要矛盾。继续推动资本市场“惠港5条”落实落地，大力支持香港巩固提升国际金融中心地位，积极稳妥拓展与境外市场合作。

资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

“金融是大国博弈的必争之地”，“资本市场日益成为一国核心竞争力的重要体现”，“建设一个强大的资本市场是金融强国建设的重要支撑”。中长期资金是资本市场重要的专业投资者，也是维护市场平稳健康运行的“压舱石”、“稳定器”。

当前，中长期资金总量仍然明显不足，引领作用发挥不充分。1月22日，中央金融办、中国证监会等六部委联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》，对中长期资金入市进行了系统性规划和制度安排，重点引导商业保险资金、全国社会保障基金、基本养老保险基金、企（职）业年金基金、公募基金等中长期资金进一步加大入市力度。1月23日，国新办举行新闻发布会：介绍大力推动中长期资金入市，促进资本市场高质量发展有关情况。我们对近期政策要点提炼出以下五个方面：

1) **提升实际投资比例，明确了稳步提高中长期资金投资 A 股规模和比例的具体安排。**对公募基金，明确公募基金持有 A 股流通市值未来三年每年至少增长 10%。对商业保险资金，力争大型国有保险公司从 2025 年起每年新增保费的 30% 用于投资 A 股，这也意味着将每年至少为 A 股新增几千亿元的长期资金。第二批保险资金的长期股票投资试点将在 2025 年上半年落实到位，规模不低于 1000 亿元，（春节前先批 500 亿元，马上到位，投资股市并长期持有），后续还将逐步扩大。

公募基金总规模从 2019 年的 13 万亿元增长到去年底的 33 万亿元。其中，以股票投资为主的权益类基金规模从 2.3 万亿元增长到 8.2 万亿元，权益类 ETF 突破 3 万亿元。公募基金持有 A 股流通市值每年至少增长 10%，静态测算，意味着每年超过 1 万亿元的资金增量。

2) **人民银行创设两项工具，发挥市值管理和维护市场稳定的作用，增强资本市场内在稳定性。**证券、基金、保险公司互换便利已经开展了两次操作，合计金额 1050 亿元。去年 10 月操作的 500 亿元，已经全部用于融资增持股票。今年 1 月操作的 550 亿元，行业机构已经可以随时用于融资增持股票。在多方面政策支持下，证券公司自营股票投资规模明显增长。经过几个月的磨合，这项工具各方面的业务流程已经完全顺畅，在充分的政策空间和《实施方案》带动下，预计业务规模和响应速度都将会较大提升。

为配合做好上市公司市值管理，结合市场关切，不断优化股票回购增持再贷款政策工具，已经将申请贷款时的自有资金比例要求从 30% 降到了 10%，将贷款最长期限由 1 年延长到了 3 年，鼓励银行发放信用贷款，便利银行和企业开展贷款业务。截至目前，金融机构已经和将近 800 家上市企业及主要股东达成了合作意向，已经有超过 300 家上市公司公开披露了打算申请股票的回购、增持贷款，金额上限超过了 600 亿元，这里面市值百亿以上的公司占比超过了四成，贷款按照利率优惠原则定价，平均利率水平大概在 2% 左右。

3) **资本市场和全国社保基金相辅相成。**全国社保基金作为资本市场的重要投资者，其长期稳健的投资策略有助于推动资本市场健康运行，进而又能够提升基金本身的投资回报，所以两者之间是可以形成良性循环的。目前，全国社保基金股债投资的比例大体为四六开，配置结构总体合理，成立 20 多年来投资 A 股的平均年化收益率达到 11.6%，

4) **强化功能发挥，大力发展权益类基金。**第一个推出更多适配投资者需求的产品，加大中低波动型产品创新力度，实现浮动费率产品试点转常规。第二个是加快推进指数化投资发展，制定促进指数化投资高质量发展行动方案，实施股票 ETF 产品的快速注册机制，原则上从受理之日起 5 个工作日内完成注册，进一步便利各类中长期资金投资市场。第三个是强化监管分类评价引导，提高权益类基金规模占比和长期业绩等指标在监管分类评价当中的权重，引导基金公司将每年利润的一定比例自购旗下的权益类基金。第四个是督促提升核心投研能力，建立基金公司投研能力评价制度，引导基金公司强化投研核心能力建设，切实提高大类资产配置和风险管理能力。

