

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-05-27

宏观策略

2025 年 05 月 27 日

宏观量化经济指数周报 20250525: 存款“降息”或加剧银行负债端压力
若 MLF 连续加量投放, 对冲“负债荒”压力, 那么同业存单利率的上行空间或有限。

海外周报 20250525: 流动性与财政可持续性担忧推动 10 年期美债利率上破 4.5%

核心观点: 本周美日长债拍卖结果显示需求疲软, 对美债流动性和美国财政状况可持续性的担忧令市场一度遭遇“股债汇”三杀, 10 年期美债利率上至 4.51%, 美元指数再度下破 100, 美股大跌; 黄金在特朗普威胁对欧盟加征 50% 关税的推动下大涨 4.8%。在中美超预期的关税谈判结果出炉后, 本周海外分析师集体上修全年美国 GDP 增长预期, 下修 CPI 通胀预期, 但维持美联储 Q3 首次降息, 全年降息 2 次的预期不变。向前看, 特朗普《大美丽法案》本周已于众议院获得通过, 后续在参议院通过的阻力预计较小, 而法案中的减税与提高债务上限相关条款或进一步加剧市场对美国财政状况的担忧程度。 **风险提示:** 特朗普政策超预期; 美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控; 美联储维持高利率水平时间过长, 引发金融系统流动性危机。

晨会编辑 袁理

执业证书: S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

固收金工

固收周报 20250525: 关注存款利率下调后的大行同业存单配置价值

总的来看, 美联储目前处于“数据依赖模式”, 短期内 (6 月) 大概率按兵不动, 但若经济数据 (如就业、零售销售) 进一步疲软, 7-9 月可能成为降息起点。 **风险提示:** 外部政策冲击, 国内政策调整。

固收周报 20250525: 建议关注未上市泛科技转债标的

国内权益方面大盘红利前期利多出尽, 在周五午盘后出现明显回调, 同时小微盘题材高低切换加速, 波动较大, 体现在转债部分大盘、小盘跌幅大于中盘。我们认为银行系标的的下跌一方面由于前期累积涨幅较大, 股性有所增强, 另一方面一季度强调的稀缺性逻辑仍然成立, 目前排队的仅西安银行一家, 且 pb 远小于 1, 继续建议抢筹配置。另一方面, 目前权益市场主线尚不明朗, 泛科技题材高低切换频繁, 尚未发行标的中不乏质优的泛科技增量标的, 包括但不限于茂莱光学、可川科技神宇股份、美力科技等, 建议投资人择时于切换低位抢筹配售

固收点评 20250524: 绿色债券周度数据跟踪 (20250519-20250523)

本周 (20250519-20250523) 银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 13 只, 合计发行规模约 94.60 亿元, 较上周减少 8.53 亿元。绿色债券周成交额合计 550 亿元, 较上周增加 20 亿元。

固收点评 20250524: 二级资本债周度数据跟踪 (20250519-20250523)

本周 (20250519-20250523) 银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债 4 只, 发行规模为 560.00 亿元。二级资本债周成交量合计约 1945 亿元, 较上周减少 479 亿元。

行业

房地产行业跟踪周报：LPR 下调 10 基点，持续推进城市更新

周观点：5 月第 4 周新房成交环比上升、同比上升，二手房成交环比上升、同比上升。5 月 20 日，国家发改委固定资产投资司负责人赵成峰在新闻发布会上表示，下一步，国家发展改革委将按照党中央决策部署，结合职责分工，持续推进城市更新各项工作，推进投融资模式创新。住房城乡建设部副部长秦海翔在新闻发布会上表示，住房城乡建设部将加快推进新型城市基础设施建设，运用信息化、数字化手段，提升基础设施的智慧化水平，加快完善基础设施建设运维的长效管理制度，探索城市建设运营投融资新模式，不断提升城市基础设施建设和管理服务水平。5 月贷款市场报价利率（LPR）报价显示 5 年期以上 LPR 为 3.5%，上月为 3.6%。1 年期 LPR 为 3%，上月为 3.1%。投资建议：1）房地产开发：推荐华润置地、保利发展、滨江集团，建议关注绿城中国等；2）物业管理：推荐华润万象生活、绿城服务、保利物业、越秀服务；3）房地产经纪：推荐贝壳，建议关注我爱我家。风险提示：房地产调控政策放宽不及预期；行业下行持续，销售不及预期；行业信用风险持续蔓延，流动性恶化超预期。

商贸零售行业跟踪周报：4 月社零总额同比+5.1%维持高增，黄金珠宝增速亮眼

本周 5 月 19 日，国家统计局公布了社零数据。2025 年 4 月，我国社零总额为 3.72 万亿元，同比+5.1%（上月为+5.9%），保持较高增速；wind 一致预测为+5.5%，实际略低 0.4pct。投资建议：可选消费持续复苏，关注新消费领域投资机会：①美妆板块，推荐毛戈平，若羽臣，润本股份等。②宠物食品板块，推荐乖宝宠物。③内需消费板块，推荐永辉超市等。④餐饮板块，推荐蜜雪集团，建议关注古茗、小菜园等。

原油月报：美国关税政策缓和，EIA、IEA 上调 2025 年全球原油需求预期

【相关上市公司】推荐：中国海油/中国海洋石油（600938.SH/0883.HK）、中国石油/中国石油股份（601857.SH/0857.HK）、中国石化/中国石油化工股份（600028.SH/0386.HK）、中海油服（601808.SH）、海油工程（600583.SH）、海油发展（600968.SH）；建议关注：石化油服/中石化油服（600871.SH/1033.HK）、中油工程（600339.SH）、石化机械（000852.SZ）。

【风险提示】1）地缘政治因素对油价出现大幅度干扰。2）宏观经济增速严重下滑，导致需求端严重不振。3）新能源加大替代传统石油需求的风险。4）OPEC+联盟修改石油供应计划的风险。5）美国解除对伊朗制裁，伊朗原油快速回归市场的风险。6）美国对页岩油生产环保、融资等政策调整的风险。7）全球 2050 净零排放政策调整的风险。

燃气 II 行业跟踪周报：库存大幅增长美国气价回落，需求偏弱国内气价回落，库存偏低欧洲气价微增

投资建议：展望 2025 年，供给宽松，燃气公司成本优化；价格机制继续理顺、需求放量。需关注对美 LNG 加征关税后，新奥股份等具有美国气源的公司是否能够通过转售等方式消除关税影响。1）城燃降本促量、顺价持续推进。重点推荐：【新奥能源】（25 股息率 5.2%）2024 年不可测利润充分消化，私有化方案定价彰显估值回归空间；【华润燃气】【昆仑能源】（25 股息率 4.1%）【中国燃气】（25 股息率 7.0%）【蓝天燃气】（股息率

ttm8.9%); 建议关注:【深圳燃气】【佛燃能源】(25 股息率 5.1%)【港华智慧能源】。2) 海外气源释放, 关注具备优质长协资源、灵活调度、成本优势长期凸显的企业。重点推荐:【九丰能源】(25 股息率 4.9%)【新奥股份】(25 股息率 5.9%); 建议关注:【深圳燃气】【佛燃能源】3) 美气进口不确定性提升, 能源自主可控重要性突显。建议关注具备气源生产能力的【新天然气】【蓝焰控股】。(估值日期 2025/5/23)

客车 5 月月报: 4 月行业整体偏淡, 出口同比稳步提升

投资建议: 【宇通客车】是“三好学生典范”, 具备高成长+高分红属性。我们预计 2025~2027 年归母净利润为 46.3/55.5/67.5 亿元, 同比+12%/+20%/+22%。维持“买入”评级。【金龙汽车】或是“进步最快学生”, 困境反转利润弹性较大。我们预计 2025-2027 年归母净利润为 4.4/6.4/8.3 亿元, 同比+182%/+45%/+28%, 维持“买入”评级。风险提示: 全球地缘政治波动超预期, 国内经济复苏节奏进度低于预期。

电力设备行业跟踪周报: 人形机器人量产在即, 锂电需求略有好转

投资策略: 机器人: Tesla 明确年底数千台产量, 29 或者 30 年超 100 万台、musk 回归后量产在即, 初创公司密集发布产品更新, 科技公司和车企全面入局, 25 年国内外量产元年共振, 我们继续全面看好人形板块, 全面看好 T 链确定性供应商和头部人形核心供应链、看好总成、灵巧手、整机、以及丝杠、谐波、传感器、运控等核心环节。电动车: 4 月国内新能源汽车销 123 万辆, 同环比+44%/-1%, 车展新车发布后预计销量环比向上, 全年销量预计 25-30%增长; 4 月欧洲 9 国合计销量 21.4 万辆, 同环比+30%/-25%, 全年预计 20%增长; 美国对等关税已下降, 短期或引发美储抢装, 需求或好于此前悲观预期, 5 月排产已小幅恢复, 预计 6 月仍可以小幅向上, 强烈看好, 首推宁德、比亚迪、科达利、亿纬、裕能、富临、璞泰来、尚太、天奈、天赐等锂电龙头公司。储能: 欧洲、中东等新兴市场大储需求大爆发, 美国对等关税下降短期又或有抢装, 国内储能因政策调整将先抑后高质量发展; 欧洲户储去库完成, 出货恢复, 工商储需求开始爆发, 亚非拉等新兴市场光储平价需求持续; 我们预计全球储能装机 25-28 年的 CAGR 为 20-40%, 看好储能逆变器/PCS 龙头、大储集成和储能电池龙头。工控: 工控 25 年需求总体继续弱复苏, 锂电需求恢复、风电、机床等向好, 同时布局机器人第二增长曲线, 全面看好工控龙头。风电: 25 年国内海风 10GW+, 翻倍增长, Q2 是拐点, 欧洲海风进入持续景气周期, 继续全面看好海风, 陆风 100GW+, 同增 25%, 铸件等零部件涨价, 风机短期承压, 推荐海缆、海桩、铸件、叶片和整机龙头等。光伏: 国内 531 抢装尾声产业链价格新低附近企稳, 主链条压力明显, 或为供给侧改革的合适时机, 硅料有望再次成为主要抓手; 需求全球来看 25 年预计 10%增长, 国内小降, 欧洲分布式和新兴市场需求好, 看好受益的逆变器环节、然后看可能受益于供给侧改革的硅料、玻璃、电池和组件等。电网: 25 年电网投资确定增长, 海外 AI 数据中心旺盛需求持续, 国内 AI 数据中心新一轮基建, 继续推荐 AI 电气、出海、特高压、柔直等方向龙头公司。

建筑材料行业跟踪周报: 继续推荐消费建材

周观点: (1) 4 月统计局数据中家电、家具、装修材料零售额增速分处高中低速增长区间, 水泥、玻璃产量增速处于低速下降区间, 地产投资及新开工面积增速处于中速下降区间。新房的拖累之下, 产业链仍旧承压, 工程材料更甚。在以旧换新补贴和服务消费刺激政策的推动下, 我们期待

25 年 Q3 家装产业链也将接棒家电家居而明显受益。地产链出清已近尾声，供给格局大幅改善，25 年需求平稳且是长周期的拐点，企业增长预期较低，因此板块具备较高的胜率。首选低估值的消费龙头和扩张型公司，例如公牛集团、北新建材、伟星新材、欧派家居、兔宝宝、奥普科技、欧普照明、箭牌家居，关注三棵树等。其次，如果外部需求快速回落，中西部基建很有可能成为救急的方向，关注华新水泥、四川路桥、海螺水泥、中国交建、坚朗五金、东方雨虹等。另外，在经济前景稳定和流动性充裕的背景下，科技属性强的公司有较高关注度，例如上海港湾、鸿路钢构、萤石网络、公牛集团等。（2）中美持续脱钩的长期趋势下，经营美国市场的回报率下降和不确定性增加，非美国国家可能加强贸易联系，出海企业将转向拓展欧洲、中东、东南亚等其他市场。而且美元降息趋势下，非美国国家经济建设有望进入快车道。综合新兴国家收入占比以及本土化的能力和技术实力，推荐上海港湾、科达制造、中材国际、中国交建、米奥会展（与中小盘、社服共同覆盖）。风险提示：地产信用风险失控、政策定力超预期。

建筑装饰行业跟踪周报：基建投资保持平稳，关注水利、洁净室等专业工程领域

周观点：（1）前 4 个月基建投资累计同比增长 5.8%，增速保持平稳，结构上来看水利类等投资景气继续表现亮眼（水利管理业投资增长 30.7%，水上运输业投资增长 26.9%，航空运输业投资增长 13.9%），地产投资和开工端仍然承压。4 月建筑 PMI 环比有所回落，新订单指数环比继续回落，反应项目预期仍然偏弱，资金到位和财政政策发力的效果推动的实物量落地仍需重点关注。此前政治局会议指出要强化底线思维，充分备足预案，要加紧实施更加积极有为的宏观政策，根据形势变化及时推出增量储备政策，加强超常规逆周期调节，面对外部冲击影响，定调更加积极，展望二季度来看预计增量的财政政策支持 and 融资端的改善对投资端和实物量的效果将逐渐显现，同时扩内需预期增强，基建投资和重点区域建设有望政策加码。我们建议关注估值仍处历史低位、业绩稳健的基建龙头央企和地方国企估值持续修复机会，推荐中国交建、中国电建、中国中铁，建议关注中国核建、中国化学等。（2）出海方向：2025 年前 4 个月我国对外承包工程完成营业额 471.1 亿美元，同比增长 6.8%；新签合同额 765.9 亿美元，同比增长 22.4%；其中在共建“一带一路”国家新签合同额 645.4 亿美元，同比增长 17.4%；美国关税摩擦和全球贸易摩擦升级，后续外交博弈、贸易摩擦或加剧，一带一路战略推进或加码，预期未来中欧合作、东盟地区合作有望更加密切，基建合作仍是重要形式，海外工程需求景气度有望保持，海外工程业务有望受益，后续预计逐渐兑现到订单和业绩层面。建议关注国际工程板块，个股推荐中材国际、上海港湾，建议关注中工国际、北方国际、中钢国际等。（3）需求结构有亮点，新业务增量开拓下的投资机会：部分专业制造工程细分领域、节能降碳以及新能源相关的基建细分领域景气度较高，有相关转型布局的企业有望受益，建议关注鸿路钢构、华阳国际等；半导体洁净室景气度有望延续，关注亚翔集成、柏诚股份等。风险提示：地产信用风险失控、政策定力超预期、国企改革进展低于预期等。

医药生物行业跟踪周报：国产创新药闪耀 ASCO 国际舞台

具体配置建议：看好的子行业排序分别为：创新药>CXO>中药>医疗器械>药店>医药商业等。具体标的选择思路：从成长性角度选股，主要

集中创新药领域，推荐：百济神州、恒瑞医药、三生制药、百利天恒、科伦博泰、迪哲医药、海思科、科伦博泰、歌礼制药；建议关注：泽璟制药、康方生物、联邦制药等。从低估值角度选股，主要集中中药领域，重点推荐佐力药业、东阿阿胶、昆药集团、华润三九、方盛制药等。从高股息角度选股：主要集中中药领域，建议关注江中药业、羚锐制药、云南白药、济川药业、葵花药业等。从左侧角度选股，主要集中在原料药、部分 CXO、医疗器械，建议关注：诺泰生物、普洛药业、奥锐特、药明康德、联影医疗等。风险提示：药品或耗材降价超预期；医保政策风险等；产品销售及研发进度不及预期。

电子行业跟踪周报：谷歌 IO 大会&Computex 黄仁勋演讲，打开 AI 增长展望新思路-算力周报

谷歌 2025I/O 大会：模型、应用、硬件共振发展，推动云侧算力、端侧产品需求增长进入正循环； Computex2025: NVLink Fusion 构建 AI 算力新生态，RTX Pro 加速向企业级长尾市场转型。

公用事业行业跟踪周报：2025M1-4 月实现装机容量同比+15.9%、全社会用电量+3.1%

本周核心观点：1) 前 4 月全社会用电量同比+3.1%，需求偏弱。1~4 月，全社会用电量累计 31566 亿千瓦时，同比增长 3.1%，其中规模以上工业发电量为 29840 亿千瓦时。从分产业用电看，第一产业用电量 424 亿千瓦时，同比增长 10.0%；第二产业用电量 20497 亿千瓦时，同比增长 2.3%；第三产业用电量 5856 亿千瓦时，同比增长 6.0%；城乡居民生活用电量 4789 亿千瓦时，同比增长 2.5%。2) 前 4 月装机容量同比+15.9%，装机仍快速上涨，绝对量供给偏宽松。截至 4 月底，全国累计发电装机容量 34.9 亿千瓦，同比增长 15.9%。其中，太阳能发电装机容量 9.9 亿千瓦，同比增长 47.7%；风电装机容量 5.4 亿千瓦，同比增长 18.2%。风险提示：需求不及预期、电价煤价波动风险、流域来水不及预期等

汽车周观点：5 月第 3 周乘用车环比-14%，继续看好汽车板块

板块观点重申：继续坚定看好汽车！机器人/智能化/红利三条主线！本周市场对汽车核心关注？本周汽车领涨 A-H 股继续领涨市场，乘用车/零部件表现均不错，核心或是市场风险偏好上升机器人板块依旧高涨。乘用车板块焦点比亚迪开启新一轮降价/小鹏 Mona M03 Max 上市预热/小鹏&零跑一季报超预期，机器人板块焦点宇树&特斯拉/赛力斯机器人最新进展等 当前时点汽车板块如何配置？我们依然坚持看好 2025 年【AI 机器人+AI 智能化+红利&好格局】三条主线，5 月预计机器人主线弹性最大。【AI 机器人主线】零部件优选（拓普集团+均胜电子+精锻科技+中鼎股份+爱柯迪+瑞鹄模具等）。【AI 智能化主线】乘用车优选港股（小鹏汽车-W/理想汽车-W/小米集团-W）>A 股（赛力斯/上汽集团/比亚迪）；零部件优选（地平线机器人-W/德赛西威/伯特利/黑芝麻智能等）。【红利&好格局主线】客车（宇通客车）/重卡（中国重汽 A-H/潍柴动力）/零部件（福耀玻璃+星宇股份+新泉股份+继峰股份）。风险提示：贸易战升级进一步超出预期；全球经济复苏力度低于预期；L3-L4 智能化技术创新低于预期；全球新能源渗透率低于预期；地缘政治不确定性风险增大。

机械设备行业跟踪周报：持续推荐各个品类设备景气上行的工程机械

风险提示：下游固定资产投资不及市场预期；行业周期性波动风险；地缘政治及汇率风险。

非银金融行业跟踪周报：攻守兼备，看好保险/券商估值提升

行业排序及重点公司推荐：非银金融目前平均估值仍然较低，具有安全边际，攻守兼备。1) 保险行业受益于经济复苏、利率上行。储蓄类产品销售占比大幅提升，负债端预计持续改善，长期仍看好健康险和养老险发展空间。2) 证券行业转型有望带来新的业务增长点。受益于市场回暖、政策环境友好，券商经纪业务、投行业务、资本中介业务等均受益。行业推荐排序为保险>证券>其他多元金融，重点推荐新华保险、中国财险、中国人保、中国平安、中信证券、同花顺、九方智投控股等。风险提示：1) 宏观经济不及预期；2) 政策趋紧抑制行业创新；3) 市场竞争加剧风险。

有色金属行业跟踪周报：关税政策反复叠加美债拍卖遇冷，美国财政恶化驱使黄金价格再度走牛

铜：矿端事故再起，全球铜精矿供应偏紧趋势不变为铜价托底。截至5月23日，伦铜报收9,614美元/吨，周环比上涨1.76%；沪铜报收77,790元/吨，周环比下跌0.45%。供给端，截至5月23日，本周进口铜矿TC维持-43美元/吨，全球铜精矿供应偏紧趋势不变，但国内铜矿港口库存保持增长，国内冶炼厂短期内未受原料供给问题影响产量；本周紫金矿业旗下刚果(金)卡莫阿—卡库拉铜矿的卡库拉矿段接连发生多次矿震，受此影响该选矿厂将维持较低产能运行；需求方面，随着年初以来抢装潮结束，以及基建端的疲软，消费淡季或提前到来。本周关税政策再起反复，此前乐观情绪有所退散，我们预计在当下供需双弱的背景下，铜价维持区间震荡的概率较大。铝：几内亚铝土矿矿区停产致氧化铝价格大幅上行，原铝社库续降为价格托底。截至5月23日，本周LME铝报收2,466元/吨，较上周下跌0.62%；沪铝报收20,155元/吨，较上周上涨0.12%。供应端，广西、西川电解铝企业小幅复产，本周电解铝行业理论运行产能4386.50万吨，较上周增加2万吨；需求端，本周铝板带箔企业产能利用率环比提升0.05%，铝棒产能利用率环比提升0.05%，电解铝的理论需求有所提升。本周社会库存进一步续降至58.76万吨，环比下降5.13%，社库的持续降低为沪铝托底，但随着消费淡季的来临以及海外宏观情绪的回落，铝价上行空间有限；继上周五几内亚Axis Min é rales矿区被政府要求停产，本周该矿区已被规划为战略储备区，短期复产概率低，氧化铝价格受此影响大幅上行，预期短期3000元/吨将成为有效支撑。黄金：关税反复叠加美债拍卖遇冷，美国财政恶化驱使黄金价格再度走牛。截至5月23日，COMEX黄金收盘价为3357.70美元/盎司，周环比上涨4.75%；SHFE黄金收盘价为780.10元/克，周环比上涨3.76%。美国5月SPGI制造业与服务业PMI均录得超预期增长，其中新增订单增速同比大幅增长的同时，出口订单连续第二个月萎缩，价格收取分项指数初值创2023年4月份以来新高，关税对供给的影响正在逐步显现；此外，美国总统特朗普于本月23日威胁自6月1日起对欧盟商品直接征收50%关税，关税的反复进一步削弱市场偏好。5月16日，基于对美国债务水平的担忧，国际评级巨头穆迪宣布将美国主权信用评级从最高的Aaa下调至Aa1；此外5月21日，

煤炭开采行业跟踪周报：港口库存仍处高位，煤价触底震荡运行

估值与建议：仍旧关注保险资金增量；保费收入维持正增长，且向头部保险集中。固收类资产荒依旧，叠加红利资产已经高位，所以关注权益配置变化，预期更青睐于资源股。核心推荐动力煤弹性标的。弹性依次产

地自西向东标的，且低估值标的：广汇能源、昊华能源。 风险提示：下游需求不及预期；保供力度强于预期，煤价大幅下跌。

原油周报：受地缘因素影响，国际油价高位震荡

【相关上市公司】推荐：中国海油/中国海洋石油（600938.SH/0883.HK）、中国石油/中国石油股份（601857.SH/0857.HK）、中国石化/中国石油化工股份（600028.SH/0386.HK）、中海油服（601808.SH）、海油工程（600583.SH）、海油发展（600968.SH）；建议关注：石化油服/中石化油服（600871.SH/1033.HK）、中油工程（600339.SH）、石化机械（000852.SZ）。

【风险提示】1）地缘政治因素对油价出现大幅度的干扰。2）宏观经济增速严重下滑，导致需求端严重不振。3）新能源加大替代传统石油需求的风险。4）OPEC+联盟修改石油供应计划的风险。5）美国解除对伊朗制裁，伊朗原油快速回归市场的风险。6）美国对页岩油生产环保、融资等政策调整的风险。7）全球2050净零排放政策调整的风险。

大炼化周报：行业协同挺价，长丝价格上涨

【国内外重点炼化项目价差跟踪】国内重点大炼化项目本周价差为2699元/吨，环比+32元/吨（环比+1%）；国外重点大炼化项目本周价差为1078元/吨，环比-66元/吨（环比-6%）。【聚酯板块】本周POY/FDY/DTY行业均价分别为7050/7300/8200元/吨，环比分别+243/+314/+214元/吨，POY/FDY/DTY行业周均利润为88/-12/-12元/吨，环比分别+172/+219/+153元/吨，POY/FDY/DTY行业库存为11.3/18.4/25.4天，环比分别+2.4/+1.6/+1.4天，长丝开工率为90.2%，环比-1.1pct。下游方面，本周织机开工率为63.4%，环比+0.0pct，织造企业原料库存为12.2天，环比-1.9天，织造企业成品库存为23.5天，环比+0.5天。【炼油板块】国内成品油：本周汽油价格下跌，柴油/航煤价格上涨。美国成品油：本周美国汽油/柴油/航煤价格下跌。【化工板块】本周PX均价为833.9美元/吨，环比-16.4美元/吨，较原油价差为358.2美元/吨，环比-15.0美元/吨，PX开工率为76.5%，环比-1.5pct。【相关上市公司】民营大炼化&涤纶长丝：恒力石化、荣盛石化、东方盛虹、恒逸石化、桐昆股份、新凤鸣。

【风险提示】1）项目实施进度不及预期；2）宏观经济增速下滑，导致需求复苏弱于预期；3）地缘风险演化导致原材料价格波动；4）行业产能发生重大变化；5）统计口径及计算误差。

