晨会纪要

第一创业证券研究所

分析师：刘笑瑜

证书编号：S1080525070001

电话：0755-23838239

邮箱：liuxiaoyu@fcsc.com

核心观点：

一、宏观经济组：

事件：

1 月 19 日 10 点国家统计局公布 2025 年经济数据。

解读：

2025 年 GDP 同比增长 5%，与 24 年持平。其中，四季度 GDP 同比增长 4.5%，与 Wind 的市场预期持平，较三季度回落 0.3 个百分点。而从季调后的环比看，四季度增长 1.2%，较二季度回升 0.1 个百分点，而去年同期为 1.6%，四季度 GDP 同比的回落受基数的影响较大。从价格指数看，2025 年 GDP 平减指数为-1%，较前三季度回升 0.1 个百分点。

从 12 月工业增加值看，同比增速为 5.2%，高于 4.9%的市场预期，较 11 月回升 0.4 个百分点，这主要是受到超预期外需的拉动。从累计增速看，2025 年同比增速为 5.9%，较前三季度回落 0.3 个百分点。

从固定资产投资数据看，2025 年同比增速为-3.8%，远低于 Wind 预期-2.4%，较 1-11 月回落 1.2 个百分点。其中，制造业为 0.6%，较 1-11 月回落 1.3 个百分点；基建投资（不含电力）为-2.2%，较 1-11 月回落 1.1 个百分点；而房地产为-17.2%，较 1-11 月回落 1.3 个百分点。

12 月社会消费品零售总额同比名义增长 0.9%，低于 Wind 预期 1.5%，较 11 月回落 0.4 个百分点；2025 年同比增速为 3.7%，较前三季度低 0.8 个百分点。从服务业生产指数看，12 月实际同比为 5%，较 11 月回升 0.8 个百分点；2025 年同比为 5.5%，较前三季度回落 0.4 个百分点。

12 月全国城镇调查失业率为 5.1%，低于 Wind 预期 5.2%，与 11 月持平。2025 年城镇居民人均可支配收入实际增长 4.2%，人均消费支出实际增长 3.7%，均低于同期 GDP 增速。消费受房地产的拖累仍较大，12 月国房景气指数为 91.5，较 11 月回落 0.4 个百分点，创出历史新低。

2025 年房屋新开工同比增速为-20.4%，较 1-11 月回升 0.1 个百分点；房屋施工面积同比增速为-10%，较 1-11 月回落 0.4 个百分点；竣工面积同比增速为-18.1%，较 1-11 月回落 0.1 个百分点；房屋销售面积同比增速为-8.7%，较 1-11 月回落 0.9 个百分点。

从房地产资金来源看，2025 年房地产开发资金来源同比增速为-13.4%，较 1-11 月回落 1.5 个百分点。其中，国内贷款同比增速为-7.3%，较 1-11 月大幅回落 4.8 个百分点；自筹资金来源同比增速为-12.2%，较 1-11 月回落 0.3 个百分点；其它资金来源（预付款）同比增速为-16.1%，较 1-11 月回落 1.5 百分点。

从房地产价格看，12 月 70 个大中城市新建商品住宅价格指数同比为-3%，较 11 月回落 0.2 个百分比；二手住宅价格指数同比为-6.1%，较 11 月回落 0.4 个百分比。就环比而言，70 个大中城市新建商品住宅价格指数环比为-0.4%，二手住宅价格指数环比为-0.7%，均与 11 月持平。

风险提示：

对上述事件发展趋势的点评，存在由于经济增长、行业竞争、销售不及预期等变化，而不如预期的可能。

二、产业综合组：

华微电子 688709.SH 公布了 2025 年度业绩预告，公司实现归属股东净利润 21,300.00 万元至 25,500.00 万元，同比增长 74.35%至 108.73%，实现扣除非经常损益后的净利润为 18,300.00 万元至 22,000 万元，同比增长 108.86%至 151.09%。总体看公司业绩持续高增长，但不如 iFind 统计的 3.1 亿元的一致预期。按预告业绩的中值看，四季度归属股东净利润为 1.57 亿元，同比增长 430%。由于公司的业绩增速相对前两年反转，而且公司的存货快速增长，因此我们预计军工行业的订单已经开始复苏，看好公司和军工行业业绩的持续复苏。