5) **着力推动上市公司质量和投资价值。**中国证监会主席吴清在 1 月 23 日国务院新闻办公室举行的新闻发布会上表示，去年制定了上市公司市值管理指引，出台了鼓励分红、回购等政策和规则，上市公司全年分红 2.4 万亿元、回购 1476 亿元，这些都创了历史新高。岁末年初，我们也坚决落实新“国九条”关于一年多次分红、春节前分红的部署要求，今年多次分红的企业已经有不少，春节前分红的企业也有很多，引导推动有条件的上市公司给投资者过年“发红包”。去年盈利的上市公司有九成都已经分红。今年春节前的 2 个月，也就是去年 12 月和今年 1 月，预计会有超过 310 家公司实施春节前分红，分红金额大概会在 3400 多亿元，家数、金额分别是去年同期的 9 倍、7.6 倍。

二是科技领域的不断创新，高质量“行则将至”。美国对中国科技行业的打压围堵持续升级，同时，美国新的加征关税政策陆续推出给世界贸易带来变数，但我国经济基础稳、优势多、韧性强、潜能大，继华为“鸿蒙内核”实现自主可控后，科技应用领域再度出圈。

产生于中国本土的 DeepSeek，对全球人工智能技术格局产生了深远影响。其推出的 DeepSeek-R1 模型在多项基准测试中展现出接近美国万亿参数模型的性能表现，但成本和计算能力仅为后者的一小部分。这一技术突破不仅展示了中国在 AI 领域的创新能力，还引发了美国科技界对传统技术演进路径的重新审视。英伟达股价暴跌 16.97%，市值蒸发 5888.6 亿美元，创下美国上市公司单日本市值损失的纪录。

DeepSeek 的崛起标志着中国在全球 AI 领域的崛起，也增加了中国科技领域的自信。其开源策略和低成本模式有利于加速推动 AI 技术的普及和应用。其模型的高效训练和推理能力使得更多公司能够使用云 AI 服务，加速商业应用的普及。目前，华为云、腾讯云、阿里云、百度智能云、京东云、天翼云、联通云、移动云均宣布接入并上线相应服务。

《自然》杂志连续报道 DeepSeek 的相关情况，“China’s cheap, open AI model DeepSeek thrills scientists”，“Scientists flock to DeepSeek: how they’re using the blockbuster AI model”。首都医科大学校长饶毅表示，在科学和技术相关的方面，185 年来中国出现的对人类最大的震撼是 DeepSeek。这不是说以前的成就不重要，而是说现实世界的反应；这不是说它没站在前人的肩膀上，而是说它的令人惊讶；这不是说它一劳永逸永远立住了，而是说它横空出世；这不是寄希望中国仅出现这一次，而会有更多更好。

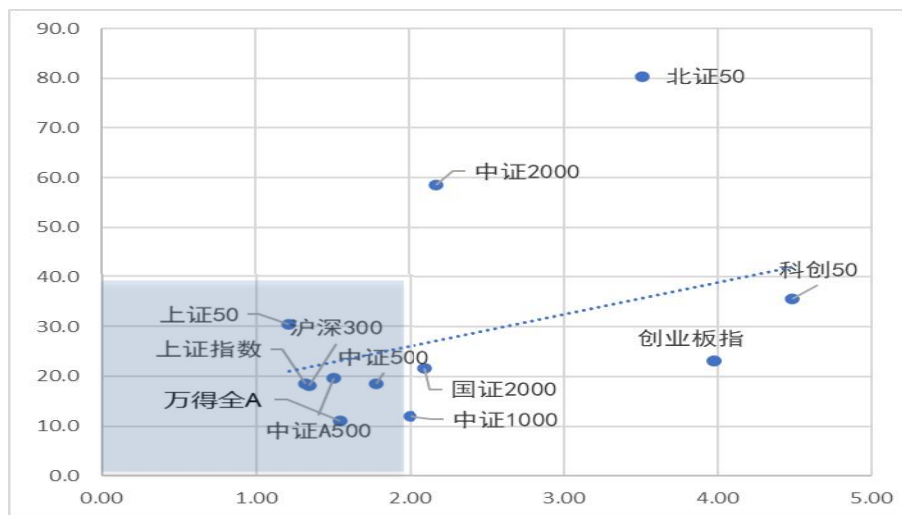
三、投资策略

3.1 大盘判断

2025 年，我国资本市场面临的形势仍然复杂多变，外部输入性风险加大与内部风险因素交织叠加。但由于我国经济韧性较强，科技领域持续突破，叠加政策的强力支持和 A 股处于相对低位的估值水平，中国资本市场的抗风险能力显著增强。在外围股市大幅波动的同时，富时 A50 指数期货春节期间保持平稳运行，恒生指数逆势上涨，为节后 A 股市场营造了良好的外部环境。蛇年之初，A 股市场有望平稳开局，预计仍以区间震荡为主。