基础化工周报：焦煤、焦炭价格继续下跌

【聚氨酯板块】本周纯MDI/聚合MDI/TDI行业均价为17880/16230/12118元/吨，环比分别+260/-70/+400元/吨，纯MDI/聚合MDI/TDI行业毛利分别为4438/3859/1103元/吨，环比分别+158/-21/+644元/吨。【油煤气烯烃板块】①本周乙烷/丙烷/动力煤/石脑油均价分别为1382/4302/525/4089元/吨，环比分别+8/-211/-6/-46元/吨。②本周聚乙烯均价为7945元/吨，环比+48元/吨，乙烷裂解/CTO/石脑油裂解制聚乙烯理论利润分别为1181/1945/198元/吨，环比分别+23/+48/+74元/吨。③本周聚丙烯均价为7200元/吨，环比+0元/吨，PDH/CTO/石脑油裂解制聚丙烯理论利润分别为-98/1650/86元/吨，环比分别+184/+16/+42元/吨。【煤化工板块】本周合成氨/尿素/DMF/醋酸行业均价为2334/1875/4025/2431元/吨，环比分别-59/-31/-5/-4元/吨，合成氨/尿素/DMF/醋酸行业毛利分别为434/193/-264/100元/吨，环比分别-38/-21/+8/+71元/吨。【相关上市公司】化工白马：万华化学、宝丰能源、卫星化学、华鲁恒升。【风险提示】1）项目实施进度不及预期；2）宏观经济增速下滑，导致需求复苏弱于预期；

3) 地缘风险演化导致原材料价格波动; 4) 行业产能发生重大变化; 5) 统计口径及计算误差。

金融产品跟踪周报: 权益 ETF 系列: 震荡调整, 关注医药、汽车及红利板块的相对机会。

A 股市场行情展望: (2025.5.26-2025.5.30) 观点: 震荡调整, 关注医药、汽车及红利板块的相对机会。 五月初的时候, 我们根据模型的结果预测过五月万得全 A 指数可能会形成一个倒 V 型的走势, 即先上涨后调整, 空间节点为 4 月 2 日收盘价附近, 时间节点为五月中旬左右。 现阶段万得全 A 指数正在逐渐走向倒 V 型的后半段, 日频模型本周仍然持续发出负向信号。因此绝对收益投资建议近期谨慎配置。 而相对收益的结构上, 可以关注医药、汽车和红利板块的相对收益机会。其中医药和汽车板块资金的认可度较高(需要注意的是, 部分资金出现获利了结的状况, 此阶段更偏向于持有状态)。而红利板块, 如果后续市场进入震荡调整阶段, 仍然是确定性相对较高的板块(港股的红利板块表现优于 A 股的红利, A 股红利的振幅可能会相对更大)。 此外, 由于黄金价格近期有反弹的迹象, 黄金股也可以考虑多加关注。 港股依旧维持此前的判断, 整体节奏上会和 A 股保持相对一致, 但在筹码结构上相对健康, 因此港股面临的抛压会比 A 股小, 同等情况下, 港股的整体表现可能会比 A 股更为优秀。 基金配置建议: 根据我们上述行情研判, 我们认为后续市场可能会呈现震荡调整的行情, 医药板块、汽车板块以及部分红利板块的表现可能会相对较好。黄金股方向也可能有所表现。 因此从基金配置的角度, 我们建议进行相对均衡防守型的 ETF 配置。 风险提示: 1) 模型基于历史数据测算, 未来存在失效风险; 2) 宏观经济不及预期; 3) 发生重大预期外的宏观事件。

工程机械海外产能布局专题 海外产能完善降低关税风险, “一带一路”打造核心朋友圈

风险提示: 行业周期波动, 基建及地产项目落地不及预期, 政策不及预期, 地缘政治加剧风险。

重卡行业 4 月跟踪月报: 内销同比转正, 看好内销景气度持续上行

投资建议: 看好国四政策刺激下全年板块行情。推荐【中国重汽 A/H】+【潍柴动力】, 重视【一汽解放+福田汽车】业绩改善弹性。 风险提示: 国内重卡行业复苏不及预期, 天然气价格上涨超出预期。

推荐个股及其他点评

联想集团 (00992.HK): FY2025 业绩点评: 三大业务全面增长, 有望持续受益于 AI 发展

投资要点 事件: 公司发布 24/25 财年业绩, 24/25 财年公司实现营收 690.8 亿美元, 同比+21.4%; 归母净利润 13.8 亿美元, 同比+37.0%; 第四财季公司实现营收 169.8 亿美元, 同比+22.5%, 环比-9.6%; 归母净利润 0.9 亿美元, 同比-63.7%, 环比-87.0%; 非香港财务报告准则归母净利润 2.8 亿美元, 同比+24.7%, 环比-35.3%。归母净利润下滑主要系非现金认股权证公允价值亏损所致。 IDG: PC 地位稳固, AIPC 持续渗透。第四财季智能设备业务实现营业收入 118.1 亿美元, 同比+12.9%, 环比-14.3%; 经营利润率同比-0.6pct 至 6.8%。第四财季手机出货量同比+6%, 亚太/欧洲-中东-非洲区分别实现 179%/32%的增速, 海外市占率提升至第四位; 平板出货量同比+18%。PC 市占率达 23.8%领先优势扩大。AIPC 在中国

市场笔记本总销量中占比 16%，超额完成目标。公司预计至 2025 年 AIPC 渗透率将达 25% 左右，2027 年将达 80% 左右。公司持续推进“个人智能双胞胎”，未来将推出更多搭载“天禧”个人超级智能体的终端产品，AIPC 侧竞争力可进一步提升。ISG：连续双季度盈利，CSP 业务增长强劲。第四财季基础设施方案业务实现营业收入 41.2 亿美元，同比+62.6%，环比+4.6%；经营利润率同比+4.0pct 至 0.1%，连续两季度盈利。受服务器订单增加和企业业务复苏驱动，全年 CSP 业务/企业基础设施营收同比+92%/+20%。海神液冷解决方案全年收入同比+68%，第四财季同比+244%加速增长。公司已发布新一代 ThinkSystem V4 服务器、ThinkEdge SE100 AI 推理服务器、第六代 Neptune 海神液冷技术及全新的数据存储解决方案，ISG 业绩有望持续增长。SSG：经营利润率提升，混合云服务订单高增。第四财季方案服务业务实现营业收入 21.5 亿美元，同比+18.1%，环比-4.7%；经营利润率同比+1.2pct 至 22.7%。第四财季解决方案和“即服务”业务收入占比同比+4pct 至 60%，业绩可持续性提升。SSG 混合云服务全年订单同比+82%，其中 GPU 即服务增长高达 13 倍。公司加速推进生成式 AI 应用，推出 AI 智能体平台、AI 一体机等新品组合，携手 Databricks 等合作伙伴完善企业级 AI 应用，有望在 AI 普及过程中收获

帝科股份 (300842)：帝科股份：拟收购浙江索特 60% 股权，强化产业地位+丰富专利布局

盈利预测与投资评级：维持预计公司 25-27 年归母净利 3.9/5.2/6.7 亿，同增 9%/33%/28%；给予 25 年 20X，对应目标价 55.4 元，维持“买入”评级。风险提示：原材料上涨超预期、需求增长不及预期、竞争加剧等。

名创优品 (09896.HK)：2025Q1 业绩点评：国内门店结构调优，海外直营淡季&开店费用前置拖累利润率

业绩简评：2025Q1，公司实现收入 44.27 亿元，同比+18.89%；略高于公司指引；归母净利润为 4.16 亿元，同比-28.9%，主要因收购永辉相关融资的短期费用上升。更能反映经营情况、剔除永辉影响后的经调整净利润为 5.87 亿元，同比-4.8%。盈利预测与投资评级：公司是线下品牌连锁零售龙头，未来海外扩张+国内下沉仍有广阔成长空间。考虑利润率短期波动和购买永辉超市股权的交易产生的相关资金成本，我们将公司 2025~2027 年 Non-IFRS 归母净利润从 31.5/35.7/39.8 亿元，调整至 29.2/33.8/37.1 亿元，同比+7.3%/+15.7%/+9.9%，对应 5 月 26 日港股开盘价为 14/12/11 倍 P/E，考虑公司股价已有回调、估值较低，维持“买入”评级。

百润股份 (002568)：积极拥抱新渠道，关注新品节奏

展望全年，预调酒业务方面，将继续打造 358 度产品矩阵，强爽维持势能、微醺/清爽实现有策略的放量，同时预计开发 8~20 度新品满足强酒感度客户需求，预计亦有望带来一定增量贡献，全年目标力争实现正增长；威士忌业务方面，25 年 3 月推出“百利得”单一调和威士忌 22 和 66，预计 Q2 开始“崂州”单一麦芽威士忌系列逐步发货，当前威士忌招商进展顺利，锚定全年目标奋进。我们维持 2025-2027 年营收为 35、40、47 亿元，同比+15%、+14%、+18%，归母净利润为 8.1、9.7、11.8 亿元，同比+12%、+20%、+22%，对应 PE 为 34、28、23 倍，维持“买入”评级。

BOSS 直聘 (BZ)：2025Q1 业绩点评：业绩好于预期，招聘需求继续回

暖

我们继续看好公司在在线招聘领域的竞争优势，同时积极布局 AI 业务有望打开业务长期想象空间，维持公司 2025-2027 年 Non-GAAP 净利润预测 33/41/48 亿元，对应 PE 为 17/14/12x，我们看好公司长期发展，维持“买入”评级。

百度集团-SW (09888.HK): 2025Q1 业绩点评: 短期 AI 改造生态影响广告收入，云业务趋势向好

我们看好 AI 给公司云业务带来新的发展机遇，但考虑到搜索业务竞争不确定性，我们将公司 2025-2027 年 nongAAP 净利润预测从 254/273/288 亿元下调至 230/244/264 亿元，对应 2025 年 Non-GAAP PE 为 9 倍，公司 AI 业务进展较好，且持续回购体现注重股东回报，维持“买入”评级。

同程旅行 (00780.HK): 2025Q1 业绩公告点评: 核心业务高速增长，利润率显著提升

盈利预测与投资评级: 同程旅行积极运营微信流量实现加速成长，国内出行维持高景气，跨境旅游逐渐恢复，公司收紧用户补贴保证利润水平。由于收购万达酒管公司，我们上调盈利预测，预期 2025-2027 年归母净利润分别为 25.0/30.1/35.2 亿元 (前值为 24.3/29.0/33.9 亿元)，对应 PE 估值为 18/15/13 倍。预计 2025 年经调整净利润为 35.0 亿元，对应 PE 为 13 倍，维持“增持”评级。风险提示: 出行消费习惯变化，行业竞争加剧等。

广州酒家 (603043): 餐饮+食品双轮驱动，立足华南辐射全国

深耕“餐饮+食品”两大核心领域，坚持工艺创新，优化产品矩阵。线下布局多点开花，电商合作稳步推进。立足华南，辐射全国。

小米集团-W (01810.HK): 发布 YU7 及玄戒芯片等新品，继续看好“人车家”全生态齐头并进

投资要点 事件: 公司召开“小米 15 周年战略新品发布会”，发布玄戒 O1、T1 芯片、YU7 SUV、15S Pro 手机、7 Ultra 平板及各科技家电等多款新品。小米 YU7 亮相，性能、续航及智驾硬件实力强劲。YU7 定位中大型豪华高性能 SUV，预计将于 2025M7 上市。YU7 全系标配小米天幕屏，通过全景曲面投影技术实现 1.1m 全景显示；性能方面，最大马力达 690 PS，零百加速 3.2 秒，最高时速 253km/h；续航方面，标准版续航 835km 为中大型纯电 SUV 第一；智驾方面，YU7 全系标配 700 TOPS 英伟达 Thor 芯片及激光雷达。截至 2025M5，SU7 累计交付量超 25.8 万台，2025M4 交付超 2.8 万台，为 20 万+价位销量第一。在 YU7 扩充汽车产品序列，且二期产能陆续落地后，汽车业务有望开启新的产品增长曲线。玄戒芯片落地，软硬一体打开产品力天花板。公司自研手机 SoC 玄戒 O1 将首发搭载于 15S Pro 手机及 7 Ultra 平板。公司成为继苹果、高通和联发科后，全球第四家自研设计 3nm 制程手机 SoC 的企业。玄戒 O1 采用第二代 3nm 制程，集成 190 亿个晶体管，大核主频达 3.9GHz；同时公司发布集成了自研 4G 基带的玄戒 T1 芯片，首发搭载于 Watch S4 15 周年纪念版。目前公司芯片研发团队超 2500 人，累计研发投入超 135 亿元，规模及投入位居行业前三，公司指引 25 年芯片投入超 60 亿，26-30 年核心技术研发投入 2000 亿。继自研操作系统后，公司在芯片领域的突破有望进一步打开产品力天花板。人车家齐头并进，高端化新零售驱动增长。24 年手机总出货量同比+15.7%至 168.5 百万台，在全球 56/69 个国家&地区出货量排名前三/前五，全球/大陆市占率同比增加 1.0pct/3.0pct 至 13.8%/15.8%。近年来公司通过自建产能、自研芯片操作系统、扩汽车

及 IoT 科技品类提升品牌形象，高端化战略稳步推进，24 年国内高端智能机出货量占比同比+3.0pct 至 23.3%；Q4 总体 ASP 同比+10.1%至 1202 元。新零售拓至海外，24 年国内线下渠道出货量市占率同比+1.9pct 至 10.3%，公司指引未来五年新增境外小米之家约一万家，再提增长动能。

海底捞 (06862.HK): 稳中求进，积极进取

多维度优化经营模式，门店运营稳健发展。质量为先，稳步推进加盟布局。“红石榴”计划成效兑现，创新孵化效果佳。

满帮集团 (YMM): 2025Q1 业绩点评: 业绩超预期，科技方向布局加码

我们看好公司在货主/司机端的份额进一步提升，带动收入高增，同时考虑到公司投资力度增加，我们维持公司 2025-2027 年 Non-GAAP 归母净利润预测 54/70/89 亿元，对应 PE 分别为 16/12/9 倍，公司注重股东回报，维持“买入”评级。

携程集团-S (09961.HK): 2025Q1 业绩点评: 利润好于预期，继续看好国际业务增长

考虑到海外业务增长对公司短期利润率的影响以及应占联营企业净收益变动对利润的影响，我们将 2025-2027 年公司经调整净利润从 183/200/220 亿元调整为 176/197/220 亿元，对应 PE 为 18/16/15 倍，我们继续看好公司海外业务成长，维持“买入”评级。

老白干酒 (600559): 秉节持重，厚积薄发

事件：公司近日召开 2024 年度股东大会，会上管理层就自身经营规划及行业趋势判断做沟通分享。盈利预测与投资评级：伴随白酒消费环境变化，公司收入增长阶段性承压，但降本控费推动净利率仍有望保持改善，我们更新 2025~2026 年归母净利润预测为 8.8、10.0 亿元（前值 9.5、11.4 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 11.8 亿元，当前市值对应 2025~2027 年 PE 为 18、16、13X，维持“买入”评级。风险提示：省内消费升级不及预期、省外竞争加剧、食品安全问题。

海亮股份 (002203): 全球规模最大铜管龙头，强大保供能力辐射全球供应链体系

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2025-2027 年公司 EPS 分别为 0.65、0.71、0.83 元/股，对应 PE 分别为 16/14/12 倍。对应具体可比公司上，2025 年可比公司平均 PE 为 15.3 倍，我们预计公司 PE 为 15.6 倍，基于公司作为全球铜管规模最大企业以及铜箔唯一出海企业，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：市场竞争格局加剧，吨毛利下行；下游需求不及预期；地缘政治风险。

恒玄科技 (688608): 平台型 SoC 芯片龙头，AI 眼镜再探可穿戴市场新机遇

把握 AIoT 浪潮，恒玄科技引领智能音视频 SoC 芯片创新。恒玄科技专注于低功耗无线智能主控平台的研发与销售，产品覆盖 TWS 耳机、智能手表、智能家居等 AIoT 核心终端，客户涵盖小米、OPPO、华为、三星等全球主流品牌。公司产品矩阵持续升级，BES2800 系列实现 6nm FinFET 工艺量产，推动智能终端高性能、低功耗协同发展。2024 年公司营收与净利润双创历史新高，显现强劲成长动能。TWS 智能化趋势驱动换机潮，公司有望分层挑战高通生态壁垒。随着 AI 耳机功能不断拓展，TWS 市场迎来智能化升级新周期。公司通过 BES2800 等旗舰芯片布局智能音频赛道，支持通话降噪、空间音效、智能语音助手等核心功能，在安卓品牌中渗透率持续提升。凭借对中低端市场的深入覆盖与产品性能优势，公

司在多个价位段形成对高通的有效替代。同时，通过制程升级与产品线多元布局，有望持续巩固 TWS 主控 SoC 龙头地位。手表手环打开第二增长曲线，公司份额快速提升。公司积极拓展手表手环市场，2024 年该业务营收同比增长 116%，出货量超 4000 万颗，成为营收增长新引擎。BES2800 芯片已导入 OPPO Watch X2 等旗舰产品，凭借多核低功耗 CPU/GPU 与集成 Wi-Fi、蓝牙等通信模块，赋能智能手表向高阶功能升级，持续强化公司在可穿戴市场的产品壁垒与客户粘性。AI 眼镜开启“低功耗+本地算力”竞争新赛道。面对 AI 眼镜对功耗与算力的双重挑战，公司自研 SoC 芯片集成低功耗显示、图像传感与多协议通信技术，并配合 LPDDR、MIPI PHY 等高速接口，有效支持 AI 算力本地部署。BES2700 已导入 AI 眼镜客户项目，结合公司在小米、OPPO 等客户体系中的既有基础，预计未来有望实现穿戴设备芯片平台化突破。

迪威尔（688377）：油气设备专用件领先供应商，有望受益深海+非常规油气开采

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 1.4/2.1/2.6 亿元，当前市值对应 PE 分别为 27/18/14 倍。公司深耕行业多年，后续随规模效应释放、高端产品国产替代推进，业绩有望持续增长，首次覆盖给予“增持”评级。风险提示：市场竞争加剧风险，主要原材料价格波动风险，汇率变动风险，宏观环境风险

宏观策略

宏观量化经济指数周报 20250525: 存款“降息”或加剧银行负债端压力

观点 周度 ECI 指数: 从周度数据来看, 截至 2025 年 5 月 25 日, 本周 ECI 供给指数为 50.23%, 较上周回落 0.01 个百分点; ECI 需求指数为 49.92%, 较上周回升 0.01 个百分点。从分项来看, ECI 投资指数为 49.96%, 较上周回升 0.01 个百分点; ECI 消费指数为 49.74%, 较上周环比持平; ECI 出口指数为 50.20%, 较上周回升 0.04 个百分点。月度 ECI 指数: 从 5 月前四周的高频数据来看, ECI 供给指数为 50.24%, 较 4 月回落 0.11 个百分点; ECI 需求指数为 49.92%, 较 4 月环比持平。从分项来看, ECI 投资指数为 49.97%, 较 4 月回升 0.03 个百分点; ECI 消费指数为 49.74%, 较 4 月回升 0.02 个百分点; ECI 出口指数为 50.20%, 较 4 月回落 0.06 个百分点。从 ECI 指数来看, 尽管中美贸易谈判取得了超预期的进展, 但对等关税还是对 5 月份工业生产造成了明显扰动, 而从对出口的影响来看, 5 月份出口景气度较 4 月份有所回落但仍保持着较强韧性, “抢出口”和“抢转口”或对二季度出口增速形成一定支撑。工业生产方面, 受前期对等关税落地后出口订单减少的影响, 多个主要行业开工率较 4 月有所回落, 从出口交货值的角度来看, 4 月份规上工业企业出口交货值同比增速仅录得 0.9%, 一定程度上也指向出口企业对于扩张生产的意愿较低; 地产方面, 5 月份 30 大中城市商品房销售面积有所回暖, 截止 5 月 24 日同比增速录得 -2.8%, 较 4 月份的 -12.1% 明显收窄, 往后看, 5 月份的降息将进一步降低购房者的成本, 地产销售有望再度企稳回升。ELI 指数: 截至 2025 年 5 月 25 日, 本周 ELI 指数为 -0.90%, 较上周回升 0.06 个百分点。存款“降息”或加剧银行“负债荒”。截至 5 月 20 日, 7 日“一行一局一会”新闻发布会上部署的“降息”全部落地, 在 7 天期逆回购操作利率调降 10bps 的带动下, 本月 LPR 报价等幅度下调 10bps, 并传导至银行存款挂牌利率下调。本轮“降息”更加侧重“稳息差”, 相比贷款利率, 存款挂牌利率调降幅度更高, 1 年期定存利率下降 15bps 至 0.95%, 3 年期和 5 年期定存利率分别下调 25bps 至 1.25% 和 1.30%, 存款“降息”或继续推动存款“搬家”至资管产品, 而在贷款要合理增长的背景下, 存款“搬家”或推动银行体系负债端压力上升, 一季度曾经出现过的“负债荒”风险或重现: (1) 从“价”上看, 同业存单到期收益率反应迅速, 5 月 20 日后同业存单利率开启上行, AAA 级 1 年期同业存单到期收益率从 1.67% 抬升至 1.6950%, 而同期 DR007 则从 1.60% 下降至 1.5860%, 资金面均衡宽松的态势下同业存单利率反而上行, 显示资金市场预期存款“降息”或导致银行在“负债荒”压力下加大同业存单发行量; (2) 从“量”上看, 6 月份同业存单到期规模较高, 根据 Wind 统计, 6 月份将有 4.14 万亿同业存单到期, 单月到期规模处于近两年来最高, 若 5 月至 6 月贷款投放景气度回升, 同业存单市场将既有较高的到期续发压力, 亦有净融资风险, 或进一步加剧银行体系“负债荒”, 资金面供需和资金利率预期均有重现 3 月份较高波动的风险。从资金需求传导至货币政策操作看, 5 月 15 日“降准”释放约 1 万亿基础货币, 对于稳定银行负债有积极作用, 同时 5 月 23 日央行开展 5000 亿元 MLF 操作, 本月净投放 3750 亿元, 为连续第三个月加量续作, 且 MLF 中标利率水平或继续贴近同业存单融资利率, 预计银行体系“负债荒”或推升 MLF 投标需求, 若 MLF 连续加量投放, 对冲“负债荒”压力, 那么同业存单利率的上

行空间或有限。 风险提示：短期出现“抢出口”现象；政策出台力度低于市场预期；房地产改善的持续性待观察。

(证券分析师：芦哲 证券分析师：李昌萌 证券分析师：王洋)

海外周报 20250525：流动性与财政可持续性担忧推动 10 年期美债利率上破 4.5%

核心观点：本周美日长债拍卖结果显示需求疲软，对美债流动性和美国财政状况可持续性的担忧令市场一度遭遇“股债汇”三杀，10 年期美债利率上至 4.51%，美元指数再度下破 100，美股大跌；黄金在特朗普威胁对欧盟加征 50%关税的推动下大涨 4.8%。在中美超预期的关税谈判结果出炉后，本周海外分析师集体上修全年美国 GDP 增长预期，下修 CPI 通胀预期，但维持美联储 Q3 首次降息，全年降息 2 次的预期不变。向前看，特朗普《大美丽法案》本周已于众议院获得通过，后续在参议院通过的阻力预计较小，而法案中的减税与提高债务上限相关条款或进一步加剧市场对美国财政状况的担忧程度。 大类资产：美日长债拍卖结果显示需求疲软，特朗普减税法案在众议院通过，美股大跌，美债利率上行，黄金大涨。本周美国与日本 20 年期国债拍卖结果均显示市场需求整体疲软，长债利率再度走高。加之上周五穆迪下调美国主权信用评级与本周特朗普减税法案在众议院通过，对美债流动性和美国财政状况可持续性的担忧令市场一度遭遇“股债汇”三杀。整体来看，全周（5 月 19 日至 23 日）10 年期美债利率升 3.4bps 至 4.511%，2 年期美债利率降 0.83bps 至 3.991%，美元指数跌 1.96%再度下至 99.1；标普 500、纳斯达克指数分别收跌 2.61%、2.47%；此外周五特朗普宣布建议从 6 月 1 日起对欧盟加征 50%关税的消息令市场避险情绪再度升温，黄金价格在经历前几周的回调后再度大幅上行至 3357 美元/盎司，全周收涨 4.8%。 海外经济：中美关税协定后，分析师和美联储模型上调 25Q2 美国 GDP 增长预期。景气指标方面，美国 4 月咨商会经济领先指标环比-1%，预期-0.9%，前值-0.7%，成分指标中消费者预期、标普 500 指数、PMI 新订单指数等是主要拖累。美国 5 月标普全球制造业 PMI 初值 52.3，预期 49.9，前值 50.2；服务业 PMI 录得 52.3，预期 51，前值 50.8。增长方面，分析师小幅上修今年美国增长预期。①模型：截至 5 月 16 日，亚特兰大联储 GDPNow 模型对 25Q2 美国 GDP 最新预测值为+2.4%；截至 5 月 23 日，纽约联储 Nowcast 模型对 25Q2 美国 GDP 预测值为+2.43%。②分析师：根据彭博在 5 月 16-21 日对 86 名分析师的调查问卷，当前分析师一致预期 25Q2-25Q4 美国 GDP 季环比年率增速分别为 1.3→0.8→1.3%，均较上月预测值小幅上修；预期未来 1 年美国陷入衰退概率 40%，较前值 45%小幅下修。通胀方面，分析师小幅下修未来几个季度通胀预期。①分析师：最新分析师一致预期 25Q2-26Q1 美国 CPI 同比增速分别为 2.6→3.2→3.4→3.1%，PCE 同比增速分别为 2.5→3.0→3.1→2.9%，其中，对 25Q2-25Q4 的 CPI 和 PCE 预测值下修 0.1%-0.3%不等。②交易员：最新通胀掉期显示，交易员预期 5-6 月 CPI 同比分别为+2.48%、+2.92%，即预期通胀从 5 月开始将加速反弹。货币政策方面，分析师维持首次降息在 2025Q3 的预测。①模型：参考分析师对失业率与通胀率的最新预测，我们的泰勒规则指引 25Q2-25Q4 美联储政策利率上限分别为 4.18→4.68→4.71%。②分析师：最新分析师一致预期 25Q2-25Q4 美联储政策利率上限分别为 4.50→4.25→4.00%，即预期下一次降息在 25Q3。从分布来看，预测 25Q2 降息 0 次、1 次的分数分别为 64、5 人。③交易员：最新联邦基金期货模型显示，交易员预期 2025 年 6 月降息概率为 72.6%，到 12 月累计降息 1.92 次