鼎龙股份 300054.SZ 公布了 2025 年度业绩预告，公司实现归属股东净利润 70,000 万元至 73,00 万元，同比增长 34.44%～40.20%，实现扣除非经常损益后的净利润为 66,100 万元至 69,100 万元，同比增长 41.00%～47.40%。根据公司披露的业绩增长主要原因在于半导体材料与显示材料业务的强劲增长形成有力支撑，而且公司的抛光垫产品用于存储芯片的数量占比较高，在存储芯片大幅涨价和长江存储、长鑫存储大扩产的趋势下，公司的业绩继续保持较快增长的概率较高。

风险提示：

对上述事件发展趋势的点评，存在由于经济增长、行业竞争、销售不及预期等变化，而不如预期的可能。

三、先进制造组：

甘肃公示了容量供需系数、厂用电率、可靠容量系数等容量补偿关键参数。具体看来，甘肃容量电费=申报容量*可靠容量补偿标准*容量供需系数，其中可靠容量申报标准为 330 元/（KW·年），申报容量=最大放电功率*可靠容量系数*（1-厂用电率）。根据公示，甘肃容量供需系数为 89.53%，储能可靠容量系数为 47.5%，厂用电率为 1.74%。即储能容量电价为 137.9 元/（KW·年）。按照 0.28 元/kWh 现货价差一冲一放，不考虑辅助服务收益，考虑 2h 系统 EPC 价格上升至 1 元/Wh、4h 储能 EPC 价格上升至 0.8 元/Wh。2h 储能全投资收益率为 8.8%；4h 储能全投资收益率达 8%，均优于预期。甘肃首次以完整、量化的方式公示储能容量补偿参数，显著降低了储能项目收益的不确定性。标志着我国储能商业模式由依赖价差套利向容量价值主导转型具备一定可行性。该机制具备较强可复制性，有望在西北、华北等新能源渗透较高省份加速推广，推动全国储能需求进入新一轮释放周期。

广期所发布通知称，经研究决定，自 2026 年 1 月 21 日结算时起，碳酸锂期货合约涨跌停板幅度调整为 11%，投机交易保证金标准调整为 13%，套期保值交易保证金标准调整为 12%。上述举措是一次针对碳酸锂高波动特征所

做的制度性再平衡。本次调整在放宽价格波动空间的同时同步抬升保证金水平，属于“释放价格发现功能但不放松风险约束”的结构性优化。放宽涨跌幅可促进价格发现机制；抬升保证金可控制杠杆，抑制非理性投机；区分投机与套保可强化服务实体经济导向。有助于提升碳酸锂期货市场的成熟度，对中长期市场健康运行偏正面。

风险提示：

对上述事件发展趋势的点评，存在由于经济增长、行业竞争、销售不及预期等变化，而不如预期的可能。

四、消费组：

陕西旅游是典型“景区+文旅”一体化龙头，核心资产高度聚焦于《长恨歌》实景演艺与华山西峰索道，两大单品贡献公司大部分收入，叠加演艺、索道毛利率显著偏高，造就了文旅板块里少见的高盈利能力与现金创造能力。2024 年在客流高景气下，公司收入与利润均实现较快增长，验证了核心 IP+头部景区资源的强定价与强吸客属性。但公司已给出 2025 年业绩回落指引，主要反映客流从高景气回归常态及极端天气扰动，短期业绩弹性偏下，估值与预期存在再平衡压力；中期建议重点跟踪核心产品景气是否稳定，以及泰山秀城等复制项目的放量节奏，以判断其作为区域文旅龙头的持续成长性。

风险提示：

对上述事件发展趋势的点评，存在由于经济增长、行业竞争、销售不及预期等变化，而不如预期的可能。

重要声明：

第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。 任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级：

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

联系方式：

公司总部	北京办事处
深圳市福田区福华一路115号投行大厦20楼 TEL:0755-23838888 FAX:0755-25831718 P.R.China:518048 www.firstcapital.com.cn	北京市西城区广宁伯街2号金泽大厦东区16层 TEL：010-63197788 FAX：010-63197777 P.R.China:100140