市场估值回到相对低位水平。1 月 27 日，Wind 全 A 市净率为 1.54 倍（2024 年 12 月 31 日为 1.58 倍），2010 年以来分位值为 11.1%；上证指数市净率为 1.31 倍（2024 年 12 月 31 日为 1.35 倍），分位值 18.5%；创业板指市净率为 3.97 倍，分位值 23.1%。沪深 300 市净率为 1.34 倍，分位值 18.2%；中证 A500 市净率为 1.50 倍，分位值 19.5%；中证 1000 市净率为 1.99 倍，分位值 12.0%；北证 50 市净率为 3.51 倍，分位值 80.4%。

图表 39 主要指数 PB (横轴: 倍数) 及 2010 年以来 PB 分位 (纵轴: %)



资料来源: WIND、金圆统一证券研究

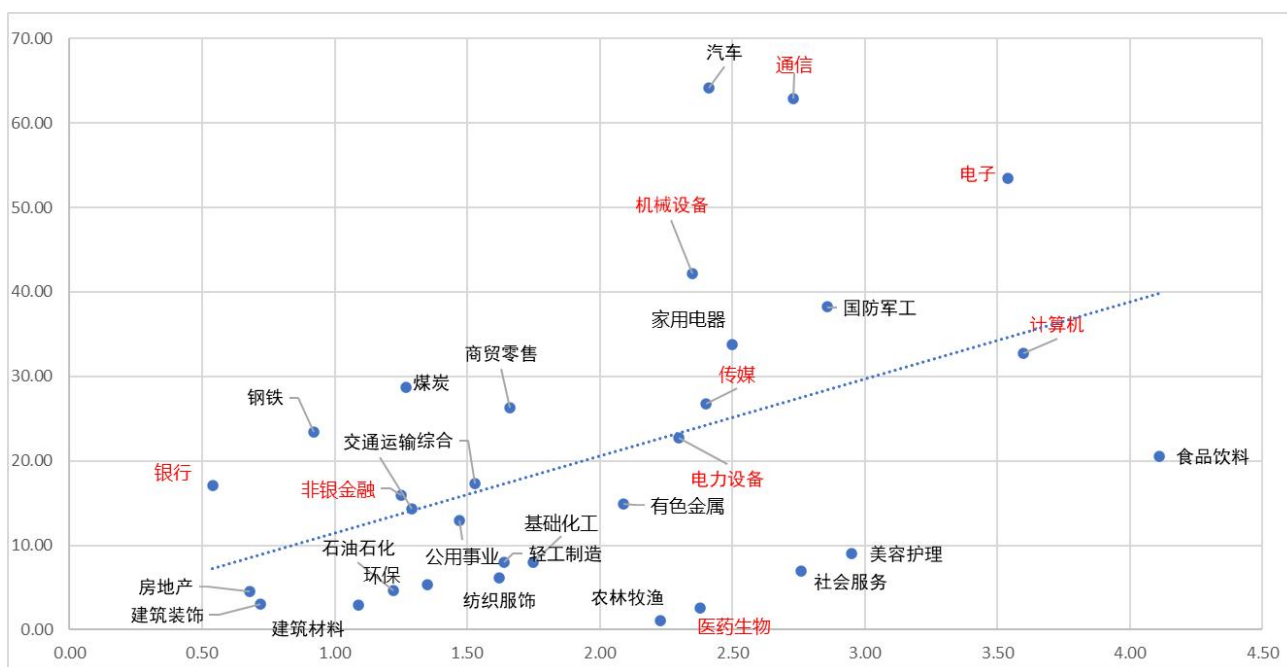
3.2 行业配置

科技创新是时代发展的逻辑，但不是唯一的逻辑，资本市场的三大逻辑将长期并存：一是低利率环境、不确定环境下的低资本回报预期，投资者需要即期的“真回报”——股息分红，对应的是红利资产；二是全球人口下行、老龄化趋势及科技竞争背景下，科技创新是成长的必要条件，投资者需要远期的“真成长”——牺牲即期回报，与具有核心前沿技术的公司共成长；三是百年未有之大变局背景下，各国货币持

续超发以及全球政治经济动荡等因素持续变化，投资者需要“真避险”——黄金，这是人类几千年以来至今未变的信仰，它以稳定的价值和相对独立性见证世界的变化。

我们认为，资本市场将围绕三大时代逻辑轮动展开，其映射的核心是“真回报”、“真成长”和“真避险”三个方向，分别对应红利资产、科技行业和黄金。与资本市场的表现相呼应，政策端持续推动上市公司现金分红回馈投资者，强力推进科技创新促进高质量发展；而各国央行持续购金的行动，无疑表明了他们对世界局势有着深刻的洞察。

图表 40 申万一级行业 PB (横轴) 及 2010 年以来 PB 分位 (纵轴%)