/48bps，与分析师对年内降息节奏和幅度基本一致。海外政治：《大美丽法案》艰难闯关，后续“颠簸”相对趋缓。经过数周的内部冲突与特朗普的干预，众议院以 215 票赞成对 214 票反对的微弱优势通过《大美丽法案》（The One Big Beautiful Bill）。目前，该法案已被提交至参议院。据 Politico 的报道，在法案表决的最后时刻，议员们要求将医疗补助工作要求的开始日期从 2029 年 1 月 1 日提前到 2026 年 12 月 31 日，并将州和地方税收抵免上限提高至每户 4 万美元，此外有关清洁能源等财税扶持被取消。根据 CRFB 在 5 月 21 日发布的最新测算，十年内基础赤字达到 2.505 万亿美元（上周预测为 2.69 万亿美元），总赤字为 3.055 万亿美元（上周预测为 3.26 万亿美元）。从减税节奏上看，由于法案中涉及的减税手段大多在 2028 年或 2029 年到期，但受到中期选举以及 2028 年大选的不确定性影响，后续增收减赤举措能否落地还存在较大不确定性。因此，目前法案呈现出“赤字前置，增收后置”的特征，这也成为市场担忧美国财政可持续性的一大隐忧。向前看，参议院后续将启动法案审议与修订程序，经内部磋商形成参议院版本法案后，需与众议院版本进行跨院协调，待两院就细则条款达成一致后方可进入最终表决和总统签署阶段。考虑到共和党在参议院占据多数席位，且参议院共和党对政府赤字的容忍度相对高于众议院，法案在参议院推动阻力或小于众议院。风险提示：特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：张佳炜 证

券分析师：韦祎 研究助理：王茁）

固收金工

固收周报 20250525：关注存款利率下调后的大行同业存单配置价值

观点 存款利率下调，如何看待债市对此的定价幅度？本周（2025.5.19-2025.5.23），10 年期国债活跃券收益率从上周五的 1.679% 上行 1bp 至 1.689%。周度复盘：周一（5.19），4 月经济数据公布，工业增加值当月同比 6.1%，Wind 一致预期为 5.2%；社会消费品零售总额当月同比为 5.1%，Wind 一致预期为 5.5%；固定资产投资累计同比为 4%，Wind 一致预期为 4.3%。4 月经济数据整体平稳，尚未显现出关税冲击的影响，债市对此反应平淡。尾盘出现存款利率下调预期，10 年期国债活跃券收益率迅速下行，全天 10 年期国债活跃券收益率下行 2.4bp。周二（5.20），存款利率下调落地，1 年期和 2 年期整存整取利率均下调 15bp 至 0.95% 和 1.05%，3 年期和 5 年期整存整取利率均下调 25bp 至 1.25% 和 1.3%。同时，当日公布的 1 年期和 5 年期 LPR 均下调 10bp，与 7 天期逆回购利率下调 10bp 同步。对于存款利率的下调已经于周一反应完毕，周二出现止盈情绪，全天 10 年期国债活跃券收益率上行 1.1bp。周三（5.21），随着 4 月经济数据的公布，进入短暂的数据“空窗期”，债市无明显交易方向，维持窄幅波动，全天 10Y 国债活跃券收益率上行 0.8bp。周四（5.22），尾盘央行公开本月 MLF 投放 5000 亿元，到期 1250 亿元，净投放 3750 亿元。5 月买断式逆回购到期 12000 亿元，MLF 超预期净投放意味着央行仍将保持流动性充裕，全天 10Y 国债活跃券收益率上行 1.2bp。周五（5.23），50 年期国债发行利率 2.1%，高于市场预期，带动二级市场收益率上行，同时因为存款利率下调带来的“存款搬家”效应，大行开始提价发行同业存单，同样对二级利率市场带来影响。午后股票市场突发跳水，带来“股债跷跷板”效应，债券收益率下行，全天 10Y 国债活跃券收益率上行

0.3bp。周度思考：从 2023 年以来存款利率下降后的债券走势来看，1 年期和 10 年期国债收益率的表现不一，并不一定会带来债券收益率的迅速下行，更多需要考虑当时的基本面、政策环境和交易情绪。我们预计债券收益率对此次存款利率下调的短期情绪影响告一段落，但大行为了预防存款搬家而提价发行同业存单的情况将持续，建议关注大行同业存单的配置价值。债券市场自 4 月中旬以来，保持“低波动”，原因在于经济数据平淡无超预期，同时央行将资金引导至政策利率附近，流动性均衡，没有增量信息，与 2024 年 4-9 月的情形类似。彼时在 9 月底刺激政策后，收益率瞬间迅速上行，随后则因为 12 月的非银存款自律协定势如破竹般下行。我们预计后续债券收益率下行触发因素在于再一次幅度至少 20bp 降息（类似于去年 12 月的非银存款自律协定），从而消化“抢跑”下行的收益率。 屋销售总数环比、5 月 PMI 初值和失业救济金等一系列数据公布，后市美债收益率如何变化？上周（0519—0523）美债收益率长端周 k 连续 4 周收阳，同时短端在上周结束了 3 周连阳，长短端的分化导致期限利差继续走扩，联同市场对美债短期供需失衡的担忧，曲线趋向“熊陡”；同时如果从 25 年以来看变化，收益率曲线整体是下移的，因此目前的上移也可以理解为对联储降息预期收敛的某种短期修复。困难的是我们很难区别结构性因素（美债供需）和周期性因素（货币政策）谁为主导，这部分来源于所谓内生性。我们认为如下情景或为大概率情景：有效关税增量难以补充特朗普减税政策带来的核算赤字增量，更多的供给由结构发生变化的需求所消化，其中美外部相对需求下降，美内部相对需求上升；公共部门相对需求下降，私人部门相对需求上升，同时联储 25 年降息 1—2 次，减缓缩表以平衡鸽鹰关切并支持实际上扩张性的财政政策。基于以上情景假想，美债长端或偏箱体震荡，区间范围 4—4.5%，短端（2 年期而非 3 月期）易降难升，久期策略整体建议取短。我们在延续上周观点的基础上，结合增量数据，思考如下：（1）成屋销售持续疲软，新屋销售超预期增长。最新数据显示，4 月美国成屋销售总数为 400 万套，低于前值的 402 万套和预期的 410 万套。成屋销售总数环比为 -0.5%，低于预期的 2%，成屋库存达 145 万套，同比激增 20.8%，创近五年新高。4 月份美国的新屋住房销售数量为 74.3 万套，明显高于前值的 67 万套和预期的 69.5 万套。新屋住房销售数量环比变化 10.9%，明显优于预期的 -4%，创 2022 年 2 月以来最高水平，这反映建筑商降价策略见效。总的来看，成屋销售持续疲软，高利率抑制需求，新屋销售超预期增长，建筑商降价策略见效，这反映出美国房地产市场的分化现象——新屋销售受益于建筑商策略性降价，而成屋市场受制于高利率和高库存。（2）美国 5 月制造业、服务业和综合 PMI 初值全面上升，高于市场预期；5 月 17 日当周首次领取失业金人数有所回落，5 月 10 日当周续请失业救济人数上升，显示部分失业者再就业难度增加。最新数据显示，美国 5 月 Markit 制造业 PMI 初值录得 52.3，明显高于上个月的 50.2，超出预期的 49.9，创三个月新高，自 2022 年 6 月以来最显著改善，新订单增速达 15 个月最高，主要推动力来自库存激增，企业因关税缓冲期提前囤货。服务业 PMI 初值升至 52.3，高于上个月的 50.8，优于预期的 51，创两个月新高；综合 PMI 初值升至 52.1，高于上个月的 50.6，优于预期的 50.3，显示经济活动整体改善。PMI 数据显示投入成本与销售价格同步飙升，可能推高未来数月 CPI。失业金数据方面，5 月 17 日当周首次申请失业救济人数回落至 22.7 万人（前值 22.9 万人），优于预期水平的 23，连续第二周下降，显示就业市场仍具韧性；5 月 10 日当周持续申请失业救济人数为 190.3 万人（前值 188.1 万人），劣于预期的 188.2 万人，

小幅上升，反映部分失业者再就业难度增加。四周移动平均申请人数升至 23.15 万，为去年 10 月以来最高，预示未来就业增长可能放缓。

(3) 美联储 5 月议息会议强调维持利率不变，货币政策转向“数据依赖模式”。美联储在 2025 年 3 月议息会议上维持联邦基金利率目标区间在 4.25%-4.5% 不变，政策声明新增表述强调“失业率和通胀的双重风险上升”，并指出“经济前景的不确定性进一步加剧”。美联储主席鲍威尔在会后发布会上表示，当前政策仍具“限制性”，但需“边走边看”，这强调美联储将依赖数据决策，而非预设路径。鲍威尔在 5 月 15 日的讲话中承认“通胀波动性将高于疫情前”，并暗示未来可能调整货币政策框架。芝加哥联储主席古尔斯比在 5 月 20 日表示“政策调整门槛仍高”，需看到更明确的通胀回落信号。截至 5 月 23 日，Fedwatch 预期 2025 年 6 月降息 25bp 的概率降为 5.4%，7 月降息概率升至 26.9%。9 月份在 6 月份已经降息 25bp 的前提下再下降 25bp 的概率达 15.7%。总的来看，美联储目前处于“数据依赖模式”，短期内（6 月）大概率按兵不动，但若经济数据（如就业、零售销售）进一步疲软，7-9 月可能成为降息起点。风险提示：外部政策冲击，国内政策调整。

(证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭 证券分析师：徐沐阳
证券分析师：徐津晶)

固收周报 20250525：建议关注未上市泛科技转债标的

上周(0519-0523)美债收益率长端周 k 连续 4 周收阳，同时短端在上周结束了 3 周连阳，长短端分化导致期限利差继续走扩，联同市场对美债短期供需失衡的担忧，曲线趋向“熊陡”；同时如果从 25 年以来看变化，收益率曲线整体是下移的，因此目前的上移也可以理解为对联储降息预期收敛的某种短期修复。困难的是我们很难区别结构性因素（美债供需）和周期性因素（货币政策）谁为主导，这部分来源于所谓内生性。我们认为如下情景或为大概率情景：有效关税增量难以补充特朗普减税政策带来的核算赤字增量，更多的供给由结构发生变化的需求所消化，其中美外部相对需求下降，美内部相对需求上升；公共部门相对需求下降，私人部门相对需求上升，同时联储 25 年降息 1-2 次，减缓缩表以平衡鸽鹰关切并支持实际上扩张性的财政政策。基于以上情景假想，美债长端或偏箱体震荡，区间范围 4-4.5%，短端（2 年期而非 3 月期）易降难升，久期策略整体建议取短。国内权益方面大盘红利前期利多出尽，在周五午盘后出现明显回调，同时小微盘题材高低切换加速，波动较大，体现在转债部分大盘、小盘跌幅大于中盘。我们认为银行系标的的下跌一方面由于前期累积涨幅较大，股性有所增强，另一方面一季度强调的稀缺性逻辑仍然成立，目前排队的仅西安银行一家，且 pb 远小于 1，继续建议抢筹配置。另一方面，目前权益市场主线尚不明朗，泛科技题材高低切换频繁，尚未发行标的中不乏质优的泛科技增量标的，包括但不限于茂莱光学、可川科技神宇股份、美力科技等，建议投资人择时于切换低位抢筹配售。下周转债平价溢价率修复潜力最大的高评级、中低价前十名分别为：海亮转债、合兴转债、好客转债、鹰 19 转债、浦发转债、利群转债、中金转债、美锦转债、希望转债、和邦转债。风险提示：(1) 正股退市和信用违约风险；(2) 流动性环境收紧风险；(3) 权益市场超跌风险；(4) 地缘政治危机影响；(5) 行业政策调控超预期。

(证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭)

固收点评 20250524：绿色债券周度数据跟踪 (20250519-20250523)

观点 一级市场发行情况：本周(20250519-20250523)银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 13 只，合计发行规模约 94.60 亿元，

较上周减少 8.53 亿元。发行年限多为 3 年；发行人性质为地方国有企业、央企子公司、中央国有企业；主体评级多为 AAA、AA+、A-级；发行人地域为广东省、北京市、江苏省、上海市、安徽省、天津市、云南省；发行债券种类为中期票据、私募公司债、交易商协会 ABN、一般公司债。 二级市场成交情况： 本周（20250519-20250523）绿色债券周成交额合计 550 亿元，较上周增加 20 亿元。分债券种类来看，成交量前三为非金公司信用债、金融机构债和利率债，分别为 257 亿元、226 亿元和 54 亿元；分发行期限来看，3Y 以下绿色债券成交量最高，占比约 82.07%，市场热度持续；分发行主体行业来看，成交量前三的行业为金融、公用事业、交运设备，分别为 252 亿元、109 亿元和 19 亿元；分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、湖北省、广东省，分别为 180 亿元、49 亿元和 47 亿元。 估值偏离度前三十位个券情况： 本周（20250519-20250523）绿色债券周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交幅度小于溢价成交，折价成交的比例小于溢价成交。 折价个券方面，折价率前三的个券为 20 德源绿色债 01（-0.4861 %）、25 盛虹科技 CP002(绿色)（-0.4837 %）、24 云能投 GN001（-0.4712 %），其余折价率均在 -0.30% 以内。主体行业以建筑、交运设备为主，中债隐含评级以 AA、AA（2）、AA+、AAA 评级为主，地域分布以江苏省、浙江省居多。 溢价个券方面，溢价率前四的个券为 25 水能 G1（0.8252 %）、20 吉安绿色债（0.4336 %）、25 雅砻江 MTN001B(碳中和债)（0.3541 %）、21 广东债 14（0.3531 %），其余溢价率均在 0.30% 以内。主体行业以房地产、公用事业、建筑、金融为主，中债隐含评级以 AAA、AA+、AA 评级为主，地域分布以广东省、北京市、江苏省、山东省居多。 风险提示：Choice 信息更新延迟；数据披露不全。

（证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶）

固收点评 20250524：二级资本债周度数据跟踪（20250519-20250523）

观点 一级市场发行与存量情况： 本周（20250519-20250523）银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债 4 只，发行规模为 560.00 亿元。发行年限为 10Y；发行人性质为地方国有企业、大型民企、中央金融企业；主体评级为 AAA、AA+；发行人地域为北京市、上海市、广西壮族自治区、浙江省。 截至 2025 年 5 月 23 日，二级资本债存量余额达 45,778.05 亿元，较上周末（20250516）增加 160.0 亿元。 二级市场成交情况： 本周（20250519-20250523）二级资本债周成交量合计约 1945 亿元，较上周减少 479 亿元，成交量前三个券分别为 25 中信银行二级资本债 01BC（304.50 亿元）、25 工行二级资本债 02BC（168.50 亿元）和 25 工行二级资本债 01BC（105.78 亿元）。 分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、上海市和福建省，分别约为 1485 亿元、127 亿元和 72 亿元。 从到期收益率角度来看，截至 5 月 23 日，5Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：0.05BP、0.28BP、-0.18BP；7Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：0.03BP、0.28BP、-0.26BP；10Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：0.04BP、0.28BP、-2.45BP。 估值偏离%前三十位个券情况： 本周（20250519-20250523）二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交的比例大于溢价成交，折价成交的幅度大于溢价成交。 折价个券方面，折价率前三的个券为 23 沧州银行二级资本债 01（-1.3842%）、24 东台农商二级资本债 01（-1.0822%）、24 沧州银行二级资本债 01（-0.7971 %），其余折价率均在 -0.45% 以内。中债隐含评级以 AAA-、AA-、A+ 评级为主，地域分布以北京市、浙

江省、江苏省居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为 21 长沙银行二级 (0.5041%)、24 平安银行二级资本债 01B (0.4395%)、23 汉口银行二级资本债 02 (0.2511%)，其余溢价率均在 0.20% 以内。中债隐含评级以 AA、AA-、AA+ 评级为主，地域分布以浙江省、广东省居多。风险提示：Choice、Wind 信息更新延迟；数据披露不全。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

行业

房地产行业跟踪周报：LPR 下调 10 基点，持续推进城市更新

投资要点 上周 (2025.5.19-2025.5.23)：上周房地产板块 (中信) 涨跌幅-1.5%，同期沪深 300、万得全 A 指数涨跌幅分别为-0.2%、-0.6%，超额收益分别为-1.3%、-0.9%。29 个中信行业板块中房地产位列第 23。

(1) 新房市场：上周 36 城新房成交面积 230.6 万方，环比+12.5%，同比+3.0%。2025 年 5 月 1 日至 5 月 23 日累计成交 612 万方，同比+0.7%。今年截至 5 月 23 日累计成交 3915.3 万方，同比-0.6%。(2) 二手房市场：上周 15 城二手房成交面积 181.9 万方，环比+1.6%，同比+16.7%。2025 年 5 月 1 日至 5 月 23 日累计成交 491.5 万方，同比+8.5%。今年截至 5 月 23 日累计成交 3225.6 万方，同比+22.8%。(3) 库存及去化：13 城新房累计库存 7775.4 万方，环比+0.1%，同比-12.4%；13 城新房去化周期为 18.3 个月，环比变动+0.3 个月，同比变动-4.9 个月。一线、新一线、二线、三四线城市去化周期为 13.1 个月、10.6 个月、15.7 个月、45.6 个月，环比分别变动+0.2 个月、+0.3 个月、+1.0 个月、-1.7 个月。(4) 土地市场：2025 年 5 月 19 日-2025 年 5 月 25 日百城土地成交建筑面积 1287 万方，环比-47.5%，同比-35.8%；成交楼面价 920 元/平，环比+25.5%、同比-16.0%；土地溢价率 5.0%，环比+3.7%，同比+4.6%。截至 5 月 25 日，2025 年累计成交土地建筑面积为 40968.5 万方，同比-5.8%。截至 5 月 25 日，2025 年累计成交土地建筑面积为 40968.5 万方，同比-5.8%。周观点：5 月第 4 周新房成交环比上升、同比上升，二手房成交环比上升、同比上升。5 月 20 日，国家发改委固定资产投资司负责人赵成峰在新闻发布会上表示，下一步，国家发展改革委将按照党中央决策部署，结合职责分工，持续推进城市更新各项工作，推进投融资模式创新。住房城乡建设部副部长秦海翔在新闻发布会上表示，住房城乡建设部将加快推进新型城市基础设施建设，运用信息化、数字化手段，提升基础设施的智慧化水平，加快完善基础设施建设运维的长效管理制度，探索城市建设运营投融资新模式，不断提升城市基础设施建设和管理服务水平。5 月贷款市场报价利率 (LPR) 报价显示 5 年期以上 LPR 为 3.5%，上月为 3.6%。1 年期 LPR 为 3%，上月为 3.1%。投资建议：1) 房地产开发：推荐华润置地、保利发展、滨江集团，建议关注绿城中国等；2) 物业管理：推荐华润万象生活、绿城服务、保利物业、越秀服务；3) 房地产经纪：推荐贝壳，建议关注我爱我家。风险提示：房地产调控政策放宽不及预期；行业下行持续，销售不及预期；行业信用风险持续蔓延，流动性恶化超预期。

(证券分析师：房诚琦)

商贸零售行业跟踪周报：4 月社零总额同比+5.1%维持高增，黄金珠宝增速亮眼

周观点 (注：文中“本周”指的 5 月 19 日至 5 月 25 日) 5 月 19 日，国家统计局公布了社零数据。2025 年 4 月，我国社零总额为 3.72 万亿元，同比+5.1% (上月为+5.9%)，保持较高增速；wind 一致预测为

+5.5%，实际略低 0.4pct。分渠道看：线上线下渠道均维持较高增速。1) 线上渠道，2025 年 4 月，网上实物商品零售额为 0.93 万亿元，推算同比+6.1% (上月为+6.9%)。2) 线下渠道，推算线下社零为 2.96 万亿元，同比+4.8% (上月为+5.5%)。3) 分业态，1—4 月，限上便利店、专业店、超市、百货店和品牌专卖店零售额同比分别增长 9.1%、6.4%、5.2%、1.7%和 1.4%。分消费类型：商品销售表现略好于餐饮，主要受益于国补和可选品消费复苏。4 月，商品零售额为 3.30 万亿元，同比+5.1% (上月为+5.9%)；餐饮收入为 0.42 万亿元，同比+5.2% (上月为+5.6%)。2024 年大多数月份的餐饮收入增速都高于商品零售，但近期在国补和可选品复苏的带动下，商品零售展现出良好的增长势头。分品类：必选消费品增速稳中有升：4 月，限额以上粮油食品同比+14.0% (上月+13.8%)，饮料同比+2.9% (上月+4.4%)，烟酒类同比+4.0% (上月+8.5%)。必选品消费保持稳健的增长态势。可选消费品持续复苏，金银珠宝类表现亮眼：4 月，限额以上化妆品同比+7.2% (上月+1.1%)，金银珠宝+25.3% (上月+10.6%)，日用品+7.6% (上月+8.8%)，体育娱乐用品+23.3% (上月+26.2%)，家电音像同比+38.8% (上月+35.1%)，通讯器材+19.9% (上月+28.6%)。年初以来可选消费品呈现持续复苏态势，国补受益的体育娱乐用品、家电音像、家具、通讯器材均保持双位数增速，其余服装、珠宝、化妆品、日用品等可选消费品类则实现正增长；金价带动下黄金珠宝保持亮眼。投资建议：可选消费持续复苏，关注新消费领域投资机会：①美护板块，推荐毛戈平，若羽臣，润本股份等。②宠物食品板块，推荐乖宝宠物。③内需消费板块，推荐永辉超市等。④餐饮板块，推荐蜜雪集团，建议关注古茗、小菜园等。风险提示：国补持续性、地缘贸易风险进一步扩散等。

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：石琦瑄

证券分析师：张家璇 证券分析师：阳靖 证券分析师：郝越 研究助理：王琳婧)

原油月报：美国关税政策缓和，EIA、IEA 上调 2025 年全球原油需求预期

n【原油库存板块】IEA、EIA、OPEC 预测 2025 年全球原油库存变化分别为+70、+41、-122 万桶/日，较 2025 年 4 月预测分别-10、-5、+10 万桶/日，三大机构预测 2025 年库存变化平均为-4 万桶/日，较上月预测均值持平。nn【原油供给板块】IEA、EIA、OPEC 预测 2025 年原油供给量分别为 10460、10412、10378 万桶/日，较 2024 年原油供给分别+160、+137、+142 万桶/日，IEA、EIA、OPEC 相较 2025 年 4 月预测量分别+30、+2、+10 万桶/日。nn【原油需求板块】IEA、EIA、OPEC 预测 2025 年原油需求量分别为 10390、10372、10500 万桶/日，较 2024 年原油需求分别+70、+98、+125 万桶/日，IEA、EIA、OPEC 相较 2025 年 4 月预测量分别+40、+7、-5 万桶/日。n【相关上市公司】推荐：中国海油/中国海洋石油 (600938.SH/0883.HK)、中国石油/中国石油股份 (601857.SH/ 0857.HK)、中国石化/中国石油化工股份 (600028.SH/ 0386.HK)、中海油服 (601808.SH)、海油工程 (600583.SH)、海油发展 (600968.SH)；建议关注：石化油服/中石化油服 (600871.SH/1033.HK)、中油工程 (600339.SH)、石化机械 (000852.SZ)。nn【风险提示】1) 地缘政治因素对油价出现大幅度干扰。2) 宏观经济增速严重下滑，导致需求端严重不振。3) 新能源加大替代传统石油需求的风险。4) OPEC+联盟修改石油供应计划的风险。5) 美国解除对伊朗制裁，伊朗原油快速回归市场的风险。6) 美国对页岩油生产环保、融资等政策调整的风险。7) 全球 2050 净零排