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

继续坚持红利资产（低估值）和科技创新的配置策略，继续坚持大类资产配置和动态择时原则。 战略关注方向：1) 科技创新角度，行业方向包括通信、电子、计算机、国防军工、汽车、机械制造、电力设备；主题方向包括人形机器人、半导体、固态电池、先进材料等。2) 从红利资产或潜在边际改善角度：银行、证券、上证红利指数、深证红利指数、医药生物、黄金股 ETF、维生素。3) 从大类资产配置角度：继续建议关注黄金 ETF、恒生 ETF、基准国债 ETF 等大类资产，增加港股红利 ETF 基金（港股通高股息指数）。

维持前期推荐：银行、证券、恒生指数、港股红利 ETF、黄金。 我们自去年 5 月持续推荐关注港股，低估值、折价优势和南向资金持续流入是三个核心理由。2025 年伊始，港股再度迎来政策性支持，1 月 13 日，中国人民银行行长潘功胜在亚洲金融论坛上表示，要提高国家外汇储备在香港的资产配置比例，强化香港国际资产管理中心和财富管理中心功能，更好满足两地居民跨市场、多元化配置资产的需求，吸

引更多内地和国际资金流入香港，进一步提升香港在全球资产和财富管理市场的影响力。2月1日，《求是》刊登证监会主席吴清《奋力开创资本市场高质量发展新局面》文章指出，将继续推动资本市场“惠港5条”落实落地，大力支持香港巩固提升国际金融中心地位，积极稳妥拓展与境外市场合作。

本月新增推荐：

1) 电子（半导体）、通信、计算机、传媒、机械设备、人形机器人：DeepSeek 带来的算力成本大幅下降，显著降低了我国的高端芯片焦虑，AI 应用有望加速来临，我国 TMT 行业有望迎来新发展。尽管面临局部的结构性高估值风险和短期择时风险，考虑到长期的发展空间以及中信 TMT 指数整体 PB 估值仍然适中，TMT 行业、机械设备、人形机器人值得持续关注。

2) 恒生科技指数（HSTECH.HI）涵盖了多个领域的龙头企业，不仅包括主要的互联网平台公司，还涵盖了金融科技、半导体、消费电子、人工智能、生物技术等多个行业。1月28日，市净率为1.26倍，处于历史相对低位水平，建议持续关注恒生科技ETF。

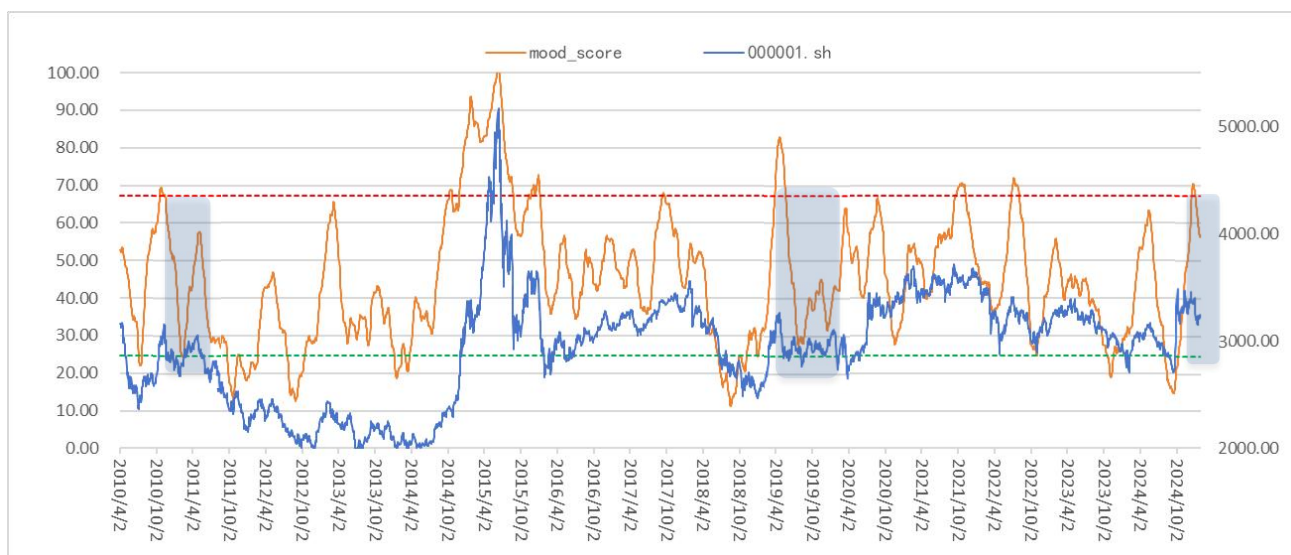
3) 黄金股ETF基金：与持续创出新高的金价相比，黄金股表现落后，其业绩的确定性或将吸引资本市场的关注。

4) 生物医药和电力设备：市场已对负面因子进行了充足定价，行业估值处于历史底部，后续行业有望出现边际改善，将带动估值修复，左侧逢低布局。

3.3 专题论述

1. 上证指数之情绪指数

图表 41 上证指数/情绪指数 (MOOD_SCORE) 回落至 2.2%分位 (2010 年 4 月以来数据)



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所 注：绿色虚线为 10%分位，红色虚线为 90%分位

2024年12月23日，情绪指数触及70.52后见顶回落，分位值为2010年4月以来93.7%历史高位。2025年1月27日，情绪指数读数为56.36，分位值76.7%。情绪指数回落周期，市场多以震荡整固为主。

2. 拥抱AI，迎接智能化时代

智能化时代已然来临，AI技术正以惊人的速度渗透到各行各业。从智能手机的语音助手，到金融领域的风险评估，AI的应用无处不在，彻底改变着我们的生活与工作方式。人形机器人成为行业焦点，其在工业制造、物流配送、家庭服务等领域前景广阔。与此同时，政策助力3C产品发展，1月20日起多地实施3C产品15%购新补贴政策，刺激消费，为相关企业带来机遇。

我们建议全面关注TMT行业——通信、电子、计算机、传媒、机械设备。TMT行业作为AI技术的主要应用和推动者，拥有巨大的发展空间；机械制造与人形机器人紧密相关，是机器人研发制造的关键支撑。

(1) AI，从算力瓶颈到算法的突破

华为轮值董事长徐直军在2024年华为全联接大会上发表《拥抱全面智能化时代》的主题演讲，阐述了AI新时代的到来，AI技术的持续进步正在推动各行各业智能化的不断深化。从商业应用角度看，从来没有一项技术进步像AI一样，在如此短的时间内产生如此大的影响。它已经渗透到我们生活的方方面面，从智能手机中的语音助手，到金融领域的风险评估，再到医疗行业的疾病诊断，AI的身影无处不在。

2024年11月23日，英伟达CEO黄仁勋被授予香港科技大学工程学荣誉博士学位，并发表演讲。他表示，“AI时代已经开启了一个全新的计算纪元，这一纪元将深刻影响各种行业和科学的每一个角落……AI正在以不可思议的规模帮助分析数据、加速模拟、实时控制实验，并构建预测模型，从而彻底改变了从药物研发到基因组学，再到气候科学等多个领域。”

全球新经济产业第三方数据挖掘和分析机构iiMedia Research（艾媒咨询）最新发布的《2024-2025年中国AI大模型市场现状及发展趋势研究报告》数据显示，2024年中国AI大模型市场规模约为294.16亿元，预计2026年将突破700亿元，中国AI大模型行业正处于爆发式发展阶段。

艾媒咨询分析师认为，AI大模型已初步具有算力高效利用能力、真实世界感知能力、自主学习能力以及创作能力等。中国大部分的国产AI大模型可在文本、图像等方面赋能，并广泛渗透到娱乐、电商、工作以及垂直领域等各类应用之中，为中国传统行业进行数字化赋能。

调研数据显示，中国用户对国产AI大模型的尝试意愿度较高，其中51.5%的用户每周使用4至5次；21.6%的用户每天多次使用。在用途方面，中国用户主要将AI大模型应用于工作和学习，分别占比53.9%和44.5%。艾媒咨询分析师认为，AI大模型可以整合和处理大量信息，减轻人工重复劳动的负担，成为用户提高工作效率的辅助工具。

然而，AI发展一直受限于算力瓶颈。全球AI算力的紧缺，尤其是制造端的产能瓶颈，使得英伟达的H系列显卡仅能由台积电代工，产能受限进一步加剧了算力的紧张局面。美国的芯片出口禁令日益严格，特别是在2023年下半年全面加强后，中国厂商采购数据中心级显卡的难度与日俱增。这种算力紧缺不仅导致算力价格高昂，还使得国内大模型厂商的售价无法覆盖训练和推理成本，甚至无法覆盖边际推理成本。

2024 年 12 月 26 日，杭州深度求索人工智能基础技术研究有限公司正式上线 DeepSeek-V3 首个版本并同步开源。2025 年 1 月 20 日，DeepSeek 正式发布 DeepSeek-R1 模型。同一时段内，亚马逊和微软也接入 DeepSeek-R1 模型。英伟达称，DeepSeek-R1 是最先进的大语言模型。

英文学术期刊《The Innovation（创新）》刊文称，DeepSeek-V3 和 R1 的发布吸引了全球的目光。它将训练成本大幅压缩至 GPT-4o 十分之一，而 API 价格更是仅为 GPT-4o 的百分之一。DeepSeek-V3 的预训练成本仅为 557.6 万美元，远低于 GPT-4 模型所需的数亿美元。大模型的推理成本呈现断崖式下降，DeepSeek 最新 API 定价已降至每百万 tokens 0.014 美元，仅为 GPT-4 定价的 1%。