放政策调整的风险。

(证券分析师: 陈淑娴 研究助理: 周少玟)

燃气II行业跟踪周报: 库存大幅增长美国气价回落, 需求偏弱国内气价回落, 库存偏低欧洲气价微增

投资要点 价格跟踪: 库存大幅增长美国气价回落, 需求偏弱国内气价回落, 库存偏低欧洲气价微增。截至 2025/05/23, 美国 HH/欧洲 TTF/东亚 JKM/中国 LNG 出厂/中国 LNG 到岸价周环比变动 -4.8%/+5.8%/+5%/-0.7%/+5.5%至 0.7/3.1/3.2/3/3.2 元/方。 供需分析:

1) 地下储气库库存大幅增长, 美国天然气市场价格周环比-4.8%。截至 2025/05/21, 天然气的平均总供应量周环比+1.3%至 1118 亿立方英尺/日, 同比+6.6%; 总需求周环比+4.2%至 982 亿立方英尺/日, 同比+3.9%; 发电部门消费量周环比+9.6%, 住宅和商业部门的消费量+8.2%, 工业部门的消费量-0.9%。截至 2025/05/16, 储气量周环比+1200 至 23750 亿立方英尺, 同比-9.8%。2) 库存同比偏低, 欧洲气价周环比+5.8%。2025M1-2, 欧洲天然气消费量为 1155 亿方, 同比+11%。2025/5/15~2025/5/21, 欧洲天然气供给周环比+8.8%至 71475GWh; 其中, 来自库存消耗-21516GWh, 周环比-2.7%; 来自 LNG 接收站 31813GWh, 周环比+7.4%; 来自挪威北海管道气 20620GWh, 周环比+6.5%。2025/05/17~2025/05/23, 欧洲燃气发电出力下降, 欧洲日平均燃气发电量周环比-15.5%、同比-49.4%至 401.5 吉瓦时。截至 2025/05/22, 欧洲天然气库存 514TWh (497 亿方), 同比-252.9TWh; 库容率 45.46%, 同比-22.3pct。3) 需求恢复缓慢、供应充足, 国内气价周环比微降 0.7%。2025M1-4, 我国天然气表观消费量同比-0.8%至 1422 亿方, 原因或为 2024 年冬季偏暖。2025M1-4, 产量+5.3%至 874 亿方, 进口量-9.3%至 548 亿方。2025 年 4 月, 国内液态天然气进口均价 3665 元/吨, 环比-0.6%, 同比-3.5%; 国内气态天然气进口均价 2644 元/吨, 环比-1.4%, 同比-3%; 天然气整体进口均价 3134 元/吨, 环比-2.9%, 同比-7%。截至 2025/05/23, 国内进口接收站库存 296.24 万吨, 同比-10.57%, 周环比-2.22%; 国内 LNG 厂内库存 57.31 万吨, 同比+62.91%, 周环比+6.13%。 顺价进展: 2022~2025M4, 全国 63%(182 个)地级及以上城市进行了居民顺价, 提价幅度为 0.21 元/方。2024 年龙头城燃公司价差 0.53~0.54 元/方, 配气费合理值在 0.6 元/方以上, 价差仍存 10%修复空间, 顺价仍将继续落地。 重要事件: 美气进口关税税率由 140%降至 25%, 美气回国经济性提升。2025/5/12 商务部发布中美日内瓦经贸会谈联合声明指出修改税委会公告 2025 年第 4 号规定, 其中, 24%的关税在初始的 90 天内暂停实施、10%关税保留, 并取消第 5、6 号对这些商品的加征关税。美气进口关税税率由 140%降至 25%。 投资建议: 展望 2025 年, 供给宽松, 燃气公司成本优化; 价格机制继续理顺、需求放量。需关注对美 LNG 加征关税后, 新奥股份等具有美国气源的公司是否能够通过转售等方式消除关税影响。1) 城燃降本促量、顺价持续推进。重点推荐:【新奥能源】(25 股息率 5.2%) 2024 年不可测利润充分消化, 私有化方案定价彰显估值回归空间;【华润燃气】【昆仑能源】(25 股息率 4.1%)【中国燃气】(25 股息率 7.0%)【蓝天燃气】(股息率 ttm8.9%); 建议关注:【深圳燃气】【佛燃能源】(25 股息率 5.1%)【港华智慧能源】。2) 海外气源释放, 关注具备优质长协资源、灵活调度、成本优势长期凸显的企业。重点推荐:【九丰能源】(25 股息率 4.9%)【新奥股份】(25 股息率 5.9%); 建议关注:【深圳燃气】【佛燃能源】3) 美气进口不确定性提升, 能源自主可控重要性突显。建议关注具备气源生产能力的【新天然气】【蓝焰控股】。(估值日期 2025/5/23) 风险提示: 经济增速不及预期、极

端天气、国际局势变化、安全经营风险。

(证券分析师: 袁理 证券分析师: 谷玥)

客车 5 月月报: 4 月行业整体偏淡, 出口同比稳步提升

n 投资建议: Ø【宇通客车】是“三好学生典范”, 具备高成长+高分红属性。我们预计 2025~2027 年归母净利润为 46.3/55.5/67.5 亿元, 同比+12%/+20%/+22%。维持“买入”评级。Ø【金龙汽车】或是“进步最快学生”, 困境反转利润弹性较大。我们预计 2025-2027 年归母净利润为 4.4/6.4/8.3 亿元, 同比+182%/+45%/+28%, 维持“买入”评级。
nn 风险提示: 全球地缘政治波动超预期, 国内经济复苏节奏进度低于预期。

(证券分析师: 黄细里 研究助理: 孙仁昊)

电力设备行业跟踪周报: 人形机器人量产在即, 锂电需求略有好转

投资要点 电气设备 6788 下跌 0.71%, 表现弱于大盘。本周(5 月 19 日-5 月 23 日)核电涨 1.51%, 发电设备跌 0.25%, 电气设备跌 0.71%, 新能源汽车跌 0.91%, 锂电池跌 0.93%, 风电跌 1.83%, 光伏跌 3.46%。涨幅前五为中超控股、金利华电、麦迪电气、新宏泰、晓程科技; 跌幅前五为京运通、通达股份、万向钱潮、恒润股份、电光科技。 行业层面: 人形机器人: 马斯克: 回归 7x24 小时工作状态, 将睡在工厂或服务器机房; 智元再获融资, 京东出手; 智元灵犀 X2 开启合作伙伴招募, 具备销售能力、二次开发能力的合作伙伴, 以及有采购需求的客户均可以开展合作; 特斯拉发布 Optimus 最新视频, 通过学习人类视频完成多项家务。储能: 国资控股上海电气储能中标 10MW/40MWh 全钒液流储能; 阳光电源拿下智利储能订单 1GWh; 贵州就推进虚拟电厂发展的实施方案公开征求意见; 《上海市新型电力系统调节能力奖励资金管理办法》发布; 云南省科技厅 2025 年度省技术创新中心建设申报。电动车: 宁德时代港股上市, 全球发售股份总数为绿鞋前 1.35 亿股, 发行价格 263 港元/股, 所设价格上限较定价当日 A 股收盘价零折扣。比亚迪海洋网启动促销活动, 旗下 10 款智驾版车型全系降价, 最低门槛下探至 5.58 万元。小米 YU7 发布, 预计 7 月正式上市。小鹏发布第一季度财报: 营收达 158.1 亿元, 现金储备达 452.8 亿元, 交付量和毛利率再创新高。宝马全固态电池电动汽车上路测试。零跑汽车一季报: 总营收 100.2 亿元, 毛利率为 14.9%。比亚迪与神州租车达成战略合作, 扩大新能源车型投放、深度试驾。比亚迪首次在欧洲击败特斯拉, 4 月电动汽车销量同比大增 169%。长城发布智能平台配备 VLA 大模型。小米汽车二期工厂已处于收尾状态, 工作人员称 YU7 发布会后展车到店。 市场价格及周环比: 钴: SMM 电解钴 23.59 万/吨, -2.6%; 百川金属钴 23.75 万/吨, -2.7%; 镍: 上海金属网 12.67 万/吨, 0.0%; 碳酸锂: SMM 工业级 6.15 万/吨, -2.2%; SMM 电池级 6.31 万/吨, -2.2%; 电解液: SMM 磷酸铁锂 1.81 万/吨, -0.5%; SMM 三元动力 2.21 万/吨, -0.5%; 前驱体: SMM 四氧化三钴 20.60 万/吨, -1.1%; 三元 523 型 7.80 万/吨, -1.3%; 正极: SMM 磷酸铁锂-动力 3.10 万/吨, -1.2%; 三元 811 型 14.65 万/吨, -0.7%; 三元 622 型 13.00 万/吨, -1.1%; 负极: 百川石油焦 0.26 万/吨, -5.3%; DMC 碳酸二甲酯: 电池级 DMC 0.57 万/吨, 0.0%; EC 碳酸乙烯酯 0.47 万/吨, 0.0%; 六氟磷酸锂: SMM 5.05 万/吨, -6.5%; 百川 5.15 万/吨, -1.0%; 电池: SMM 方形-铁锂 523 0.322 元/wh, -2.4%; 圆柱 18650-2500mAh 4.32 元/支, 0.0%。 新能源: 国家能源局: 国内 4 月光伏新增装机 45.22GW, 1-4 月累计 104.9GW, 同比+75%; 爱旭 ABC 产品不构成侵权, Maxeon 撤销诉讼; 美国户用光伏 30% 税收抵免政策或将于 25 年底提前取消; 安徽工商业分布式, 自用比例暂不要求;

国家电投集团在京最大屋顶分布式光伏发电项目并网发电；中国铁建 TOPCon 组件招标 3GW。硅料价格有望止跌企稳。国家能源局：4 月光伏新增装机 45.22GW。本周硅料 37.00 元/kg，环比持平；N 型 210 硅片 1.30 元/片，环比持平；N 型 210R 硅片 1.10 元/片，环比-1.79%；双面 Topcon182 电池片 0.29 元/W，环比-1.89%；双面 TOPCon182 组件 0.68 元/W，环比持平；玻璃 3.2mm/2.0mm 21.50/13.25 元/平，环比-1.15%/-0.75%。风电：我国 4 月风电新增装机 5.3GW，同比+299%；1-4 月累计装机 20GW，同比+19%。本周招标 0.34 GW：陆上 0.34 GW/海上暂无；本周开/中标暂无。本月招标 5.37 GW，同比+125.46%：陆上 4.87 GW/海上 0.5 GW，同比+133.94%/+66.67%。25 年招标 43.38 GW，同比+14.47%：陆上 37.73 GW/海上 5.65 GW，同比+6.05%/同比+67.19%。本月开标均价：陆风 1700 元/KW，陆风（含塔筒）2050 元/KW。电网：前 4 月内蒙古自治区新能源发电量破 1000 亿千瓦时。公司层面：宁德时代：公司全球发售 H 股 1.36 亿股，于 5 月 20 日在香港联交所主板挂牌并上市交易；公司于 5 月 20 日悉数行使超额配售权，本次发行的 H 股由 1.36 亿股增加至 1.56 亿股，总股本变为 45.59 亿股。公司作为有限合伙人之一参与投资泽远基金，主要投资于新能源及高端制造领域，认缴出资额为 7 亿元；泽远基金已募集完毕，募集规模增加 50 亿元至 101 亿元，公司认缴出资比例由 13.76%下降为 6.91%。三花智控：公司正在申请 H 股发行的相关工作，香港联交所上市委员会于 2025 年 5 月 22 日举行上市聆讯，审议公司本次发行上市的申请。万润新能：与宁德时代签订 5 年合同，约定供应 132 万吨磷酸铁锂，宁德时代每月采购量不低于承诺量 80%，并共同推进高压实密度产品迭代和量产导入。浙江荣泰：公司拟在浙江嘉兴投资设立全资子公司浙江荣泰智能机器人有限公司，以自有资金出资 2,000 万元。赣锋锂业：与多家银行签署合同为全资子公司四川赣锋提供 8 亿元担保，有效对外担保额度达 261.5 亿元和 9.8 亿美元，占 2024 年经审计净资产比例为 79.45%；对外担保总余额约 162.05 亿元，占 38.78%。比亚迪：员工持股计划已通过集中竞价买入 10,714,990 股，占总股本 0.3526%，均价约 372.18 元/股，成交额约 39.88 亿元。海优新材：员工持股计划面向不超过 26 人，资金来源为员工合法薪酬、自筹资金和法律、行政法规允许的其他方式，股票来源为回购专用证券账户中的公司 A 股普通股股票，合计不超过 40.7 万股，占总股本的 0.48%。金风科技：以集中竞价交易方式拟回购公司股份 2,259.04 万—3,765.06 万股，占公司总股本的 0.53%-0.89%，回购成交的最高价为 13.28 元/股，回购金额为 3 亿元—5 亿元。正泰电器：为全资子公司正泰新能源及控股子公司正泰安能的 13 家下属全资子公司提供 137,699 万元人民币担保，无反担保。投资策略：机器人：Tesla 明确年底数千台产量，29 或者 30 年超 100 万台、musk 回归后量产在即，初创公司密集发布产品更新，科技公司和车企全面入局，25 年国内外量产元年共振，我们继续全面看好人形板块，全面看好 T 链确定性供应商和头部人形核心供应链、看好总成、灵巧手、整机、以及丝杠、谐波、传感器、运控等核心环节。电动车：4 月国内新能源汽车销 123 万辆，同环比+44%/-1%，车展新车发布后预计销量环比向上，全年销量预计 25-30%增长；4 月欧洲 9 国合计销量 21.4 万辆，同环比+30%/-25%，全年预计 20%增长；美国对等关税已下降，短期或引发美储抢装，需求或好于此前悲观预期，5 月排产已小幅恢复，预计 6 月仍可以小幅向上，强烈看好，首推宁德、比亚迪、科达利、亿纬、裕能、富临、璞泰来、尚太、天奈、天赐等锂电龙头公司。储能：欧洲、中东等新兴市场大储需求大爆发，美国对等关税下降短期又或有抢

装，国内储能因政策调整将先抑后高质量发展；欧洲户储去库完成，出货恢复，工商储需求开始爆发，亚非拉等新兴市场光储平价需求持续；我们预计全球储能装机 25-28 年的 CAGR 为 20-40%，看好储能逆变器/PCS 龙头、大储集成和储能电池龙头。工控：工控 25 年需求总体继续弱复苏，锂电需求恢复、风电、机床等向好，同时布局机器人第二增长曲线，全面看好工控龙头。风电：25 年国内海风 10GW+，翻倍增长，Q2 是拐点，欧洲海风进入持续景气周期，继续全面看好海风，陆风 100GW+，同增 25%，铸件等零部件涨价，风机短期承压，推荐海缆、海桩、铸件、叶片和整机龙头等。光伏：国内 531 抢装尾声产业链价格新低附近企稳，主链条压力明显，或为供给侧改革的合适时机，硅料有望再次成为主要抓手；需求全球来看 25 年预计 10% 增长，国内小降，欧洲分布式和新兴市场需求好，看好受益的逆变器环节、然后看可能受益于供给侧改革的硅料、玻璃、电池和组件等。电网：25 年电网投资确定增长，海外 AI 数据中心旺盛需求持续，国内 AI 数据中心新一轮基建，继续推荐 AI 电气、出海、特高压、柔直等方向龙头公司。投资建议：宁德时代（动力&储能电池全球龙头、盈利和增长确定估值低）、三花智控（热管理全球龙头、特斯拉机器人总成空间巨大）、比亚迪（电动车销量持续向好且结构升级、全民智驾超预期）、汇川技术（通用自动化弱复苏龙头 Alpha 明显、联合动力持续超预期）、阳光电源（逆变器全球龙头、海外大储优势显著、估值极低）、科达利（结构件全球龙头稳健增长、大力布局机器人优势显著打造第二增长曲线）、亿纬锂能（动力&储能锂电上量盈利向好并走出特色之路、消费类电池稳健）、雷赛智能（伺服控制器龙头企业、机器人关节批量优势明显）、浙江荣泰（云母龙头增长确定、微型丝杠优势明显）、富临精工（高压实铁锂领先、机器人布局深厚）、北特科技（汽配稳步增长、丝杠具备领先优势）、大金重工（海风出口布局厚积薄发、量利双升超预期）、斯菱股份（车后轴承市场稳定增长、打造谐波第二增长曲线）、祥鑫科技（汽配和结构件稳健、积极布局人形）、德业股份（新兴市场开拓先锋、户储爆发工商储蓄势）、璞泰来（负极龙头盈利拐点确立、隔膜涂覆持续增长）、华友钴业（锂电资源材料一体化布局、镍钴盈利能力超预期）、阿特斯（一体化组件头部企业、深耕海外大储进入收获期）、天奈科技（碳纳米管龙头、快充&硅碳&固态持续受益）、东方电缆（海缆壁垒高格局好，海风项目开始启动）、宏发股份（继电器恢复稳增长、高压直流持续稳增长）、伟创电气（变频伺服持续增长、大力布局人形机器人）、锦浪科技（欧洲去库完成逆变器迎来拐点、新兴市场销售提升提供支撑）、湖南裕能（铁锂正极龙头强阿尔法、新品放量和价格见底盈利反转）、尚太科技（负极龙头份额提升超预期、成本优势大盈利能力强）、思源电气（电力设备国内出海双龙头、订单和盈利超预期）、三星医疗（海外配网和电表需求强劲、国内增长稳健）、国电南瑞（二次设备龙头、稳健增长可期）、麦格米特（多产品稳健增长、AI 电源未来潜力大）、禾迈股份（微逆去库尾声重回高增长、储能产品开始导入）、鸣志电器（步进电机全球龙头、机器人空心杯电机潜力大）、天赐材料（电解液&六氟龙头、新型锂盐领先）、帝科股份（银浆龙头、银包铜银浆率先量产在即）、曼恩斯特（磨头龙头持续高增、多品类扩张布局固态和人形）、容百科技（高镍正极龙头、海外进展超预期）、日月股份（大铸件紧缺提价可期，盈利弹性大）、上能电气（逆变器地面地位稳固、大储 PCS 放量在即）、科华数据（全面受益国内 AI 资本开支新周期、数据和数能双星驱动）、科士达（受益国内 AI 资本开支新周期、UPS 龙头）、盛弘股份（受益海外和国内 AI 资本开支、海外储能新客户拓展）、平高电气（特高压交直流龙头、

估值低业绩持续超预期)、许继电气(一二次电力设备龙头、柔直弹性可期)、金风科技(风机毛利率恢复、风电运营稳健)、金盘科技(干变全球龙头、海外订单超预期)、欣旺达(消费锂电盈利向好、动储锂电逐步上量)、中伟股份(三元前驱体龙头、镍锂金属布局可观)、明阳智能(海上风机龙头、风机毛利率修复弹性大)、隆基绿能(单晶硅片和组件全球龙头、BC 技术值得期待)、爱旭股份(ABC 电池组件龙头、25 年大幅放量)、固德威(组串逆变器持续增长,储能电池和集成逐步恢复)、晶澳科技(一体化组件龙头、盈利率先恢复)、通威股份(硅料龙头受益供给侧改革、电池和组件有望改善)、福莱特(光伏玻璃龙头成本优势显著、价格底部有望企稳反弹)、钧达股份(Topcon 电池龙头、扩产上量)、禾望电气(大传动优势明显、内部变革激发活力)、中国西电(一次设备综合龙头、受益特高压和管理改善)、晶科能源(一体化组件龙头、Topcon 明显领先)、天合光能(210 一体化组件龙头、户用分布式和渠道占比高)、聚和材料(银浆龙头、铜浆率先布局)、三一重能(成本优势明显、双海战略见成效)、福斯特(EVA 和 POE 胶膜龙头、感光干膜上量)、新宙邦(电解液&氟化工齐头并进)、星源材质(干法和湿法隔膜龙头、LG 等海外客户进展顺利)、当升科技(三元正极龙头、布局固态电池技术)、艾罗能源、恩捷股份、天顺风能、德方纳米、昱能科技、永兴材料、中矿资源、赣锋锂业、威迈斯、儒竞科技、派能科技、元力股份、大金重工、科士达、安科瑞、海兴电力、中熔电气、天齐锂业、日月股份、TCL 中环、振华新材、三一重能、弘元绿能、金风科技。建议关注:英联股份、宏工科技、峰岬科技、震裕科技、凌云股份、厦钨新能、英维克、明阳电气、多氟多、天际股份、东方电气、中信博、东威科技、宇邦新材、海力风电、新强联、通灵股份、快可电子、中科电气、美畅股份、铨升科技、信捷电气、大全能源、通合科技、帕瓦股份、金雷股份、禾川科技、嘉元科技、东方日升等。风险提示:投资增速下滑,政策不及市场预期,价格竞争超市场预期

(证券分析师:曾朵红 证券分析师:阮巧燕
研究助理:许钧赫)

建筑材料行业跟踪周报:继续推荐消费建材

投资要点 本周(2025.5.19-2025.5.23,下同):本周建筑材料板块(SW)涨跌幅-1.10%,同期沪深 300、万得全 A 指数涨跌幅分别为-0.18%、-0.63%,超额收益分别为-0.93%、-0.47%。大宗建材基本面对高频数据:(1)水泥:本周全国高标水泥市场价格为 370.8 元/吨,较上周-7.8 元/吨,较 2024 年同期+5.2 元/吨。较上周价格持平的地区:东北地区;无较上周价格上涨的地区;较上周价格下跌的地区:长三角地区(-7.5 元/吨)、长江流域地区(-10.0 元/吨)、泛京津冀地区(-6.7 元/吨)、两广地区(-12.5 元/吨)、华北地区(-4.0 元/吨)、华东地区(-10.0 元/吨)、中南地区(-4.2 元/吨)、西南地区(-14.0 元/吨)、西北地区(-10.0 元/吨)。本周全国样本企业平均水泥库位为 65.3%,较上周+1.3pct,较 2024 年同期-2.2pct。全国样本企业平均水泥出货率(日发货率/在产产能)为 46.4%,较上周-2.6pct,较 2024 年同期-7.9pct。(2)玻璃:卓创资讯统计的全国浮法白玻原片平均价格为 1278.4 元/吨,较上周-28.3 元/吨,较 2024 年同期-413.8 元/吨。卓创资讯统计的全国 13 省样本企业原片库存为 5774 万重箱,较上周-55 万重箱,较 2024 年同期+406 万重箱。(3)玻纤:本周国内无碱粗纱市场报价稳中略降,部分厂家报价稍有下滑。截至 5 月 22 日,国内 2400tex 无碱缠绕直接纱市场主流成交价格在 3500-3800 元/吨不等,低价成交占比进一步增加,且部分企业存量大优惠政策,全国企业报价均价 3712.00 元

/吨，主流含税送到，较上一周均价（3735.25）下跌0.62%，同比下跌3.90%，较上周同比降幅扩大0.6个百分点；本周电子纱市场主流产品G75各厂报价基本稳定，短期价格调整空间有限，月初部分产品价格提涨后，月签合同下，近期价格大概率趋稳运行为主。周内电子纱G75主流报价8800-9200元/吨不等，较上一周均价持平；7628电子布报价亦趋稳，当前报价3.8-4.4元/米不等，成交按量可谈。 周观点：