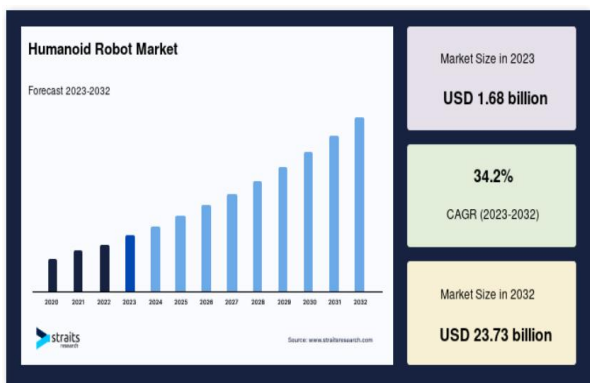
DeepSeek 通过技术创新，显著降低了训练成本和算力需求，打破了传统 AI 发展依赖高算力的模式，有望加速推进 AI 落地应用。目前，AI 技术在智能驾驶、具身智能、智能硬件、游戏、影视、营销、教育和医疗等场景中落地效果显著。其中，智能驾驶和具身智能行业对 AI 技术的需求最为紧密，而教育和医疗行业则在政策支持下积极拥抱 AI 技术。

多模态交互和 AI Agent（智能体）将成为未来 AI 产品的重要趋势。AI Agent，即人工智能代理或人工智能体，是一种融合了多种先进技术的智能系统。它以大语言模型（LLM）为核心驱动力，在此基础上集成了规划、记忆和工具使用的能力，能够自动化执行完成复杂任务的系统。AI Agent 具备自主性、交互性、反应性和主动性，能够感知环境、进行决策和执行动作。

（2）人形机器人

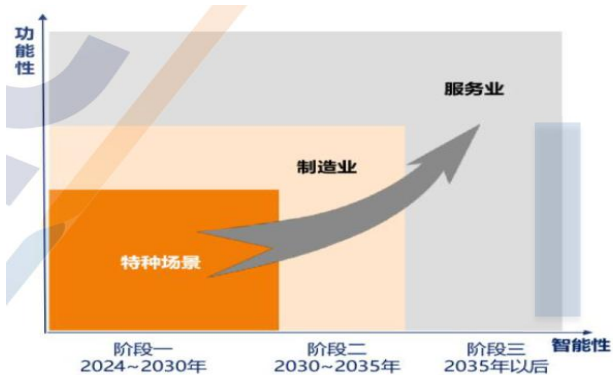
2024 年 12 月，黄仁勋在谈及人工智能的变革和展望指出，三种机器人有望实现大规模生产，而且几乎仅限于这三种，历史上出现过的其他类型的机器人都很难实现大规模量产。这三种机器人分别是：汽车，因为我们在过去 150 到 200 年间构建了一个适应汽车的世界；其次是无人机，因为天空几乎没有限制；当然，产量最大的将是人形机器人，因为我们为自己构建了一个世界。

图表 42 人形机器人市场规模预测



数据来源：Straits Research、金圆统一证券研究所

图表 43 人形机器人商业化落地的三个阶段



数据来源：中国信通院、金圆统一证券研究所

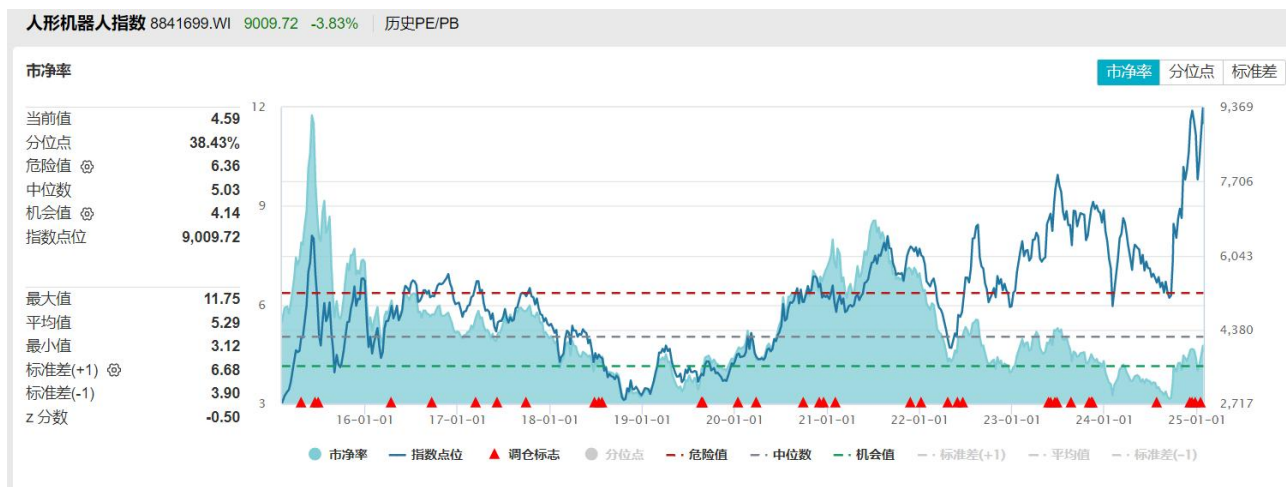
Straits Research 刊文指出，2023 年全球人形机器人市场规模为 16.8 亿美元，预计将从 2024 年的 22.5 亿美元增至 2032 年的 237.3 亿美元，预测期内（2024-2032 年）的复合年增长率为 34.2%。