（1）4月统计局数据中家电、家具、装修材料零售额增速分处高中低速增长区间，水泥、玻璃产量增速处于低速下降区间，地产投资及新开工面积增速处于中速下降区间。新房的拖累之下，产业链仍旧承压，工程材料更甚。在以旧换新补贴和服务消费刺激政策的推动下，我们期待25年Q3家装产业链也将接棒家电家居而明显受益。地产链出清已近尾声，供给格局大幅改善，25年需求平稳且是长周期的拐点，企业增长预期较低，因此板块具备较高的胜率。首选低估值的消费龙头和扩张型公司，例如公牛集团、北新建材、伟星新材、欧派家居、兔宝宝、奥普科技、欧普照明、箭牌家居，关注三棵树等。其次，如果外部需求快速回落，中西部基建很有可能成为救急的方向，关注华新水泥、四川路桥、海螺水泥、中国交建、坚朗五金、东方雨虹等。另外，在经济前景稳定和流动性充裕的背景下，科技属性强的公司有较高关注度，例如上海港湾、鸿路钢构、萤石网络、公牛集团等。（2）中美持续脱钩的长期趋势下，经营美国市场的回报率下降和不确定性增加，非美国国家可能加强贸易联系，出海企业将转向拓展欧洲、中东、东南亚等其他市场。而且美元降息趋势下，非美国国家经济建设有望进入快车道。综合新兴国家收入占比以及本土化的能力和技术实力，推荐上海港湾、科达制造、中材国际、中国交建、米奥会展（与中小盘、社服共同覆盖）。 大宗建材方面： 1、水泥：（1）本周全国水泥市场价格环比继续回落2.1%。价格上涨区域主要是湖北地区，幅度20元/吨；价格下调区域仍集中在华北、华东、中南、西南和西北地区，幅度10-40元/吨。五月下旬，受雨水、高温以及农忙等淡季因素影响，国内水泥需求环比明显减弱，全国重点地区水泥企业平均出货率为46.4%，环比下滑约2.6个百分点。价格方面，虽然局部地区如湖北、河南通过行业自律再次推涨价格，但由于多数地区市场需求减弱，库存压力上升，价格呈现持续回落走势。因市场需求已正式进入淡季，预计后期价格将继续趋弱，考虑到华东、中南地区价格经过持续下滑后，大幅回落空间有限，多将小幅调整为主。（2）Q1水泥行业价格反弹超预期，全国均价整体明显高于去年同期，尽管短期部分区域因需求波动或错峰执行问题供需阶段性失衡、价格出现回落，但今年行业在主导企业引领下维护利润的意愿显著增强，行业供给自律明显改善，我们认为供需再平衡时间仍然会明显好于去年，全年盈利中枢有望高于去年。（3）水泥企业市净率估值处于历史底部。中期宏观政策导向有望更加强化扩内需稳投资，财政政策发力有望支撑实物需求企稳回升，行业景气低位为进一步的整合带来机遇。结合产能产量管控等产业政策的进一步落地、水泥行业纳入全国碳市场，有望加速过剩产能出清和行业整合。（4）龙头企业综合竞争优势凸显，中长期有望受益于行业格局优化，估值有望迎来修复，推荐全国和区域性龙头企业：华新水泥、海螺水泥、上峰水泥、冀东水泥，建议关注天山股份、塔牌集团等。 2、玻纤：（1）中期粗纱盈利有韧性。行业盈利仍处低位，二三线企业普遍处于盈亏平衡或亏损状态，行业低盈利将持续制约产能投放节奏，需求侧国内风电、热塑等领域继续增长，随着中美贸易摩擦缓和，外需下行风险也将明显减弱，行业供需平衡修复趋势难以发生逆转，行业景气有望呈现震荡向上态势。今年以来风电、热

塑等中高端产品内需景气度高，行业新增产能有望得到逐步消化，龙头企业凭借产品结构优势有望获得超额利润。（2）细纱电子布成本曲线陡峭，景气底部持续时间较长，随着新增供给投放持续受低盈利约束，供需平衡也得到持续修复，支撑盈利改善。（3）中长期落后产能出清、玻纤成本的下降也为新应用的拓展和渗透率的提升提供催化剂，随着风电、新能源车等领域用量持续增长，光伏组件边框等新兴应用领域持续拓展，行业容量有望持续增长，产品结构的调整有利于龙头提升壁垒，盈利稳定性也将增强。AI 等应用带动低介电电子布产品持续放量，国产替代正在加速，利好国内电子布领域龙头：宏和科技、中材科技等。（4）当前龙头估值处于历史低位，供需平衡修复、景气提升有望推动估值修复。推荐中国巨石，建议关注中材科技、山东玻纤、长海股份、国际复材、宏和科技等。

3、玻璃：终端需求表现疲软，加之 Q1 行业盈利较前期低点有所修复，年初以来供给出清速度有所放缓，因此行业供需阶段性仍处弱平衡状态，库存中高位波动，随着需求季节性将进入淡季，价格下行压力增加。我们认为应进一步观察产线冷修释放情况，供给收缩幅度决定后续价格反弹持续性和空间。中期供需平衡仍面临需求下行压力，但浮法玻璃龙头享有硅砂等资源等中长期成本优势，享受超额利润，有望受益于行业产能的出清，叠加光伏玻璃等多元业务的成长性，推荐旗滨集团，建议关注南玻 A 等。

装修建材方面：关税和贸易摩擦升级等外部不确定性增加，扩内需预期增强，此前政府工作报告强化了促内需和消费的政策预期，对地产继续延续“稳楼市”、“止跌回稳”的基调，后续政策有望不断出台和推进。24 年两新政策对家居建材消费拉动效果明显，25 年以旧换新政策有望进一步扩大加码，家居建材消费需求有望持续释放。今年以来多个一线城市二手房成交保持持续增长态势，后续叠加国补持续落地和消费者信心回暖，家居建材需求景气改善预期加强，多数估值处于底部区间的板块龙头公司估值有望修复。当前行业底部修复特征更加明显，多数公司利润目标强化，少数公司选择进攻打法，信心恢复有待政策和阶段经营效果的信号；国补对装修消费有明显拉动的效果，25 年各地的政策继续扩大品类范围，龙头企业也有更充分的准备。同时龙头公司积极探索新模式或延伸产业链，包括渠道和品类融合、提升效率，加强定价权等。

投资建议：（1）扩张增长意愿强的部分龙头企业，例如北新建材等，建议关注三棵树。（2）受益国补政策、渠道&品类融合优势明显的细分龙头，建议关注欧派家居、箭牌家居、东鹏控股、慕思股份等。（3）竞争格局优、业绩增长稳健、股息率相对较高的细分龙头，例如兔宝宝、奥普科技、伟星新材等。

风险提示：地产信用风险失控、政策定力超预期。

（证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊

证券分析师：石峰源）

建筑装饰行业跟踪周报：基建投资保持平稳，关注水利、洁净室等专业工程领域

投资要点 本周（2025.5.19-2025.5.23，下同）：本周建筑装饰板块（SW）涨跌幅-0.97%，同期沪深 300、万得全 A 指数涨跌幅分别为-0.18%、-0.63%，超额收益分别为-0.79%、-0.34%。

行业重要政策、事件变化、数据跟踪点评：（1）国家统计局发布 4 月经济数据：4 月外需压力加剧，但经济数据整体保持平稳增长，显示一定韧性。1-4 月基建投资累计同比+5.8%，较前值持平，反映财政发力下基建投资保持平稳增长。基建投资结构上水利类等投资继续表现亮眼，水利管理业投资增长 30.7%，水上运输业投资增长 26.9%，航空运输业投资增长 13.9%，公共设施管理类回归小幅正增长，交通大类较去年同期有

所放缓。1-4月地产投资/销售/新开工/竣工面积累计分别同比-10.3%/-2.8%/-23.8%/-16.9%，其中销售较前值继续改善，新开工维持低迷，竣工降幅扩大。反映在实物需求上，1-4月水泥产量同比-2.8%，其中4月单月同比-5.3%，反映传统基建地产及市政类实物需求仍较弱。1-4月建筑及装潢材料零售额同比+2.3%，其中4月单月+9.7%，明显加快，或反映促消费政策的拉动效果。（2）前4个月我国对外承包工程新签合同额765.9亿美元，同比增长22.4%；前4个月我国对外承包工程完成营业额471.1亿美元，同比增长6.8%；新签合同额765.9亿美元，同比增长22.4%。其中在共建“一带一路”国家承包工程完成营业额379.9亿美元，同比增长5.2%；新签合同额645.4亿美元，同比增长17.4%。海外工程营业额保持平稳增长，新签合同额增速加快，反映以一带一路为代表的海外地区基建等工程景气度维持，以及工程企业深入布局海外市场、份额提升的效果。周观点：（1）前4个月基建投资累计同比增长5.8%，增速保持平稳，结构上来看水利类等投资景气继续表现亮眼（水利管理业投资增长30.7%，水上运输业投资增长26.9%，航空运输业投资增长13.9%），地产投资和开工端仍然承压。4月建筑PMI环比有所回落，新订单指数环比继续回落，反应项目预期仍然偏弱，资金到位和财政政策发力的效果推动的实物量落地仍需重点关注。此前政治局会议指出要强化底线思维，充分备足预案，要加紧实施更加积极有为的宏观政策，根据形势变化及时推出增量储备政策，加强超常规逆周期调节，面对外部冲击影响，定调更加积极，展望二季度来看预计增量的财政政策支持 and 融资端的改善对投资端和实物量的效果将逐渐显现，同时扩内需预期增强，基建投资和重点区域建设有望政策加码。我们建议关注估值仍处历史低位、业绩稳健的基建龙头央企和地方国企估值持续修复机会，推荐中国交建、中国电建、中国中铁，建议关注中国核建、中国化学等。（2）出海方向：2025年前4个月我国对外承包工程完成营业额471.1亿美元，同比增长6.8%；新签合同额765.9亿美元，同比增长22.4%；其中在共建“一带一路”国家新签合同额645.4亿美元，同比增长17.4%；美国关税摩擦和全球贸易摩擦升级，后续外交博弈、贸易摩擦或加剧，一带一路战略推进或加码，预期未来中欧合作、东盟地区合作有望更加密切，基建合作仍是重要形式，海外工程需求景气度有望保持，海外工程业务有望受益，后续预计逐渐兑现到订单和业绩层面。建议关注国际工程板块，个股推荐中材国际、上海港湾，建议关注中工国际、北方国际、中钢国际等。（3）需求结构有亮点，新业务增量开拓下的投资机会：部分专业制造工程细分领域、节能降碳以及新能源相关的基建细分领域景气度较高，有相关转型布局的企业有望受益，建议关注鸿路钢构、华阳国际等；半导体洁净室景气度有望延续，关注亚翔集成、柏诚股份等。风险提示：地产信用风险失控、政策定力超预期、国企改革进展低于预期等。

（证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊
证券分析师：石峰源）

医药生物行业跟踪周报：国产创新药闪耀 ASCO 国际舞台

投资要点 本周、年初至今 A 股医药指数涨幅分别为 1.8%、4.3%，相对沪深 300 的超额收益分别为 1.9%、5.6%；本周、年初至今 H 股生物科技指数涨跌幅分别为 6.7%、36.4%，相对于恒生科技指数跑赢 -7.4%、19%；本周 A 股原料药（+4.0%）、化药（+3.6%）、生物制品（+1.7%）、医疗服务（+1.4%）及医药商业（+1.2%）等股价明显上涨，医疗器械（+0.5%）及中药（+0.2%）等股价涨幅相对较小；本周 A 股涨幅居前三生国健（+100%）、海辰药业（+52%）、舒泰神（+49%），

跌幅居前新赣江 (-12%)、拱东医疗 (-10%)、锦好医疗 (-9%); 本周 H 股涨幅居前三生制药 (+57%)、创胜集团 (+44%)、三叶草生物 (+36%), 跌幅居前中国再生医学 (-21%)、中生北控生物科技 (-16%)、君圣泰医药 (-12%)。本周板块表现特点: 本周医药板块在创新药的带领下普涨, 尤其三生制药与辉瑞重磅 DEAL 合作催化下, H 股医药板块大涨。5 月 22 日, ASCO 年会摘要全文披露, 多款国产新药披露了亮眼的临床数据。口头报告 (Oral) 共有 25 篇国产创新药入选, 快速口头报告 (Rapid Oral) 共有 24 篇国产创新药入选。国产创新药入选的数量再创新高。其中, 抗体类药物备受瞩目, 包括中国生物制药的 PD-L1 单抗、信达生物靶向 PD-1/IL2a 偏向的抗体融合蛋白药物 IBI363、泽璟制药的 CD3/DLL3/DLL3 三抗等; ADC 分子包括: 百利天恒的靶向 EGFR/HER3 双抗 ADC 药物 BL-B01D1、科伦博泰靶向 Trop2 的 ADC 药物 SKB264、映恩生物的 B7H3 ADC 和 HER3 ADC、迈威生物的 nectin-4 ADC 和信达生物的 CLDN18.2 ADC 等; 小分子包括: 和黄医药的 cMET 抑制剂、迪哲医药的 LYN/BTK 抑制剂、和誉的 CSF1R 抑制剂和百济神州的泽布替尼等; 细胞治疗包括: 传奇生物的 BCMA CART 和科济药业的 CLDN18.2 CART 等。葛兰素史克 IL-5 单抗获批治疗慢阻肺病; 靖因药业下一代长效 FXI 靶向 siRNA 授权出海; 国内首家仿制甲苯磺酸奥马环素原料药, 苑东生物填补国产空白: 5 月 22 日, GSK 宣布 FDA 已批准美泊利珠单抗用于附加维持治疗嗜酸性粒细胞表型慢性阻塞性肺病 (COPD)。该药物是第一个获批 COPD 适应症的 IL-5 药物, 也是 COPD 领域首个可每月给药的生物制剂。5 月 20 日, 靖因药业与 CRISPR Therapeutics 宣布双方达成战略合作伙伴关系, 将携手推进 siRNA 疗法的联合开发与商业化进程。该合作将双方在研发与产业化方面的互补能力相结合, 共同开发并商业化下一代长效 Factor XI (FXI) 靶向小干扰 RNA (siRNA) 疗法 SRSD107, 用于治疗血栓及血栓栓塞性疾病。5 月 16 日, 国家药品监督管理局药品审评中心 (CDE) 官网显示, 苑东生物下属子公司青木制药注册申报的甲苯磺酸奥马环素原料药已获得受理, 成为国内首家该品种仿制药的申报企业。具体配置建议: 看好的子行业排序分别为: 创新药>CXO>中药>医疗器械>药店>医药商业等。具体标的选择思路: 从成长性角度选股, 主要集中创新药领域, 推荐: 百济神州、恒瑞医药、三生制药、百利天恒、科伦博泰、迪哲医药、海思科、科伦博泰、歌礼制药; 建议关注: 泽璟制药、康方生物、联邦制药等。从低估值角度选股, 主要集中中药领域, 重点推荐佐力药业、东阿阿胶、昆药集团、华润三九、方盛制药等。从高股息角度选股: 主要集中中药领域, 建议关注江中药业、羚锐制药、云南白药、济川药业、葵花药业等。从左侧角度选股, 主要集中在原料药、部分 CXO、医疗器械, 建议关注: 诺泰生物、普洛药业、奥锐特、药明康德、联影医疗等。风险提示: 药品或耗材降价超预期; 医保政策风险等; 产品销售及研发进度不及预期。

(证券分析师: 朱国广 证券分析师: 张翀霁

证券分析师: 郑川川)

电子行业跟踪周报: 谷歌 IO 大会&Computex 黄仁勋演讲, 打开 AI 增长展望新思路-算力周报

投资要点 谷歌 2025I/O 大会: 模型、应用、硬件共振发展, 推动云侧算力、端侧产品需求增长进入正循环。谷歌于 5 月 21 日召开了 2025I/O 大会, 发布了一系列 AI 相关产品。模型方面, 大会主要聚焦 Gemini2.5 系列模型的升级。Gemini2.5Pro 是谷歌目前最智能的一款旗

舰模型，该模型在语言、推理、代码等方面表现出色，在大模型竞技场 LMArena 排名第一。此外 Gemini2.5Pro 还新增了“DeepThink”深度思考模式，用于处理复杂的数学和编程问题，能够在回答之前考虑多个假设，在 2025 年美国数学奥林匹克竞赛(USAMO)中取得了 40.4% 的高分。轻量化版本 Gemini2.5Flash 则以高效能特性降低部署门槛，支持实时交互场景。多模态能力的跃升尤为突出。此外在视觉生成模型方面，Veo3 视频模型首次实现原生音频同步生成，可创作带环境音效、角色对话的影视级内容；Imagen4 图像模型在细节渲染，高分辨率图像上实现了质的突破。应用方面，搜索与交互层同样也迎来根本性变革。谷歌在搜索界面新增“AI 模式”，该功能将支持深度搜索（DeepSearch），从几十个扩展查询提升至上百个，生成更完整、引用更全面的搜索结果；此外还具备多模态能力，通过摄像头识别场景，实时询问问题；AI 购物助手可让用户上传照片后预览穿搭、比价、查找灵感。此外，谷歌将在 Chrome 浏览器、搜索以及 Gemini 的 App 中推出智能体模式，智能体可以与浏览器和其他软件进行交互和操作，公司 AI 智能体 Mariner 现在可以同时管理多达 10 个任务，用户只需向其展示一次任务，它就会学习该任务，并将经验用于未来的案例。硬件生态方面，谷歌与三星联手开发的安卓 XR 平台的首款 XR 设备 ProjectMoohan，类似苹果 VisionPro，搭载骁龙 XR2PlusGen2 芯片，无需连接 PC 或其他设备独立运行。与 Xreal 开发的首款安卓 XR 平台的 AR 眼镜 ProjectAura 搭载高通骁龙处理器，支持光学透视，也能提供虚拟透视的沉浸式体验。这两款设备基于与 AI 深度融合的安卓 XR 平台，支持第一人称视角智能辅助和无接触辅助功能，用户可通过自然语言与设备交互，完成信息查询、日程管理、实时导航等操作。

Computex2025: NVLink Fusion 构建 AI 算力新生态，RTX Pro 加速向企业级长尾市场转型。在 2025 年台北 Computex 大会上，英伟达围绕 Blackwell 架构 GB300 系统、NVLink Fusion 开放技术及企业级 RTX Pro 服务器三大核心，全面展示了其 AI 基础设施战略的革新。GB300 采用全液冷机架，创新性地将 72 个 NVIDIA Blackwell Ultra GPU 和 36 个基于 Arm 的 NVIDIA Grace CPU 整合到一个平台中，并针对测试时间扩展推理进行了深度优化。其所配备的升级版 Blackwell 芯片堪称性能核心，推理性能较前一代提升了 1.5 倍，HBM 内存容量增加了 1.5 倍，这些提升为平台带来了全新的 AI 推理性能。与 Hopper 相比，GB300NVL72 的用户响应速度（每用户 TPS）提升 10 倍，吞吐量（每兆瓦 TPS）提升 5 倍。再搭配 Quantum-X800InfiniBand 或 Spectrum-X 以太网等技术，英伟达 GB300AI 工厂整体产出实现了 50 倍的显著提升，推理模型输出效率提升高达 5000%。黄仁勋表示 GB300 平台将于 2025 年第三季度正式推向市场。此外，为打破生态壁垒，英伟达推出 NVLink Fusion 计划，向客户和合作伙伴开放公司的关键 NVLink 技术，用于他们自己的定制机架级设计。目前该计划已聚集了包括高通和富士通在内的众多合作伙伴，他们可以将这项技术集成到各自的 CPU 中。NVLink Fusion 还将扩展到 AI ASIC 中，因此 Nvidia 已将多家芯片合作伙伴纳入 NVLink Fusion 生态系统，其中包括 Marvell 和联发科，以及芯片软件设计公司 Synopsys 和 Cadence。这项计划不仅可以巩固英伟达在集群网络互联领域的核心地位，还能进一步推动异构计算生态的扩展。面向企业级市场，英伟达发布 RTX PRO 服务器。算力方面，该服务器的搭载了 8 块 RTX 6000 Blackwell 专业显卡，每块显卡配备 24064 个 CUDA 核心、96GB GDDR7 显存以及 512 位内存总线，显存带宽高达 13TB/s，整体显存容量达到 800GB，在 FP32 精度下，服务器 AI 性能可达到 30PFlops，

可高效运行各种高性能 AI 模型。此外，路透社还报道英伟达将针对中国市场推出一款基于 RTX Pro 6000D 的 AI 芯片，该款 GPU 售价预计在 6500-8000 美元之间，远低于 H20 的 10000-12000 美元。一方面，我们认为 GB300 在 Q3 正式推向市场，短期有望带动服务器上游零部件供应商下半年的业绩增长。另一方面，英伟达 NVlink 技术的开源，以及面向企业级市场的发力，也显露出公司业务由超级客户巨额订单驱动，向 AI 基础设施生态有机自驱的转型，有望打开服务器上游零部件供应商的长期增长空间。产业链相关公司：胜宏科技、沪电股份、生益电子、深南电路、广合科技等。风险提示：供应链波动风险，下游需求不及预期，行业竞争加剧。

(证券分析师：陈海进 研究助理：解承堯)

公用事业行业跟踪周报：2025M1-4 月实现装机容量同比+15.9%、全社会用电量+3.1%

投资要点 本周核心观点：1) 前 4 月全社会用电量同比+3.1%，需求偏弱。1~4 月，全社会用电量累计 31566 亿千瓦时，同比增长 3.1%，其中规模以上工业发电量为 29840 亿千瓦时。从分产业用电看，第一产业用电量 424 亿千瓦时，同比增长 10.0%；第二产业用电量 20497 亿千瓦时，同比增长 2.3%；第三产业用电量 5856 亿千瓦时，同比增长 6.0%；城乡居民生活用电量 4789 亿千瓦时，同比增长 2.5%。2) 前 4 月装机容量同比+15.9%，装机仍快速上涨，绝对量供给偏宽松。截至 4 月底，全国累计发电装机容量 34.9 亿千瓦，同比增长 15.9%。其中，太阳能发电装机容量 9.9 亿千瓦，同比增长 47.7%；风电装机容量 5.4 亿千瓦，同比增长 18.2%。行业核心数据跟踪：电价：2025 年 5 月电网代购电价同比下降 3%环比+0.4%。煤价：截至 2025/5/23，动力煤秦皇岛 5500 卡平仓价 611 元/吨，同比-30.9%，周环比-0.5%。水情：2025 年 5 月 23 日，三峡水库站水位 154.53 米，2021、2022、2023、2024 年同期水位分别为 158 米、169 米、157 米、158 米，蓄水水位正常。三峡水库站入库流量 8500 立方米/秒，同比-21.3%，三峡水库站出库流量 13100 立方米/秒，同比-27.6%。用电量：2025M1-3 全社会用电量 2.38 万亿千瓦时（同比+2.5%），其中，第一产业、第二产业、第三产业、居民城乡用电分别同比+8.7%、+1.9%、+5.2%、+1.5%。发电量：2025M1-3 年累计发电量 2.27 万亿千瓦时（同比-0.3%），其中火电、水电、核电、风电、光伏分别-4.7%、+5.9%、+12.8%、+9.3%、+19.5%。装机容量：2025M1-3 新增装机容量，火电新增 925 万千瓦（同比+44.8%），水电新增 213 万千瓦（同比+17.7%），核电新增 0 万千瓦（同比持平），风电新增 1462 万千瓦（同比-5.7%），光伏新增 5971 万千瓦（同比+30.5%）。投资建议：迎峰度夏关注水电、火电投资机会。1) 火电：迎峰度夏建议关注区域火电投资机会，建议关注京津冀、山西、四川、湖南的供电供需。建议关注【建投能源】【大唐发电】【晋电控股】【长源电力】【华电国际】【华能国际】【国电电力】。2) 水电：量价齐升、低成本受益市场化。度电成本所有电源中最低，省内水电市场电价持续提升，外输可享当地电价。现金流优异分红能力强，折旧期满盈利持续释放。重点推荐【长江电力】。3) 核电：成长确定、远期盈利&分红提升。22/23 年连续两年核准 10 台，24 年再获 11 台核准，成长再提速。在建机组投运+资本开支逐步见顶。公司 ROE 看齐成熟项目有望翻倍，分红同步提升。重点推荐【中国核电】【中国广核】，建议关注【中广核电力 H】。4) 绿电：化债推进财政发力，绿电国补欠款历史问题有望得到解决。资产质量见底回升，绿电成长性再次彰显。重点推荐【龙净环保】，建议关注【龙源电力 H】【中闽能源】【三峡能源】。5) 消纳：关注特高压和电网智能化产业链。趋势一配

电网智能化：关注【威胜信息】【东软载波】【安科瑞】；趋势二电网数字化：推荐虚拟电厂；趋势三国际化：推荐特高压和电网设备。风险提示：需求不及预期、电价煤价波动风险、流域来水不及预期等

（证券分析师：袁理 证券分析师：唐亚辉）

汽车周观点：5月第3周乘用车环比-14%，继续看好汽车板块

n 板块观点重申：继续坚定看好汽车！机器人/智能化/红利三条主线！
n 本周市场对汽车核心关注？ Ø 本周汽车领涨 A-H 股继续领涨市场，乘用车/零部件表现均不错，核心或是市场风险偏好上升机器人板块依旧高涨。乘用车板块焦点比亚迪开启新一轮降价/小鹏 Mona M03 Max 上市预热/小鹏&零跑一季报超预期，机器人板块焦点宇树&特斯拉/赛力斯机器人最新进展等 n 当前时点汽车板块如何配置？ Ø 我们依然坚持看好 2025 年【AI 机器人+AI 智能化+红利&好格局】三条主线，5 月预计机器人主线弹性最大。 Ø 【AI 机器人主线】零部件优选（拓普集团+均胜电子+精锻科技+中鼎股份+爱柯迪+瑞鹄模具等）。 Ø 【AI 智能化主线】乘用车优选港股（小鹏汽车-W/理想汽车-W/小米集团-W）>A 股（赛力斯/上汽集团/比亚迪）；零部件优选（地平线机器人-W/德赛西威/伯特利/黑芝麻智能等）。 Ø 【红利&好格局主线】客车（宇通客车）/重卡（中国重汽 A-H/潍柴动力）/零部件（福耀玻璃+星宇股份+新泉股份+继峰股份）。 n n 风险提示：贸易战升级进一步超出预期；全球经济复苏力度低于预期；L3-L4 智能化技术创新低于预期；全球新能源渗透率低于预期；地缘政治不确定性风险增大。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：刘力宇