中国信通院发布《人形机器人产业发展研究报告（2024年）》指出，人形机器人商业化落地，可考虑分三个阶段推动。第一阶段（2024-2030年），通过政策牵引，深入挖掘危险作业、极端环境等高价值场景，遴选一批可落地可推广的典型需求。政府搭桥，推动特种应用场景供需双方对接，定向开发一批产品并落地应用。第二阶段（2030-2035年），加快探索工业制造、物流等制造业相关的大规模应用场景，从“替代相对简单且重复性的劳动”开始，成熟一代应用一代，在迭代中加速技术成熟、降低单体成本、提升整体性能，逐步提高对制造业场景的渗透率。第三阶段（2035年后），加强人工智能与人形机器人的融合创新，实现更高水平的具身智能，并推动人形机器人进入医院、学校、商场、餐厅等服务业场景，最终走入千家万户。

机器人行业的技术核心在于机械、自动控制（自控）和信息通信技术（ICT）三大领域的深度融合。机械领域一直是机器人技术的核心支柱，其重点在于结构设计和力学原理的应用。自动控制技术为机器人提供了系统规划和运动控制的能力。ICT技术的崛起为机器人行业带来了智能化的飞跃。大模型和端到端算法的应用使得机器人能够更好地理解和适应环境，实现自主决策和学习。

1月27日，人形机器人指数（8841699.WI）市净率为4.59倍，过去10年历史分位值38.43%，处于历史相对低位水平。

图表 44 人形机器人指数市净率处于历史低位水平



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

（3）消费电子

消费刺激政策前置发力，并进一步扩大到手机、平板、智能手表等电子产品。

1月13日，商务部等4部门发布《关于做好2025年家电以旧换新工作的通知》，各地要统筹使用中央与地方资金，对个人消费者购买2级及以上能效或水效标准的冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水

器、家用灶具、吸油烟机、净水器、洗碗机、电饭煲、微波炉 12 类家电产品给予补贴。补贴标准为上述产品最终销售价格的 15%，对其中购买 1 级及以上能效或水效标准的产品，额外再给予产品最终销售价格 5% 的补贴。每位消费者每类产品可补贴 1 件（空调产品最高补贴 3 件），每件补贴不超过 2000 元。要一视同仁支持线上、线下经营主体，以及不同所有制、不同注册地、不同规模经营主体参与活动。

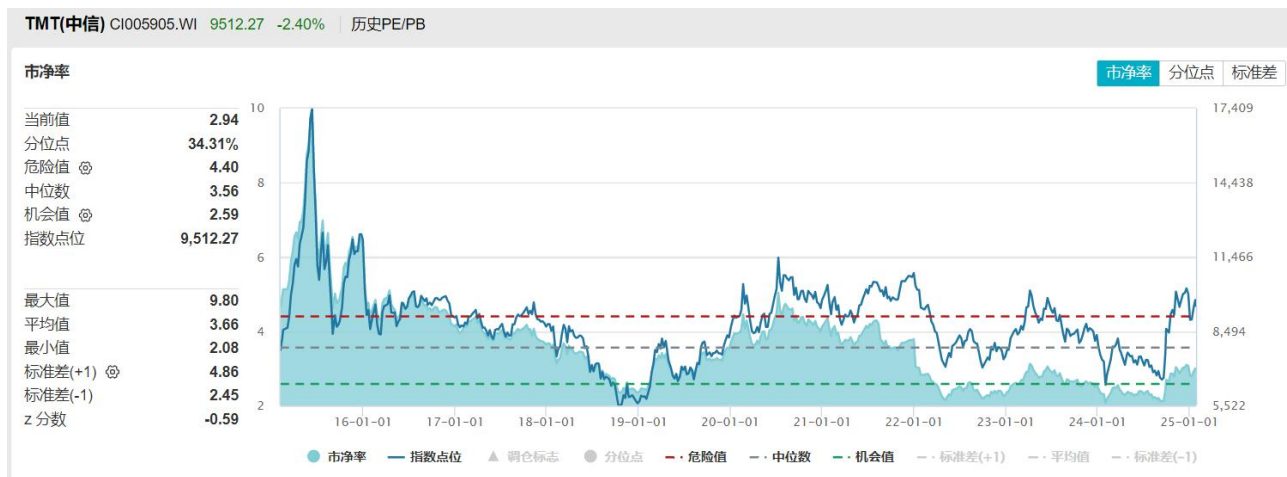
1 月 13 日，商务部等 5 部门印发《手机、平板、智能手表（手环）购新补贴实施方案》，个人消费者购买手机、平板、智能手表（手环）3 类数码产品（单件销售价格不超过 6000 元），可享受购新补贴。每人每类可补贴 1 件，每件补贴比例为减去生产、流通环节及移动运营商所有优惠后最终销售价格的 15%，每件最高不超过 500 元。