证券分析师：孟璐 证券分析师：郭雨蒙 研究助理：孙仁昊 研究助理：赖思旭）

机械设备行业跟踪周报：持续推荐各个品类设备景气上行的工程机械

1.推荐组合：北方华创、三一重工、中微公司、恒立液压、中集集团、拓荆科技、海天国际、柏楚电子、晶盛机电、杰瑞股份、浙江鼎力、杭叉集团、迈为股份、先导智能、长川科技、华测检测、安徽合力、精测电子、纽威股份、芯源微、绿的谐波、海天精工、杭可科技、伊之密、新莱应材、高测股份、纽威数控、华中数控。 2.投资要点：

【人形机器人】特斯拉发布 Optimus 最新视频，通过视频示教掌握多项技能 5 月 21 日，特斯拉发布了 Optimus 的最新演示视频。视频显示，Optimus 可以完成诸如打开垃圾桶丢垃圾、用刷子和簸箕清理桌面、用勺子搅拌炒锅、利用吸尘器清理地面、使用微波炉、关上窗帘等一系列日常工作，以及移动安放 Model X 前连杆等搬运工作。这些任务均通过单一神经网络直接从人类视频学习完成，展现了 Optimus 较强的学习能力。在当前人形机器人商业化进程中，核心难题集中在大脑的泛化能力上。此次 Optimus 展示了一种快速学习的模式，能够丰富机器人的技能广度，提高其泛化能力，进而提升其处理复杂问题的能力 and 多场景落地的可能性。在突破泛化能力的桎梏后，势必将大大加速其商业化进程。此外应用端重要性逐步凸显，人形机器人在物流、纺织、包装等场景的应用逐步成为刚需，在诸多下游场景的验证也能同步助力人形机器人迭代。 投资建议：关注 T 链主线：推荐

【三花智控】【拓普集团】【恒立液压】【绿的谐波】【北特科技】【五洲新春】【鸣志电器】【震裕科技】【双林股份】等。此外下游应用端逐步成为主线：建议关注【永创智能】【中邮科技】【杰克股份】【宏亚数控】等

【工程机械】挖机景气度逐渐向非挖转移，工程机械新一轮上行趋势明确 挖掘机作为工程机械行业的“晴雨表”，在连续数年的下滑后于 24H2 实现筑底反转，需求持续复苏。挖机销量持续上行的同时，景气度逐渐向非挖转移，2025 年以来道路机械呈高增趋势。2025

年4月，压路机/摊铺机/平地机销量分别为1713/200/756台，分别同比+36%/52%/22%，1-4月累计同比+30%/+38%/+20%。由于起重机与地产行业相关性较强，需求复苏较行业处于滞后位置。2025年来，工程起重机整体筑底企稳趋势较为明显，2025年1-4月，汽车起重机/履带起重机/随车起重机累计销量分别为7355/1021/9014台，分别同比-9%/+0%/-0%。展望后续，国内挖机率先复苏&非挖筑底企稳，出口新兴市场地区景气度持续，工程机械行业有望迎来国内外共振。相关个股：三一重工、某全品类龙头、中联重科、柳工、山推股份、恒立液压。【叉车】4月内/外销量分别同比-1%/+5%，出口引领增长4月叉车销量13.0万台，同比增长5%，其中国内销量8.4万台，同比下降1%，出口4.6万台，同比增长18%。其中，内销受国内制造业景气度较弱影响，增速疲软：4月PMI为49.0%，同比下降1.5pct，出口受益于锂电化渗透率提升、国内叉车企业海外渠道铺设，份额提升保证稳定增长。短期，受制造业景气周期和关税政策冲击导致观望情绪加剧等影响，行业内外需求仍然磨底，2025Q1板块营收/归母净利润同比分别+3%/+1%，可期待后续内需刺激政策和欧美补库推进。国产企业对美敞口有限且基本均有海外产能建设布局，关税影响总体可控。中长期，机器替人仍为长期趋势，叉车销量有望稳定增长，行业锂电化渗透率持续提升，助力结构优化，且随技术迭代，AGV等智能物流设备、解决方案等将为龙头企业打造第二成长曲线。推荐低估值叉车龙头【安徽合力】、【杭叉集团】，建议关注【中力股份】。风险提示：下游固定资产投资不及市场预期；行业周期性波动风险；地缘政治及汇率风险。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意

证券分析师：韦译捷 证券分析师：钱尧天）

非银金融行业跟踪周报：攻守兼备，看好保险/券商估值提升

投资要点 非银行金融子行业近期表现：最近5个交易日（2025年05月19日-2025年05月23日）非银金融板块各子行业均跑输沪深300指数。保险行业下跌0.43%，多元金融行业下跌1.31%，证券行业下跌2.23%，非银金融整体下跌1.60%，沪深300指数下跌0.18%。 证券：交易量同比大幅提升；证监会深化并购重组市场改革。1）5月交易量同比大幅提升。截至5月23日，5月日均股基交易额为14219亿元，较上年5月上漲51.37%，较上月增长15.03%。截至5月22日，两融余额18090亿元，同比提升17.42%，较年初下降2.98%。截至5月23日，5月IPO发行5家，募集资金67.23亿元。2）国新办就科技金融政策有关情况举行新闻发布会，加快构建科技金融体制。证监会发行监管司司长严伯进表示，证监会将持续深化科创板、创业板发行上市制度改革，进一步增强制度的包容性、适应性。继续发挥好创新试点相关制度的功能，支持优质的红筹科技企业回归境内上市。3）深交所举办2025全球投资者大会，热议中国资本市场开放创新。证监会副主席李明表示，中国资本市场开放的步伐将始终坚定，证监会将按照制度型开放的部署要求，加强对外开放顶层制度设计。深交所理事长沙雁表示，深交所将深化改革、扩大开放、优化服务，为全球投资者参与中国资本市场营造良好环境4）05月23日证券行业（未包含东方财富）2024平均PB估值1.4x，2025E平均PB估值1.1x。推荐全面受益于活跃资本市场政策的优质龙头，如中信证券、同花顺、东方财富等。 保险：保险资金Q1加大股票投资。1）金融监管披露一季度保险资金运用情况。2025Q1保险行业资金运用余额34.9万亿元，同比+16.7%，较年初+5.0%。人身险资金余额31.4万亿元，Q1增配债券、股票与长股投、减配银行存款与基金。债券占比升至51.2%，

较年初提升 0.9pct; 而银行存款占比 8.2%, 较年初下降 0.2pct; 核心权益占比整体提升。股票占比 8.4%, 较年初提升 0.9pct, 基金则较年初下降 0.3pct 至 4.7%; 其他类(非标为主)较年初大幅减少 1.8pct 降至 19.2%。2)金监总局披露银行保险业一季度主要监管指标数据。2025 年一季度末, 保险业金融机构总资产 37.8 万亿元, 较年初增加 1.9 万亿元, 增长 5.4%。保险公司原保险保费收入 2.2 万亿元, 同比增长 0.8%; 赔款与给付支出 8274 亿元, 同比增长 12.2%; 新增保单件数 249 亿件, 同比增长 20.7%。2025 年一季度末, 保险公司综合偿付能力充足率为 204.5%, 核心偿付能力充足率为 146.5%。3) 保险业经营具有显著顺周期特性, 未来随着经济复苏, 负债端和投资端都将显著改善。2025 年 05 月 23 日保险板块估值 0.54-0.93 倍 2025E P/EV, 处于历史低位, 行业维持“增持”评级。多元金融: 1) 信托: 截至 2024 年 2 季度末, 全行业信托资产规模 27 万亿元, 同比增长 24.5%。2024H1 信托行业利润总额为 196 亿元, 同比降幅为 40.6%。2) 期货: 4 月全国期货交易市场成交量为 8.09 亿手, 成交额为 70.18 万亿元, 同比分别增长 21.49% 和增长 23.92%。3 月全国期货公司净利润 14 亿元, 同比增长 20.8%, 环比 2 月增长 184%。行业排序及重点公司推荐: 非银金融目前平均估值仍然较低, 具有安全边际, 攻守兼备。1) 保险行业受益于经济复苏、利率上行。储蓄类产品销售占比大幅提升, 负债端预计持续改善, 长期仍看好健康险和养老险发展空间。2) 证券行业转型有望带来新的业务增长点。受益于市场回暖、政策环境友好, 券商经纪业务、投行业务、资本中介业务等均受益。行业推荐排序为保险>证券>其他多元金融, 重点推荐新华保险、中国财险、中国人保、中国平安、中信证券、同花顺、九方智投控股等。风险提示: 1) 宏观经济不及预期; 2) 政策趋紧抑制行业创新; 3) 市场竞争加剧风险。

(证券分析师: 孙婷 研究助理: 罗宇康)

有色金属行业跟踪周报: 关税政策反复叠加美债拍卖遇冷, 美国财政恶化驱使黄金价格再度走牛

投资要点 回顾本周行情(5月19日-5月23日), 有色板块本周上涨 1.26%, 在全部一级行业中排名中等。二级行业方面, 周内申万有色金属类二级行业中贵金属板块上涨 5.58%, 工业金属板块上涨 1.86%, 能源金属板块上涨 0.36%, 小金属板块下跌 1.90%, 金属新材料板块下跌 2.60%。工业金属方面, 关税政策反复叠加美债拍卖遇冷, 宏观情绪回落致工业金属环比走弱。贵金属方面, 特朗普再度威胁欧盟增加 50%关税, 美众议院通过大规模减税法案, 美国联邦预算问责委员会预计该法案将令美国国债激增 3 万亿美元以上美国财政恶化驱使黄金价格再度走牛。

周观点: 铜: 矿端事故再起, 全球铜精矿供应偏紧趋势不变为铜价托底。截至 5 月 23 日, 伦铜报收 9,614 美元/吨, 周环比上涨 1.76%; 沪铜报收 77,790 元/吨, 周环比下跌 0.45%。供给端, 截至 5 月 23 日, 本周进口铜矿 TC 维持-43 美元/吨, 全球铜精矿供应偏紧趋势不变, 但国内铜矿港口库存保持增长, 国内冶炼厂短期内未受原料供给问题影响产量; 本周紫金矿业旗下刚果(金)卡莫阿-卡库拉铜矿的卡库拉矿段接连发生多次矿震, 受此影响该选矿厂将维持较低产能运行; 需求方面, 随着年初以来抢装潮结束, 以及基建端的疲软, 消费淡季或提前到来。本周关税政策再起反复, 此前乐观情绪有所退散, 我们预计在当下供需双弱的背景下, 铜价维持区间震荡的概率较大。

铝: 几内亚铝土矿矿区停产致氧化铝价格大幅上行, 原铝社库续降为价格托底。截至 5 月 23 日, 本周 LME 铝报收 2,466 元/吨, 较上周下跌 0.62%; 沪铝报收 20,155 元/吨, 较上周上涨 0.12%。供应端, 广西、西川电解铝企业小幅复产, 本周电解铝行

业理论运行产能 4386.50 万吨，较上周增加 2 万吨；需求端，本周铝板带箔企业产能利用率环比提升 0.05%，铝棒产能利用率环比提升 0.05%，电解铝的理论需求有所提升。本周社会库存进一步续降至 58.76 万吨，环比下降 5.13%，社库的持续降低为沪铝托底，但随着消费淡季的来临以及海外宏观情绪的回落，铝价上行空间有限；继上周五几内亚 Axis Min é rales 矿区被政府要求停产后，本周该矿区已被规划为战略储备区，短期复产概率低，氧化铝价格受此影响大幅上行，预期短期 3000 元/吨将成为有效支撑。

黄金：关税反复叠加美债拍卖遇冷，美国财政恶化驱使黄金价格再度走牛。截至 5 月 23 日，COMEX 黄金收盘价为 3357.70 美元/盎司，周环比上涨 4.75%；SHFE 黄金收盘价为 780.10 元/克，周环比上涨 3.76%。美国 5 月 SPGI 制造业与服务 PMI 均录得超预期增长，其中新增订单增速同比大幅增长的同时，出口订单连续第二个月萎缩，价格收取分项指数初值创 2023 年 4 月份以来新高，关税对供给的影响正在逐步显现；此外，美国总统特朗普于本月 23 日威胁自 6 月 1 日起对欧盟商品直接征收 50% 关税，关税的反复进一步削弱市场偏好。5 月 16 日，基于对美国债务水平的担忧，国际评级巨头穆迪宣布将美国主权信用评级从最高的 Aaa 下调至 Aa1；此外 5 月 21 日，美国 20 年美债拍卖遇冷，投标倍数从 4 月份的 2.63 倍下滑至 2.46 倍，最终得标利率为 5.047%，环比提升了约 24 个基点，创下去年 12 月以来的最大尾部利差；此外，美众议院通过大规模减税法案，美国联邦预算问责委员会预计该法案将令美国国债激增 3 万亿美元以上。我们认为美国财政前景的恶化进一步削弱美元信用，驱使黄金价格再度走牛；而关税对实体经济的影响有望于 6-7 月逐步显现，当下仍是较好的左侧布局时点。

风险提示：美元持续走强；下游需求不及预期。

（证券分析师：孟祥文 证券分析师：徐毅达）

煤炭开采行业跟踪周报：港口库存仍处高位，煤价触底震荡运行

行业近况 本周（5 月 19 日至 5 月 23 日）港口动力煤现货价环比下跌，报收 611 元/吨。

供给端，本周环渤海四港区日均调入量 175.80 万吨，环比上周增加 0.11 万吨，增幅 0.07%。矿山产地煤矿正常供应，港口供给略有上升。

需求端，本周环渤海四港区日均调出量 180.57 万吨，环比上周减少 1.21 万吨，降幅 0.67%；日均锚地船舶共 62 艘，环比上周增加 15 艘，增幅 32.21%。库存端，环渤海四港区库存端 3210.60 万吨，环比上周减少 42.70 万吨，降幅 1.31%。港口本周日均调出量环比略有减少，库存绝对值减少，同比仍处高位，煤价震荡运行。

我们分析认为：煤炭价格目前主要受库存高位影响以及汛期水电稳增影响导致上涨动能有限，但伴随逐步进入迎峰度夏旺季期，煤价或有进一步触底上行可能。

估值与建议： 仍旧关注保险资金增量；保费收入维持正增长，且向头部保险集中。固收类资产荒依旧，叠加红利资产已经高位，所以关注权益配置变化，预期更青睐于资源股。

核心推荐动力煤弹性标的。弹性依次产地自西向东标的，且低估值标的：广汇能源、昊华能源。

风险提示：下游需求不及预期；保供力度强于预期，煤价大幅下跌。

（证券分析师：孟祥文 证券分析师：米宇）

原油周报：受地缘因素影响，国际油价高位震荡

n【美国原油】 n1）原油价格：本周 Brent/WTI 原油期货周均价分别 65.0/61.8 美元/桶，较上周分别-0.5/-0.8 美元/桶。 n2）原油库存：美国原油总库存、商业原油库存、战略原油库存、库欣原油库存分别 8.4/4.4/4.0/0.2 亿桶，环比+217/+133/+84/-46 万桶。 n3）原油产量：美国原油产量为 1339 万桶/天，环比+1 万桶/天。美国活跃原油钻机本

周 465 台, 环比-8 台。美国活跃压裂车队本周 186 部, 环比-7 部。
n4) 原油需求: 美国炼厂原油加工量为 1649 万桶/天, 环比+9 万桶/天; 美国炼厂原油开工率为 90.7%, 环比+0.5pct。 n5) 原油进出口量: 美国原油进口量、出口量、净进口量为 609/351/258 万桶/天, 环比+25/+14/+11 万桶/天。 n【美国成品油】 n1) 成品油价格和价差: 美国汽油、柴油、航煤周均价分别 90/89/89 美元/桶, 环比-0.2/-0.9/-5.1 美元/桶; 与原油价差分别 25/24/23 美元/桶, 环比 0.0/-0.7/-4.9 美元/桶。 n2) 成品油库存: 美国汽油、柴油、航空煤油库存分别 2.3/1.0/0.4 亿桶, 环比+82/+58/+46 万桶。 n3) 成品油产量: 美国汽油、柴油、航空煤油产量分别 956/471/188 万桶/天, 环比+18/+13/-2 万桶/天。 n4) 成品油需求: 美国汽油、柴油、航空煤油消费量分别 864/341/165 万桶/天, 环比-15/-37/+13 万桶/天。 n5) 成品油进出口: ①美国汽油进口量、出口量、净出口量分别 15/98/84 万桶/天, 环比-27/+5/+32 万桶/天。 ②美国柴油进口量、出口量、净出口量分别 14/136/122 万桶/天, 环比-4/-8/-4 万桶/天。 ③美国航空煤油进口量、出口量、净出口量分别 5/21/16 万桶/天, 环比-9/-7/+2 万桶/天。 n【相关上市公司】 推荐: 中国海油/中国海洋石油(600938.SH/0883.HK)、中国石油/中国石油股份(601857.SH/0857.HK)、中国石化/中国石油化工股份(600028.SH/0386.HK)、中海油服(601808.SH)、海油工程(600583.SH)、海油发展(600968.SH); 建议关注: 石化油服/中石化油服(600871.SH/1033.HK)、中油工程(600339.SH)、石化机械(000852.SZ)。 nn【风险提示】 1) 地缘政治因素对油价出现大幅度的干扰。 2) 宏观经济增速严重下滑, 导致需求端严重不振。 3) 新能源加大替代传统石油需求的风险。 4) OPEC+联盟修改石油供应计划的风险。 5) 美国解除对伊朗制裁, 伊朗原油快速回归市场的风险。 6) 美国对页岩油生产环保、融资等政策调整的风险。 7) 全球 2050 净零排放政策调整的风险。

(证券分析师: 陈淑娴 研究助理: 周少玟)

大炼化周报: 行业协同挺价, 长丝价格上涨

n【国内外重点炼化项目价差跟踪】国内重点大炼化项目本周价差为 2699 元/吨, 环比+32 元/吨(环比+1%); 国外重点大炼化项目本周价差为 1078 元/吨, 环比-66 元/吨(环比-6%)。 n【聚酯板块】本周 POY/FDY/DTY 行业均价分别为 7050/7300/8200 元/吨, 环比分别+243/+314/+214 元/吨, POY/FDY/DTY 行业周均利润为 88/-12/-12 元/吨, 环比分别+172/+219/+153 元/吨, POY/FDY/DTY 行业库存为 11.3/18.4/25.4 天, 环比分别+2.4/+1.6/+1.4 天, 长丝开工率为 90.2%, 环比-1.1pct。下游方面, 本周织机开工率为 63.4%, 环比+0.0pct, 织造企业原料库存为 12.2 天, 环比-1.9 天, 织造企业成品库存为 23.5 天, 环比+0.5 天。 n【炼油板块】国内成品油: 本周汽油价格下跌, 柴油/航煤价格上涨。美国成品油: 本周美国汽油/柴油/航煤价格下跌。 n【化工板块】本周 PX 均价为 833.9 美元/吨, 环比-16.4 美元/吨, 较原油价差为 358.2 美元/吨, 环比-15.0 美元/吨, PX 开工率为 76.5%, 环比-1.5pct。 nn【相关上市公司】民营大炼化&涤纶长丝: 恒力石化、荣盛石化、东方盛虹、恒逸石化、桐昆股份、新凤鸣。 n【风险提示】 1) 项目实施进度不及预期; 2) 宏观经济增速下滑, 导致需求复苏弱于预期; 3) 地缘风险演化导致原材料价格波动; 4) 行业产能发生重大变化; 5) 统计口径及计算误差。

(证券分析师: 陈淑娴 研究助理: 周少玟)

基础化工周报: 焦煤、焦炭价格继续下跌

n【聚氨酯板块】本周纯 MDI/聚合 MDI/TDI 行业均价为

17880/16230/12118 元/吨, 环比分别+260/-70/+400 元/吨, 纯 MDI/聚合 MDI/TDI 行业毛利分别为 4438/3859/1103 元/吨, 环比分别+158/-21/+644 元/吨。nn【油煤气烯烃板块】①本周乙烷/丙烷/动力煤/石脑油均价分别为 1382/4302/525/4089 元/吨, 环比分别+8/-211/-6/-46 元/吨。②本周聚乙烯均价为 7945 元/吨, 环比+48 元/吨, 乙烷裂解/CTO/石脑油裂解制聚乙烯理论利润分别为 1181/1945/198 元/吨, 环比分别+23/+48/+74 元/吨。③本周聚丙烯均价为 7200 元/吨, 环比+0 元/吨, PDH/CTO/石脑油裂解制聚丙烯理论利润分别为-98/1650/86 元/吨, 环比分别+184/+16/+42 元/吨。nn【煤化工板块】本周合成氨/尿素/DMF/醋酸行业均价为 2334/1875/4025/2431 元/吨, 环比分别-59/-31/-5/-4 元/吨, 合成氨/尿素/DMF/醋酸行业毛利分别为 434/193/-264/100 元/吨, 环比分别-38/-21/+8/+71 元/吨。nn【相关上市公司】化工白马: 万华化学、宝丰能源、卫星化学、华鲁恒升。n【风险提示】1) 项目实施进度不及预期; 2) 宏观经济增速下滑, 导致需求复苏弱于预期; 3) 地缘风险演化导致原材料价格波动; 4) 行业产能发生重大变化; 5) 统计口径及计算误差。

(证券分析师: 陈淑娴 研究助理: 周少玟)

金融产品跟踪周报: 权益 ETF 系列: 震荡调整, 关注医药、汽车及红利板块的相对机会。

投资要点 A 股市场行情概述: (2025.5.19-2025.5.23) 主要宽基指数涨跌幅: 排名前三名的宽基指数分别为: 红利指数 (0.40%), 深证红利 (0.31%), 中证红利 (0.15%); 排名后三名的宽基指数分别为: 北证 50 (-3.68%), 中证 2000 (-1.52%), 科创 50 (-1.47%)。风格指数涨跌幅: 排名前三名的风格指数分别为: 大盘价值 (0.48%), 周期(风格.中信) (0.15%), 消费(风格.中信) (0.14%); 排名后三名的宽基指数分别为: 巨潮小盘 (-1.53%), 成长(风格.中信) (-1.50%), 小盘成长 (-1.43%)。申万一级行业指数涨跌幅: 排名前三名的申万一级行业指数分别为: 医药生物 (1.78%), 综合 (1.41%), 有色金属 (1.26%)。排名后三名的宽基指数分别为: 计算机 (-3.02%), 机械设备 (-2.48%), 通信 (-2.31%)。A 股市场行情展望: (2025.5.26-2025.5.30) 观点: 震荡调整, 关注医药、汽车及红利板块的相对机会。五月初的时候, 我们根据模型的结果预测过五月万得全 A 指数可能会形成一个倒 V 型的走势, 即先上涨后调整, 空间节点为 4 月 2 日收盘价附近, 时间节点为五月中旬左右。现阶段万得全 A 指数正在逐渐走向倒 V 型的后半段, 日频模型本周仍然持续发出负向信号。因此绝对收益投资建议近期谨慎配置。而相对收益的结构上, 可以关注医药、汽车 and 红利板块的相对收益机会。其中医药和汽车板块资金的认可度较高 (需要注意的是, 部分资金出现获利了结的状况, 此阶段更偏向于持有状态)。而红利板块, 如果后续市场进入震荡调整阶段, 仍然是确定性相对较高的板块 (港股的红利板块表现优于 A 股的红利, A 股红利的振幅可能会相对更大)。此外, 由于黄金价格近期有反弹的迹象, 黄金股也可以考虑多加关注。港股依旧维持此前的判断, 整体节奏上和 A 股保持相对一致, 但在筹码结构上相对健康, 因此港股面临的抛压会比 A 股小, 同等情况下, 港股的整体表现可能会比 A 股更为优秀。基金配置建议: 根据我们上述行情研判, 我们认为后续市场可能会呈现震荡调整的行情, 医药板块、汽车板块以及部分红利板块的表现可能会相对较好。黄金股方向也可能有所表现。因此从基金配置的角度, 我们建议进行相对均衡防守型的 ETF 配置。风险提示: 1) 模型基于历史数据测算, 未来存在失效风险; 2) 宏观经济不及预期; 3) 发生重大预期外的宏观事件。

(证券分析师: 孙婷 证券分析师: 唐遥衍)

工程机械海外产能布局专题 海外产能完善降低关税风险, “一带一路”打造核心朋友圈

n 对美敞口小, 关税影响整体可控。2024 年我国工程机械产品进出口总额 555.3 亿美元, 同比+8.5%。其中, 出口 528.8 亿美元, 同比+8.8%, 进口 26.5 亿美元, 同比+2.5%。分地区来看, 2024 年中国对“一带一路”地区工程机械出口额达 333.0 亿美元, 同比+14%, 贡献绝大部分增量。美国作为全球工程机械最大市场, 出口金额持续下滑, 2024 年中国对美工程机械出口 40.6 亿美元, 同比-5%, 占中国工程机械总出口金额比重由 2020 年的 11.6%持续下滑至 2024 年的 7.7%, 对美敞口持续降低。利润率低于平均, 主机厂对美利润敞口更低。由于中国主机厂在美国主要面向中小型土方机械、高机等利润率较低的市场, 叠加此前 25%关税, 毛利率、净利率与其他海外地区相比都处于较低水平。根据我们测算, 三一重工/徐工机械/中联重科/柳工在美国地区净利润占总净利润分别为亏损/0.67%/0.62%/0.87%, 利润敞口较小。n 贡献利润较大, “一带一路打造核心朋友圈”。自 2020 年中国主机厂纷纷加速全球化布局开始, 我国中大挖出口占比持续提升。从市场需求来看, 矿产资源丰富、基建需求旺盛的东南亚、非洲、拉美、中东对中大挖需求较高, 是我国工程机械出口的主要利润来源。根据我们测算, 三大矿区为三一重工/徐工机械/中联重科/柳工贡献收入比重为 22%/29%/13%/16%, 而利润贡献高达 38%/33%/23%/31%。n 海外产能布局完善, 全球化进程持续推进。【三一重工】海外产能布局完善, 美国/印尼/印度/南非/巴西/欧洲均有布局; 【某全品类龙头】全球化布局稳健推进, 主要面向南美/中亚地区; 【中联重科】聚焦传统优势行业, 全球化布局逐步推进; 【柳工】率先开启全球化进程, 海外布局稳步推进; 【恒立液压】墨西哥产能即将落地, 加速导入外资客户。n 投资建议: 工程机械主机厂对美收入敞口较小, 关税对业绩影响整体可控。中长期看, 全球化是中国主机厂迈向全球龙头的必经之路, 关税较大程度限制国内主机厂全球市占率的提升。我们认为国内主机厂有望通过①打造“一带一路”核心朋友圈, 着力突破东南亚、非洲、拉美等地区; ②持续推进全球化产能布局, 降低关税对国际贸易的影响。相关个股: 三一重工、某全品类龙头、中联重科、柳工、山推股份、恒立液压。n 风险提示: 行业周期波动, 基建及地产项目落地不及预期, 政策不及预期, 地缘政治加剧风险。

(证券分析师: 周尔双)

重卡行业 4 月跟踪月报: 内销同比转正, 看好内销景气度持续上行

n 投资建议: 看好国内政策刺激下全年板块行情。推荐【中国重汽 A/H】+【潍柴动力】, 重视【一汽解放+福田汽车】业绩改善弹性。n 风险提示: 国内重卡行业复苏不及预期, 天然气价格上涨超出预期。

(证券分析师: 黄细里 研究助理: 赖思旭)

推荐个股及其他点评

联想集团 (00992.HK): FY2025 业绩点评: 三大业务全面增长, 有望持续受益于 AI 发展

投资要点 事件: 公司发布 24/25 财年业绩, 24/25 财年公司实现营收 690.8 亿美元, 同比+21.4%; 归母净利润 13.8 亿美元, 同比+37.0%; 第四财季公司实现营收 169.8 亿美元, 同比+22.5%, 环比-9.6%; 归母净利润 0.9 亿美元, 同比-63.7%, 环比-87.0%; 非香港财务报告准则归母净利润 2.8 亿美元, 同比+24.7%, 环比-35.3%。归母净利润下滑主

要系非现金认股权证公允价值亏损所致。IDG: PC 地位稳固, AIPC 持续渗透。第四财季智能设备业务实现营业收入 118.1 亿美元, 同比+12.9%, 环比-14.3%; 经营利润率同比-0.6pct 至 6.8%。第四财季手机出货量同比+6%, 亚太/欧洲-中东-非洲区分别实现 179%/32%的增速, 海外市占率提升至第四位; 平板出货量同比+18%。PC 市占率达 23.8% 领先优势扩大。AIPC 在中国市场笔记本总销量中占比 16%, 超额完成目标。公司预计至 2025 年 AIPC 渗透率将达 25%左右, 2027 年将达到 80%左右。公司持续推进“个人智能双胞胎”, 未来将推出更多搭载“天禧”个人超级智能体的终端产品, AIPC 侧竞争力可进一步提升。ISG: 连续双季度盈利, CSP 业务增长强劲。第四财季基础设施方案业务实现营业收入 41.2 亿美元, 同比+62.6%, 环比+4.6%; 经营利润率同比+4.0pct 至 0.1%, 连续两季度盈利。受服务器订单增加和企业业务复苏驱动, 全年 CSP 业务/企业基础设施营收同比+92%/+20%。海神液冷解决方案全年收入同比+68%, 第四财季同比+244%加速增长。公司已发布新一代 ThinkSystem V4 服务器、ThinkEdge SE100 AI 推理服务器、第六代 Neptune 海神液冷技术及全新的数据存储解决方案, ISG 业绩有望持续增长。SSG: 经营利润率提升, 混合云服务订单高增。第四财季方案服务业务实现营业收入 21.5 亿美元, 同比+18.1%, 环比-4.7%; 经营利润率同比+1.2pct 至 22.7%。第四财季解决方案和“即服务”业务收入占比同比+4pct 至 60%, 业绩可持续性提升。SSG 混合云服务全年订单同比+82%, 其中 GPU 即服务增长高达 13 倍。公司加速推进生成式 AI 应用, 推出 AI 智能体平台、AI 一体机等新品组合, 携手 Databricks 等合作伙伴完善企业级 AI 应用, 有望在 AI 普及过程中收获增量。盈利预测与投资评级: 我们预计公司各项业务将持续受益于 AI 浪潮, AIDC、AIPC 产品、个人及企业智能体将推动公司业绩稳健增长, 我们将公司 FY2026/2027 年预期归母净利润由 15.8/16.8 亿美元上调至 16.0/17.6 亿美元, 并预测公司 FY2028 归母净利润为 19.7 亿美元, 2025 年 5 月 26 日收盘价对应 PE 分别为 9.3/8.4/7.5 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 供应链风险、地缘政治风险、AIPC 渗透不及预期。

(证券分析师: 张良卫 研究助理: 李博韦)

帝科股份 (300842): 帝科股份: 拟收购浙江索特 60%股权, 强化产业地位+丰富专利布局

投资要点 事件: 公司公告拟以现金 6.96 亿元收购浙江索特 60%股权, 交易完成后, 浙江索特将成为公司控股子公司。拟通过签订股权转让协议, 购买安吉拔萃基金所持浙江索特 59.77%股权, 无锡竹宇所持 0.115%股权, 新沂汇瑾所持 0.115%股权, 收购完成将持有浙江索特 60%股权。索特估值约 11 亿元+, 业绩承诺三年累计不低于 2.87 亿元。根据公告, 截至 24 年底浙江索特资产总额 24.3 亿元, 净资产 6.45 亿元; 经协商确定, 浙江索特 100%股权对应估值约 11.60 亿元, 本次以 6.96 亿元收购其 60%股权。资金来源于上市公司的自有资金及通过并购贷款等融资方式筹措资金。浙江索特承诺 25/26/27 年实现经审计净利润累计不低于 2.87 亿元, 不足部分由董事长史卫利按 60%收购股权弥补。测算年均利润约 0.96 亿元, 对应收购估值 PE 约 12X, 低于行业水平。收购有助于强化产业地位+丰富专利布局、强化公司竞争力。浙江索特主营产品为光伏浆料, 技术水平及质量均得到客户广泛认可, 并与头部企业晶科、隆基、晶澳、横店东磁、爱旭等知名厂商建立了长期稳定的合作关系; 公司 24 年营收 35.53 亿元, 净利润 0.51 亿元, 其中旗下 Solamet®业务净利润 0.72 亿元; 并购完成后有望提升公司市占率、带动盈利能力改善。截至公告发布, 浙江索特全

球获授有效专利 229 项,可充分利用技术优势协同创新、强化竞争力。
盈利预测与投资评级:我们维持预计公司 2025-2027 年归母净利润 3.9/5.2/6.7 亿元,同增 9%/33%/28%;给予 25 年 20X,对应目标价 55.4 元,维持“买入”评级。风险提示:原材料上涨超预期、需求增长不及预期、竞争加剧、收购风险等。

(证券分析师:曾朵红 证券分析师:郭亚男
证券分析师:徐铨嵘)

名创优品 (09896.HK): 2025Q1 业绩点评:国内门店结构调优,海外直营淡季&开店费用前置拖累利润率

投资要点 业绩简评: 2025Q1, 公司实现收入 44.27 亿元, 同比+18.89%; 略高于公司指引; 归母净利润为 4.16 亿元, 同比-28.9%, 主要因收购永辉相关融资的短期费用上升。更能反映经营情况、剔除永辉影响后的经调整净利润为 5.87 亿元, 同比-4.8%。 直营淡季、海外开店前置费用影响公司短期利润: 2025Q1, 公司毛利率为 44.23%, 同比+0.82pct; 经调整净利润率为 13.26%, 同比-3.3pct。这主要是因为毛利率更高、净利润率更低的海外直营业务占收入比重增加, 且直营业务 Q1 为淡季、Q4 为旺季, 年内利润通常前低后高。公司销售/管理费用率为 23.07%/ 5.47%, 同比+4.37/+0.33pct, 销售费用率提升主要因为直营门店收入占比提升, 以及海外未来将要新开的门店产生前期费用所致。 国内 MINISO 结构调优, 同店持续改善: 2025Q1 国内 MINISO 实现营收 24.9 亿元, 同比+9.15%。本季度国内门店净关 111 家至 4275 家, 主要是因为公司推动关老店开新店、关小店开新店, 推进品牌升级。根据公司业绩会, 年初至今开业 5 家 miniso land 店和 43 家旗舰店, 均是加盟店。在这一举措下公司单店/同店表现有所改善, 根据公司业绩会 PPT, 国内门店同店销售额 (SSSG) 从 1-2 月的不足 96%恢复到 1.01~5.20 的 97.5%左右。 海外增速较快: 2025Q1, 公司海外 MINISO 收入为 15.92 亿元, 同比+30.3%。本季度海外净增 95 家门店达 3213 家, 其中直营店净增 45 家达 548 家, 第三方店净增 50 个达 2665 家。Q1 为海外淡季因此收入基数和直营利润率都较低; 公司快速开店产生前置费用影响短期业绩。公司将进一步深化全球供应链布局, 美国本土直采比例近 40%, 能有效分散关税风险。 TOP TOY 门店数及收入持续高增: 2025Q1, 公司 TOP TOY 品牌实现收入 3.4 亿元, 同比+58.9%。本季度门店数净增 4 家达 280 家。TOP TOY 目前发展势头良好, 门店及收入均处于快速增长阶段。
盈利预测与投资评级: 公司是线下品牌连锁零售龙头, 未来海外扩张+国内下沉仍有广阔成长空间。考虑利润率短期波动和购买永辉超市股权的交易产生的相关资金成本, 我们将公司 2025~2027 年 Non-IFRS 归母净利润从 31.5/ 35.7 / 39.8 亿元, 调整至 29.2/ 33.8/ 37.1 亿元, 同比+7.3%/ +15.7%/ +9.9%, 对应 5 月 26 日港股开盘价为 14/ 12/ 11 倍 P/E, 考虑公司股价已有回调、估值较低, 维持“买入”评级。 风险提示: 消费需求不及预期, 海外经营相关风险等

(证券分析师:吴劲草 证券分析师:阳靖)

百润股份 (002568): 积极拥抱新渠道, 关注新品节奏

投资要点 事件: 5 月 24 日起公司旗下百利得威士忌、椒语金酒、岭冽伏特加上架歪马平台。 酒类即时零售长坡厚雪, 歪马全方位优势凸显。伴随消费习惯向“即买即饮”转变, 即时零售成为关键赛道, 通过本地仓配网络, 将传统“酒企-经销商-终端-消费者”的四级链路压缩为“酒企-前置仓-消费者”三级甚至两级。可实现核心城市 1 小时送达。据美团闪购的数据显示, 2023 年中国酒类即时零售市场规模不到 200 亿元, 渗透率约为 1%, 2024 年已增长至 360 亿元左右, 预

计到 2027 年规模将增长至 1000 亿元，渗透率达到 6%。其中，歪马送酒为美团旗下经营啤酒、白酒、红酒、洋酒四大品类的酒水即时零售品牌，主打自建配送体系给前置仓配货，提供最快 15 分钟可达的送酒服务。截至 2024 年底，歪马送酒在全国已经拥有超 1000 家门店，覆盖广东、江苏、浙江、四川、湖南、上海、北京等多个省市，依靠平台、品牌、规模等全方位优势，在酒类即时零售赛道占据重要一席。积极拥抱新渠道，期待新业态带来新增流量。我们认为，公司旗下百利得威士忌、椒语金酒、岭冽伏特加上架歪马平台，是公司在即时零售领域探索新方向的重要一步，有望借用歪马送酒平台的用户资源和高效的配送体系，加强年轻消费群体触达、提升品牌认知，助推烈酒业务放量发展。威士忌产品方面，百利得系列定位“口粮酒、入门款”，价格亲民，快消品经销商较多，终端门店中便利店、零食量贩占比高，崂州系列（单一麦芽）强调品质与独特性，预计 25Q2 起陆续发货，优先在消费基础强的华南区域（广东、福建）铺开，后续持续关注新品铺货进展及动销反馈。盈利预测与投资评级：展望全年，预调酒业务方面，将继续打造 358 度产品矩阵，强爽维持势能、微醺/清爽实现有策略的放量，同时预计开发 8~20 度新品满足强酒感度客户需求，预计亦有望带来一定增量贡献，全年目标力争实现正增长；威士忌业务方面，25 年 3 月推出“百利得”单一调和威士忌 22 和 66，预计 Q2 开始“崂州”单一麦芽威士忌系列逐步发货，当前威士忌招商进展顺利，锚定全年目标奋进。我们维持 2025-2027 年营收为 35、40、47 亿元，同比+15%、+14%、+18%，归母净利润为 8.1、9.7、11.8 亿元，同比+12%、+20%、+22%，对应 PE 为 34、28、23 倍，维持“买入”评级。风险提示：预调酒销售不及预期、新品威士忌渠道拓展和动销可能低于预期、食品安全问题。

（证券分析师：苏铖 证券分析师：郭晓东 研究助理：于思淼）

BOSS 直聘（BZ）：2025Q1 业绩点评：业绩好于预期，招聘需求继续回暖

投资要点 25Q1 公司实现营业收入 19.2 亿元，同比增长 12.9%，落在公司指引区间上限。经调整净利润 7.6 亿元，同比增长 43.9%。收入利润均好于彭博一致预期。公司预计 25Q2 总收入将在 20.5-20.8 亿元，同比增长 6.9%至 8.5%。招聘需求逐渐回暖，Q1 现金收款同比增速环比改善。得益于日益强大的双边网络效应以及公司注重用户满意度的提升，在市场费用减少的前提下，1 到 4 月公司累计新增完善用户超过 1500 万人，Q1 APP 端平均认证 MAU 同比增长 24%，3 月接近 6500 万人，且人均求职成果量同环比均保持上涨。春节以来平台在企业端招聘需求保持恢复态势，截至 2025/3/31 的 12 个月里，付费企业客户总数达 638 万，同比增长 12.3%，1 到 4 月平均新增发布职位数同比涨 17%。根据我们测算，Q1 公司现金收款同比增速环比有所增长，反映招聘市场进一步边际改善，我们预计 Q2 该趋势有望延续。多个行业招聘需求呈现积极信号，蓝领/低线/小企业收入贡献继续提升。春节后以餐饮零售为代表的服务业蓝领招聘需求环比持续回暖，制造业招聘需求在关税影响下显示韧性，4 月新增职位数同比保持增长，白领招聘需求呈现企稳回升态势，广告行业、专业服务行业、互联网金融、汽车等行业增速领跑。公司在增量市场持续深耕，渗透率进一步提升，25Q1 蓝领业务在收入中的贡献提升至超过 39%，主要受蓝领用户增长驱动（新增用户中蓝领群体占比超过 45%），其中制造业增长最快；三线及以下城市用户收入贡献同比提升 3pct 至超过 23%，小微企业所贡献的收入占比同期创历史新高。我们继续

看好公司在这些市场用户增长和渗透率提升驱动整体收入增长。费用管控较佳,盈利能力持续提升。25Q1 公司毛利率同比提升 1.2pct 达 84%;销售费用率同比减少 8.5pct,主要由于广告营销费用和员工相关费用减少,获客效率继续提高;管理/研发费用率同比分别减少 2.1pct/5.4pct。公司维持 2025 年经调整运营利润 30 亿元指引,我们看好公司通过提高获客效率及 AI 降本增效实现利润稳健释放。盈利预测与投资评级:我们继续看好公司在在线招聘领域的竞争优势,同时积极布局 AI 业务有望打开业务长期想象空间,维持公司 2025-2027 年 Non-GAAP 净利润预测 33/41/48 亿元,对应 PE 为 17/14/12x,我们看好公司长期发展,维持“买入”评级。风险提示:经济恢复不及预期,企业数增长或付费不及预期

(证券分析师:张良卫 证券分析师:郭若娜)

百度集团-SW (09888.HK): 2025Q1 业绩点评: 短期 AI 改造生态影响广告收入, 云业务趋势向好

投资要点 业绩概览: 2025Q1 公司营业收入实现 324.52 亿,同比增长 3%, Non - GAAP 净利润 64.69 亿元,均好于彭博一致预期。自 2025 年 Q1 以来百度回购股份 4.45 亿美元,自 2023 年以来累计回购金额超 21 亿美元,公司持续加强股东回报。广告业务: AI 智能体进展积极,期待生态 AI 改造潜力。2025Q1 百度核心收入 255 亿元,同比增长 7%,好于彭博一致预期,其中在线营销收入为人民币 160 亿元,同比减少 6%。Q1 公司对移动生态系统加速搜索 AI 转型,同时继续提高变现效率。3 月,超过 2.9 万家广告主通过智能体进行日常广告支出,应用领域涵盖医疗保健、教育、生活服务、B2B、房地产和包括法律服务在内的商业服务,智能体为广告主带来的收入同比增长 30 倍,占百度核心在线营销收入的 9%。我们认为短期广告主投放意愿仍待修复,效率更高的 AI 工具有望为公司广告业务带动增量,百度应用生态的 AI 化改造潜力值得期待。非广告业务: 云业务继续高增,盈利能力提升。1) 智能云业务: 2025Q1 云收入实现强劲增长,同比增长加快至 42%。由于多个行业加速采用 AI,推动客户对公司高性价比 AI 云服务的需求显著增加,百度智能云与生成式 AI 和基础模型相关的收入同比增长三位数。公司 AI 专业知识的市场认可度不断提高,亦推动客户强劲增长, Q1 深化了与现有客户的合作,同时通过新的合作伙伴关系扩大客户基础。智能云的盈利能力亦呈现上升趋势, nongaap 运营利润率 Q1 同比持续扩大,已达两位数水平。2) 智能驾驶业务: Q1 萝卜快跑提供的自动驾驶订单超过 140 万单,同比增长 75%。3 月萝卜快跑拓展至迪拜及阿布扎比,5 月开始在迪拜进行开放道路验证测试。后续公司将继续通过提高运营效率和用户体验减少亏损。短期 AI 业务投入及获客成本增加影响盈利能力。Q1 百度核心 nongaap 毛利率同比有所下滑,主要系与智能云业务相关的成本及流量获取成本增加影响。百度核心 nongaap 销售及管理费用率同比提升,主要由于渠道支出及市场推广费用增加,部分被人员相关费用减少所抵消。百度核心 nongaap 研发费用率同比降低 3.4pct,主要由于人员相关费用减少。盈利预测与投资评级: 我们看好 AI 给公司云业务带来新的发展机遇,但考虑到搜索业务竞争不确定性,我们将公司 2025-2027 年 nongaap 净利润预测从 254/273/288 亿元下调至 230/244/264 亿元,对应 2025 年 Non-GAAP PE 为 9 倍,公司 AI 业务进展较好,且持续回购体现注重股东回报,维持“买入”评级。风险提示: 主业竞争风险,技术发展不及预期风险,经济恢复不及预期。

(证券分析师: 张良卫 证券分析师: 郭若娜)

同程旅行 (00780.HK): 2025Q1 业绩公告点评: 核心业务高速增长, 利润率显著提升

投资要点 营收符合预期, 利润超指引区间: 2025Q1 营收 43.8 亿元, yoy+13%, 落在指引区间中值; 经调归母净利润 7.9 亿元, yoy+41%, 超出指引的 7-7.5 区间。平均月付费用户同增 9.2%至 4650 万人。核心业务高速增长, 度假业务阶段性拖累: Core-OTA 板块收入同比+18%至 37.9 亿元, 仍然高速增长, 其中交通票务/住宿预定 Q1 收入分别为 20.0/11.9 亿元, yoy+15%/23%。公司一方面继续利用交叉销售策略, 另一方面深化国际酒店供应商合作加强产品覆盖范围, 25Q1 国际酒店间夜量同增超 50%。度假业务同比-12%至 5.9 亿元, 主要由于东南亚市场跟团游恢复阶段性受阻。毛利率、净利率提升显著: Q1 毛利率 68.7%, yoy+3.7pct。主要由于 Core-OTA 的高速增长、成本规模效应及毛利率较低的度假业务占比下降, 综合使得毛利率提升显著。销售费用率 33.2%, yoy-2.3pct; 管理费用率 7.1%, yoy+0.2pct。经调净利率 18.0%, yoy+3.6pct。盈利预测与投资评级: 同程旅行积极运营微信流量实现加速成长, 国内出行维持高景气, 跨境旅游逐渐恢复, 公司收紧用户补贴保证利润水平。由于收购万达酒管公司, 我们上调盈利预测, 预期 2025-2027 年归母净利润分别为 25.0/30.1/35.2 亿元 (前值为 24.3/29.0/33.9 亿元), 对应 PE 估值为 18/15/13 倍。预计 2025 年经调整净利润为 35.0 亿元, 对应 PE 为 13 倍, 维持“增持”评级。风险提示: 出行消费习惯变化, 行业竞争加剧等。

(证券分析师: 吴劲草 证券分析师: 石琦瑄

研究助理: 王琳婧)

广州酒家 (603043): 餐饮+食品双轮驱动, 立足华南辐射全国

投资要点 深耕“餐饮+食品”两大核心领域, 坚持工艺创新, 优化产品矩阵: 公司紧跟市场需求变化, 持续优化产品矩阵, 打造更具竞争力产品体系: 全新升级月饼、速冻、端午粽等产品, 同时紧跟银发经济、药食同源等市场热点, 开拓“粤式轻滋补”、“粤式休闲糖水”新赛道, 推出人参益智仁乌鸡汤、陈皮莲子红豆沙等产品。此外, 继续深入研发培育品项, 推出乳鸽、鸡扒等肉制品系列产品, 一方面通过工艺创新与产品升级, 如应用降盐降糖工艺、甘油二酯技术等, 推出系列贴合健康消费趋势的新品, 完成核桃包、低 GI 月饼等多款产品迭代升级; 另一方面, 强化研发平台建设, 成立食品科创研究院, 深化校企合作, 加速科技成果转化。2024 年公司食品制造业务收入已达 35.70 亿元, 收入占比 70%, 包括月饼/速冻/其他, 收入分别为 16.36/10.30/9.04 亿元; 餐饮服务收入 14.55 亿元, 收入占比为 28%。线下布局多点开花, 电商合作稳步推进: 公司坚持全渠道建设: (1) 线下布局多点开花, 推动分销客户开拓和大客户培育, 截至 2024 年底, 已拥有经销商 1013 家; 并与知名会员制商超持续深化合作, 会员制商超合作覆盖 40 个城市。(2) 同时公司进一步深化与社区电商平台的合作, 联合头部社区团购电商平台推出多款短保产品; 连锁门店也继续发力, 探索门店新模式, 如现烤门店, 速冻/腊味主题门店, 不断拓宽利口福连锁店服务覆盖面, 截至 2024 年底, 已拥有超 240 家门店。立足华南, 辐射全国: 区域分布来看, 公司持续深耕华东与华北市场, 凭借拳头产品中秋月饼, 从上海等核心城市拓展到江浙、苏杭等周边区域, 广东省外月饼销售占比逐年增加, 2024 年已近 20%。同时加快境外市场布局, 产品进入美国、加拿大、澳大利亚等地市场, 2024 年境外市场营收增长 41.63%。同时公司近年来进一步加大餐饮全国化布局力度, 重点落子北京、上海、深圳等重点一线城市, 截至 2024 年底, 新设广州酒家、陶陶居餐饮店 8 家, 完成收购陶陶居 5 家