商务部表示，2024 年，全国汽车以旧换新超过 680 万辆，8 大类家电以旧换新产品销售超 6276 万台，家装厨卫“焕新”补贴产品约 6000 万件，电动自行车以旧换新超 138 万辆，合计带动相关产品的销售额超 1.3 万亿元，拉升了全年社零增速 1 个百分点。

1 月 24 日，商务部：2025 年将升级商品消费，稳住消费大盘，推动“人工智能+消费”，深入开展宣传解读，让“以旧换新”这一惠民政策家喻户晓、深入人心。商务部副部长盛秋平表示，近期，商务部会同相关部门陆续发布了各类政策文件，确保消费品以旧换新跨年度顺畅过渡、接续实施。截至 1 月 23 日 24 时，全国共收到 2025 年汽车以旧换新报废更新补贴申请 3.4 万份，84.4 万名消费者购买了 12 大类家电以旧换新产品 103.7 万台。手机等数码产品购新补贴首次纳入了中央资金补贴支持范围，1 月 20 日实施以来，已有 792 万名消费者申请了 1078.6 万件手机等数码产品购新补贴。

1 月 27 日，中信 TMT（指数代码 CI005905.WI）市净率为 2.94 倍，近 10 年历史分位值为 34.31%，处于相对低位水平。建议关注通信、电子、计算机、传媒。

图表 45 中信 TMT 行业市净率处于历史低位水平



资料来源：WIND、金圆统一证券研究所

风险提示：化债力度不及预期、科技创新不及预期、海外政治经济风险、国际贸易摩擦风险等。

分析师声明:

负责本报告全部或参与部分内容的分析师在此声明, 本人具有证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告; 本报告基于市场公开的合法合规信息进行撰写, 本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点; 本人薪酬的任何组成部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

特别声明:

法律许可的情况下, 金圆统一证券可能会持有或交易本报告中提及的标的证券, 也可能为标的证券提供股债融资、财务顾问、资产证券化和理财投顾服务。因此, 投资者应当考虑到金圆统一证券及/或相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突, 投资者请勿将本报告视为决策的唯一依据。

免责声明:

金圆统一证券有限公司(以下简称“金圆统一证券”或“本公司”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由金圆统一证券制作并发布。本报告仅供本公司及其客户使用。本公司不会因收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告是基于金圆统一证券认为可靠的已公开信息编制, 但金圆统一证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 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出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使金圆统一证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此金圆统一证券可不发出特别通知。

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, 也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人做出邀请。在法律允许的情况下, 金圆统一证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为金圆统一证券所有。未经金圆统一证券书面同意, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若金圆统一证券以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 金圆统一证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成金圆统一证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经金圆统一证券授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。金圆统一证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资评级声明:

分类	评级说明		
股票评级	自报告发布之日起6个月内, 相对所属板块指数涨幅	买入	股价相对强于基准 20%以上;
		增持	股价相对强于基准 10%-20%以上;
		持有	股价相对基准波动±10%以内;

		卖出	股价相对弱于基准 10%以上;
行业评级	自报告发布之日起 6 个月内, 相对沪深 300 指数涨幅	强于大市	相对强于基准 10%以上;
		中性	相对基准波动±10%以内;
		弱于大市	相对弱于基准 10%以上;

金圆统一证券营业网点

厦门地址: 厦门市思明区展鸿路 82 号国际金融中心大厦 10-11 楼

深圳地址: 深圳市南山区粤海街道高新区社区科苑南路 3099 号中国储能大厦 4801

上海地址: 上海市虹口区东大名路 501 号 45 层 01 单元

北京地址: 北京市朝阳区建国门外大街 8 号楼 15 层 1202 单元 15017 室