授权门店，公司餐饮直营门店 53 家，其中“广州酒家”直营门店 28 家，“星樾城”直营门店 1 家，“陶陶居”直营门店 24 家，公司授权第三方经营“陶陶居”特许经营门店 18 家。 盈利预测与投资评级：我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 5.41/6.14/6.78 亿元，同比增速分别为 9.44%/13.62%/10.41%，维持“增持”评级。 风险提示：行业竞争加剧，月饼&速冻食品经营不及预期，产能释放不及预期。

（证券分析师：苏铖 证券分析师：邓洁）

小米集团-W (01810.HK)：发布 YU7 及玄戒芯片等新品，继续看好“人车家”全生态齐头并进

投资要点 事件：公司召开“小米 15 周年战略新品发布会”，发布玄戒 O1、T1 芯片、YU7 SUV、15S Pro 手机、7 Ultra 平板及各科技家电等多款新品。 小米 YU7 亮相，性能、续航及智驾硬件实力强劲。YU7 定位中大型豪华高性能 SUV，预计将于 2025M7 上市。YU7 全系标配小米天际屏，通过全景曲面投影技术实现 1.1m 全景显示；性能方面，最大马力达 690 PS，零百加速 3.2 秒，最高时速 253km/h；续航方面，标准版续航 835km 为中大型纯电 SUV 第一；智驾方面，YU7 全系标配 700 TOPS 英伟达 Thor 芯片及激光雷达。截至 2025M5，SU7 累计交付量超 25.8 万台，2025M4 交付超 2.8 万台，为 20 万+价位销量第一。在 YU7 扩充汽车产品序列，且二期产能陆续落地后，汽车业务有望开启新的产品增长曲线。 玄戒芯片落地，软硬一体打开产品力天花板。公司自研手机 SoC 玄戒 O1 将首发搭载于 15S Pro 手机及 7 Ultra 平板。公司成为继苹果、高通和联发科后，全球第四家自研设计 3nm 制程手机 SoC 的企业。玄戒 O1 采用第二代 3nm 制程，集成 190 亿个晶体管，大核主频达 3.9GHz；同时公司发布集成了自研 4G 基带的玄戒 T1 芯片，首发搭载于 Watch S4 15 周年纪念版。目前公司芯片研发团队超 2500 人，累计研发投入超 135 亿元，规模及投入位居行业前三，公司指引 25 年芯片投入超 60 亿，26-30 年核心技术研发投入 2000 亿。继自研操作系统后，公司在芯片领域的突破有望进一步打开产品力天花板。 人车家齐头并进，高端化新零售驱动增长。24 年手机总出货量同比+15.7%至 168.5 百万台，在全球 56/69 个国家&地区出货量排名前三/前五，全球/大陆市占率同比增加 1.0pct/3.0pct 至 13.8%/15.8%。近年来公司通过自建产能、自研芯片操作系统、扩汽车及 IoT 科技品类提升品牌形象，高端化战略稳步推进，24 年国内高端智能机出货量占比同比+3.0pct 至 23.3%；Q4 总体 ASP 同比+10.1%至 1202 元。新零售拓至海外，24 年国内线下渠道出货量市占率同比+1.9pct 至 10.3%，公司指引未来五年新增境外小米之家约一万家，再提增长动能。 盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025/2026/2027 归母净利润 343/467/593 亿元的预期，2025 年 5 月 23 日收盘对应 2025/2026/2027 年 PE 分别为 37.3/27.4/21.6 倍，维持“买入”评级。 风险提示：行业竞争加剧，宏观经济波动，下游需求不及预期。

（证券分析师：张良卫 研究助理：李博韦）

海底捞 (06862.HK)：稳中求进，积极进取

投资要点 多维度优化经营模式，门店运营稳健发展。公司采用自下而上的选址机制，并严控加盟商进入标准，于产品、场景、管理端优化经营模式：（1）产品端，2025 年或将重点打造鲜切荤菜与时令系列，（2）场景端，重点拓展主题门店与企业园区店，（3）管理端，推行双管店模式与专属客户经理制度。 质量为先，稳步推进加盟布局。2024 年 3 月公司启动加盟，筛选机制及标准严格，包括资质审核、运营能力评估及长期发展匹配度考核，加盟商通过率相对较低。截至 2024 年

底，13家加盟门店已落地。公司采取店经理驻派的强托管模式，发挥加盟商本地资源优势及主观能动性的同时，保障服务质量及店面的标准化。2025年亦坚持质量为先的原则，通过高标准筛选机制，与区域资源形成协同，质量为先。“红石榴”计划成效兑现，创新孵化效果佳。2021年、2022年公司先后启动“啄木鸟计划”、“硬骨头计划”，梳理提效、驱动增长。2024年公司开启“红石榴计划”、鼓励新品牌孵化，截至2024年末，集团内部已创立11个餐饮品牌、74家门店，覆盖不同的消费场景。“红石榴”计划有望为公司打造第二成长曲线。数字化升级，供应链优化。公司通过大数据分析与AI技术，处理回访数据，AI智能餐后评价系统则进一步提升顾客满意度与降低流失率。自主研发的“嗨嗨系统”APP月点击量突破2万次，同时公司已部署50余个AI智能体机器人应用，覆盖客户服务、供应链等多个环节，不断提升工作效率。盈利预测与投资评级：“红石榴”计划与开放加盟的策略落地，新品牌、新门店加速扩充，期待其孵化效果。同时公司持续强化供应链及成本管控能力，或带来利润端进一步改善。考虑到餐饮修复略有不确定性，我们预计2025-2027年归母净利润为48.70/50.29/52.69亿元，同比增长3.44%/3.27%/4.77%，EPS分别为0.87/0.90/0.95元，对应当前PE15.90x、15.40x、14.70x，维持“买入”评级。风险提示：原材料价格波动风险、食品安全风险、行业竞争加剧的风险。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：邓洁）

满帮集团（YMM）：2025Q1业绩点评：业绩超预期，科技方向布局加码

投资要点 事件：25Q1公司实现营业收入27亿，同比增长19%，其中交易服务收入同比增长51%，占集团总收入比例达39%。Non-GAAP运营利润同比提升171.5%至13.2亿元，Non-GAAP运营利润率同比提升27pct；Non-GAAP净利润同比增长84%至13.9亿元。公司业绩超预期。公司预计25Q2收入将在30.6-31.2亿元，同比增长10.6%至12.9%。用户数、履约率及完单量增长亮眼，我们看好全年收入超预期潜力。Q1公司履约订单量同比增长22.6%至4820万单，远超货运大盘表现，主要得益于货主数量增加和结构优化，以及履约效率提高。1）货主端：受益于公司运营优化，25Q1公司平均托运人MAU为276万人，同比增长28.8%，截至3月末货主会员总数超过110万，主要系直客增长：25Q1直客货主履约订单贡献比例环比提升至51%。2）司机端：受益于平台订单需求的活跃及算法运营优化等，截至2025年3月底的12个月内，通过满帮完成订单的活跃卡车司机数量达418万，且司机参与度和忠诚度进一步提高，响应订单的司机次月留存率超过85%，履约率同比增长6pct达39.2%，再创历史新高。抽佣业务继续高增，平台变现价值进一步释放。25Q1公司交易服务收入（即抽佣业务）为10.5亿元，同比增长51.5%，占总收入比例提升至39%。拆解来看，抽佣订单渗透率环比提升至85.2%（24Q4为82.9%），每单变现金额环比提升至25.5元（24Q4为24.6元），且仍有提升空间，主要得益于公司对货运匹配系统的精细化管理，通过持续迭代和优化多维佣金模式，及针对低、中、高频货主的差异化货运定价，核心货主用户留存率持续加强，长尾用户群体的变现潜力进一步释放。我们看好订单量快速增长叠加稳健变现节奏下，交易服务收入继续保持高增。业务结构优化推动毛利率创新高，短期加大投资影响利润。25Q1公司毛利率较低的货运经纪业务收入同比持平，毛利率较高的交易服务收入及会员收入等增长超预期，驱动总体毛利率超预期，同比提升19.6pct。销售/管理/研发费用率同比分别下降

1pct/4.8pct/3.8pct, 驱动经调整运营利润率同比显著提升。但考虑到公司计划加大对 AI、科技等领域的投资(向自动驾驶技术公司智加追加 1.25 亿美元投资), 我们预计相关投资会对 Q2 及 2025 年全年利润产生一定不利影响。 盈利预测与投资评级: 我们看好公司在货主/司机端的份额进一步提升, 带动收入高增, 同时考虑到公司投资力度增加, 我们维持公司 2025-2027 年 Non-GAAP 归母净利润预测 54/70/89 亿元, 对应 PE 分别为 16/12/9 倍, 公司注重股东回报, 维持“买入”评级。 风险提示: 短期投资影响利润, 货运经纪业务低预期, 业务拓展低预期

(证券分析师: 张良卫 证券分析师: 郭若娜)

携程集团-S (09961.HK): 2025Q1 业绩点评: 利润好于预期, 继续看好国际业务增长

投资要点 事件: 25Q1, 携程实现净营业收入 138 亿元, 同比增长 16%, 符合彭博一致预期; 经调整 EBITDA 为 42 亿元, 经调整 EBITDA 利润率为 30%; Non-GAAP 净利润为 42 亿元, 同比增长 3%, 好于彭博一致预期。截至 5 月 16 日公司已根据现有股票回购计划购买约 160 万股美国存托凭证, 总对价约 8400 万美元。 纯国际业务保持高增, 获客 ROI 好于预期。(1) 出境游保持稳定增长, Q1 跨境航班运力恢复到疫情前水平的 83%, 携程的出境酒店和机票预订量恢复到 2019 年同期水平的 120% 以上, 比市场表现高出 30%-40%。(2) 国际业务方面, 公司的国际 OTA 平台预定量同比增长超过 60%, 其中亚太地区仍是主要增长引擎。移动平台占国际预订量的 70%, 反映用户对基于 APP 的旅行规划偏好不断增加, 及品牌认知度的提高。携程的国际业务仍在积极获客提升市场份额的阶段, Q1 公司 nongaap 销售费用率约 21%, 好于我们预期, 除了季节性以外, 我们认为部分受国际业务获客 ROI 好于预期影响。我们继续看好公司国际业务基于更好的产品体验和客户服务实现份额进一步提升。 国内旅游需求仍旺盛, 入境游继续强劲增长。国内消费者旅游需求依然旺盛, Q1 酒店预订量同比继续保持两位数增长, 每间可售房收入同比下降高个位数。入境游方面, 在政策推动下, Q1 全国入境人数同比增长 40%, 其中 75% 来自免签地区, 携程平台上入境预订量同比增长约 100%, 亚太地区主要免签国家的酒店预订量激增超过 240%。进入 Q2, 五一假期旅游数据向好, 根据文化和旅游部数据中心测算, 五一假期期间全国国内出游 3.14 亿人次, 同比增长 6.4%; 国内游客出游总花费同比增长 8.0%, 携程平台国内酒店预订量同比增加 20% 以上, 跨境预订量同比增长约 30%, 其中入境预订量同比激增约 150%; 价格亦趋稳, 国内酒店价格同比仅下降低个位数。我们期待价格企稳后, 公司的国内旅游业务实现更加稳健的增长。 盈利预测与投资评级: 考虑到海外业务增长对公司短期利润率的影响以及应占联营企业净收益变动对利润的影响, 我们将 2025-2027 年公司经调整净利润从 183/200/220 亿元调整为 176/197/220 亿元, 对应 PE 为 18/16/15 倍, 我们继续看好公司海外业务成长, 维持“买入”评级。 风险提示: 短期投入增加影响盈利能力, 旅游需求不及预期

(证券分析师: 张良卫 证券分析师: 郭若娜)

老白干酒 (600559): 秉节持重, 厚积薄发

投资要点 事件: 公司近日召开 2024 年度股东大会, 会上管理层就自身经营规划及行业趋势判断做沟通分享, 核心要点如下: 短期承压秉节持重, 夯实基础厚积薄发。2024 年以来白酒消费环境面临周期性调整以及消费场景、消费客群、消费方式的结构性转型挑战, 一方面企业经营效益及居民消费升级普遍承压, 另一方面厉行节约、反对浪

费等作风建设行动持续加强。行业调整阶段，公司坚持以消费者为中心，保持价格刚性和市场价盘稳定，渠道回款根据市场动销情况有序推进，库存保持在近几年的相对低位。分价位看，①对于次高端重点产品，公司在三级扫码体系下严格执行渠道控费稳价工作，并持续推动消费者建设投入，渠道触达更趋扁平化，客户对接人员配备也在逐步完善；②对于表现相对景气的 200 元及以下价位产品，公司相应加强宴席、餐饮等场景布局，并有序梳理、优化产品体系。2025 规划平稳过渡，品牌建设坚持长期投入。短期来看，受行业周期影响，公司经营以稳为主。根据 2024 年报披露，2025 年公司规划实现营业收入 54.7 亿元（同比+2.1%），营业成本、费用、营业总成本分别控制在 18.26、16.58、43.59 亿元以内，对应毛利率、费用率、营业利润率分别同比+0.7、-0.6、+1.8pct。在 24Q1 全线产品品质升级以及后续老白干主力产品提价传导基础上，预计 25FY 毛利率存在改善空间；总部持续提质增效及品宣费用适当优化，25FY 费效有望实现稳步提升。长期来看，面对白酒行业的品牌缩量竞争，公司始终坚持品牌拉升及产品升级战略，并将持续完善相关品质、服务及人才储备方面的建设。老白干强化渠道建设，武陵酒推动名酒复兴。老白干品牌积极践行 1915、甲等 20、甲等 15 三大单品战略，2024 年针对甲等 20、15 推出联盟体、合伙人模式，加强与经销商、核心终端、核心消费者的绑定，并结合经销商信息化系统管理及精细化营销导入，有效提高终端服务水平及市场反应速度。武陵酒 2024 年成功经受次高端需求下行考验，1 是武陵作为十七大名酒的品牌复兴宣传推进，2 是直达终端的短链销售模式保证了渠道健康及价盘稳定，3 是核心产品聚焦投入，动销基础稳步提升。未来武陵将保持稳扎稳打的发展步调，坚持品牌、品质、渠道、产品动作持续推进，期待在行业上行期释放积极弹性。盈利预测与投资评级：伴随白酒消费环境变化，公司收入增长阶段性承压，但降本控费推动净利率仍有望保持改善，我们更新 2025~2026 年归母净利润预测为 8.8、10.0 亿元（前值 9.5、11.4 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 11.8 亿元，当前市值对应 2025~2027 年 PE 为 18、16、13X，维持“买入”评级。风险提示：省内消费升级不及预期、省外竞争加剧、食品安全问题。

（证券分析师：苏铖 证券分析师：孙瑜）

海亮股份（002203）：全球规模最大铜管龙头，强大保供能力辐射全球供应链体系

投资要点 全球规模最大、最具国际竞争力的铜管棒制造企业，积极布局全球供应链：公司前身成立于 1989 年，发展至今三十余载，截至 2024 年底在全球设有 23 个生产基地，是全球规模最大、最具国际竞争力的铜管、铜棒加工企业。1)营收随规模增长稳健提升：2009-2024 年营收 CAGR 为 19%，增速稳健，与公司铜加工行业销售量增长匹配，铜加工行业销售量从 14.8 万吨增长至 100.6 万吨，CAGR 为 14%，2024 年公司铜加工行业和贸易营收占比分别为 71%/29%。2)业绩端主要由铜加工产品贡献：公司吨毛利较为稳定，2009-2019 年期间吨毛利处于 3000-4500 元/吨，伴随体量扩张，公司归母净利从 1.8 亿增长至 10.6 亿，CAGR 为 20%，2020-2024 年，受行业竞争加剧，吨毛利在 2000-3000 元/吨波动，截至 2024 年底公司归母净利 7 亿元，其中铜加工贡献毛利 87%。铜加工行业供给稳增，下游家电、新能源需求表现突出：1)2024 年铜箔/铜管材产量增速为铜材产品增速前二，中国铜加工材产量近 5 年稳定在 2000 万吨以上，CAGR 为 3%。2024 年我国全年实现铜加工材综合产量 2125 万吨，同比增长 2%，其中铜线材产量超 1000 万吨，占比 50%，铜带材/铜管材/铜棒材产量 200 万

吨左右，分别占比 9-11%，2024 年整体铜加工材产量增速前二为铜箔及铜管材，增速分别为 18%/5%；2）下游家电需求受政策补贴快速增长，铜箔伴随下游新能源汽车发展需求稳健。公司铜管产品涉及主要下游为家电空调行业，受益于国内以旧换新政策空调需求快速增长，截至 2024 年 11 月，紫铜及黄铜管消耗量分别为 92/55 万吨，合计消耗 147 万吨，yoy+18%。公司铜箔产品伴随下游新能源汽车发展需求稳健，但现阶段产能过剩，吨毛利下降抑制产量释放，截至 2024 年 12 月中国 4.5 μ m/6 μ m 铜箔吨加工费分别为 3.25/1.9 万元/吨，较 2021 年高点 7.65/4.5 万元/吨降幅较大，抑制产量进一步释放。铜管业务规模优势显著，积极出海全球，铜箔吨毛利有望触底回升：1）铜管业务规模优势明显，充足产能保障公司全球供应链保供能力：公司核心产品铜管产品 2024 年对公司营收贡献超一半，毛利贡献超 80%，毛利率为 4.9%，产能 92 万吨全球领先。2）积极出海推动全球业务增长，美国、印度市场蓄势待发：公司持续加快海外制造基地的建设，2024 年公司铜加工行业海外营收贡献 41%，毛利贡献接近 47%，海外毛利率高于国内 3pct。2024 年公司美国市场已有 3 万吨铜管产能，伴随美国基础设施更新铜管需求有望继续增长。印度市场方面，公司 2025 年年初已经取得 BIS 资格认证，成功供货印度，伴随印度城市化进程加快，铜管有望保持良好增长态势。3）锂电铜箔业务把握新能源发展机遇，吨毛利有望触底回升。2024 年公司铜箔销售收入 28.6 亿元，yoy+289%，销售量同比+264%，毛利亏损大幅缩减。2025 年 1 月，印尼海亮产出中国企业在海外首条铜箔，同时 2024 年公司已启动摩洛哥项目，包含 2.5 万吨锂电铜箔，目标覆盖欧美、中东及非洲市场。盈利预测与投资评级：我们预计公司 2025-2027 年 公司 EPS 分别为 0.65、0.71、0.83 元/股，对应 PE 分别为 16/14/12 倍。对应具体可比公司上，2025 年可比公司平均 PE 为 15.3 倍，我们预计公司 PE 为 15.6 倍，基于公司作为全球铜管规模最大企业以及铜箔唯一出海企业，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：市场竞争格局加剧，吨毛利下行；下游需求不及预期；地缘政治风险。

（证券分析师：孟祥文 证券分析师：米宇）

恒玄科技（688608）：平台型 SoC 芯片龙头，AI 眼镜再探可穿戴市场新机遇

投资要点 把握 AIoT 浪潮，恒玄科技引领智能音视频 SoC 芯片创新。恒玄科技专注于低功耗无线智能主控平台的研发与销售，产品覆盖 TWS 耳机、智能手表、智能家居等 AIoT 核心终端，客户涵盖小米、OPPO、华为、三星等全球主流品牌。公司产品矩阵持续升级，BES2800 系列实现 6nm FinFET 工艺量产，推动智能终端高性能、低功耗协同发展。2024 年公司营收与净利润双创历史新高，显现强劲成长动能。TWS 智能化趋势驱动换机潮，公司有望分层挑战高通生态壁垒。随着 AI 耳机功能不断拓展，TWS 市场迎来智能化升级新周期。公司通过 BES2800 等旗舰芯片布局智能音频赛道，支持通话降噪、空间音效、智能语音助手等核心功能，在安卓品牌中渗透率持续提升。凭借对中低端市场的深入覆盖与产品性能优势，公司在多个价位段形成对高通的有效替代。同时，通过制程升级与产品线多元布局，有望持续巩固 TWS 主控 SoC 龙头地位。手表手环打开第二增长曲线，公司份额快速提升。公司积极拓展手表手环市场，2024 年该业务营收同比增长 116%，出货量超 4000 万颗，成为营收增长新引擎。BES2800 芯片已导入 OPPO Watch X2 等旗舰产品，凭借多核低功耗 CPU/GPU 与集成 Wi-Fi、蓝牙等通信模块，赋能智能手表向高阶功能升级，持续强化公司在可穿戴市场的产品壁垒与客户粘性。AI 眼镜开启“低功耗+本

地算力”竞争新赛道。面对 AI 眼镜对功耗与算力的双重挑战，公司自研 SoC 芯片集成低功耗显示、图像传感与多协议通信技术，并配合 LPDDR、MIPI PHY 等高速接口，有效支持 AI 算力本地部署。BES2700 已导入 AI 眼镜客户项目，结合公司在小米、OPPO 等客户体系中的既有基础，预计未来有望实现穿戴设备芯片平台化突破。 盈利预测与投资评级：公司整体产品结构向高毛利智能蓝牙音频芯片转移，不断开拓手表手环、眼镜等市场。我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 48.40/64.72/79.80 亿元，归母净利润分别为 9.3/13.2/17.4 亿元，对应当前 P/E 为 49/35/26 倍。对比可比公司 2025-2027 年平均 P/E 为 55/40/31 倍，公司估值略低于行业均值。考虑到公司在技术积累、客户资源及产品落地方面具备显著优势，叠加智能穿戴新兴终端放量带来的业绩弹性，当前估值具备一定安全边际，未来有望享受估值溢价。首次覆盖，给予“买入”评级。 风险提示：宏观环境风险，行业竞争和需求风险，产品终端应用形态相对单一的风险。

（证券分析师：陈海进 研究助理：李雅文）

迪威尔（688377）：油气设备专用件领先供应商，有望受益深海+非常规油气开采

投资要点 深耕油气行业二十余年，已进入全球油服龙头供应链 南京迪威尔高端制造股份有限公司成立于 1996 年，1998 年正式进入机械加工制造业，深耕行业多年，已成长为全球知名的专业研发、生产和销售油气钻采设备承压零部件的高新技术企业；产品涵盖油气生产系统专用件、井控设备专用件及非常规油气开采专用件三大系列，广泛应用于全球各大主要油气开采区的陆上井口、深海钻采、页岩气压裂、高压流体输送等油气设备领域。公司目前处于成长阶段，业绩有所波动，2024 年公司实现营收 11.2 亿元，同比下降 7%；实现归母净利润 0.9 亿元，同比-40%，主要由于 2020-2021 年公司出口业务受外部因素影响，订单有所回落，业绩出现短期扰动，2022 年快速恢复增长。展望未来，随着公司产品竞争力的持续加强&规模效应释放，公司未来成长空间广阔。 油服行业：看好深海油气、非常规油气领域 油服行业为油气开采提供设备和服务，因标准要求高、申请周期长具有高壁垒。迪威尔作为油服设备专用件供应商，已形成以深海油气水下开采设备、页岩气压裂设备、陆地油气开采设备等专用承压件为主的系列产品，是油服设备产业链关键一环。2025 年 3 月 12 日《政府工作报告》首提“深海科技”，深海油气是深海科技重要组成部分，21 世纪以来全球重大油气发现和油气产量主要增量大多来源海洋，海油资源开采景气度上行确定性强；非常规油气领域，常规油气将难以满足能源需求，页岩油气成为未来增储上产主力。 市占率较低，未来成长空间广阔 根据 Research & Markets 数据，2023 年全球深海油气装备市场规模 184 亿美元，2029 年达到 265 亿美元，CAGR 达 6.1%。公司下游客户 TechnipFMC、杰瑞股份等在手订单饱满，公司业绩规模具备较大成长空间。同时，随着国内非常规油气开发的持续提升以及国内压裂设备龙头出海进程的持续推进，公司压裂设备业务也将保持增长。根据我们测算，迪威尔未来深海设备锻件市占率有望提升至 3%，对应深海装备锻件业务收入 29 亿元；国内压裂设备锻件市占率有望提升至 40%，对应压裂设备锻件业务收入 6.8 亿元。 盈利预测与投资评级：我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 1.4/2.1/2.6 亿元，当前市值对应 PE 分别为 27/18/14 倍。公司深耕行业多年，后续随规模效应释放、高端产品国产替代推进，业绩有望持续增长，首次覆盖给予“增持”评级。 风险提示：市场竞争加剧风险，主要原材料价格波动风险，汇率变动风险，宏观环境风险

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 韦译捷)

免责声明

东吴证券股份有限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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>