

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-05-20

宏观策略

2025 年 05 月 20 日

宏观深度报告 20250519:【勘误版】谁是消费“领头羊”: 人口周期改变消费模式

当人口高峰遇见消费高峰, 2025-2035 年消费总量的增速可能比 2020-2025 年更乐观。过去十多年, 我国人口高峰和消费高峰的移动并不一致, 少子化老龄化驱动人口高峰右移, 但消费高峰却在左移, 二者反向移动是不利于消费总量增长的, 因为人口最多的年龄段, 可能不是人均消费最高的年龄段。而下一个五年(2025-2030 年)我国 40-49 岁人口比重将从 13.8%提高到 15.9%, 如果消费高峰也右移到这一年龄段, 人口高峰与消费高峰重叠, 消费总量将更加乐观。2030-2035 年也是同样的逻辑, 未来十年(2025-2035)消费总量将有更多潜力空间。风险提示: (1) 数据相对滞后, CFPS 调查数据目前仅更新到 2022 年, 但受到外部冲击影响, 2022 年是中国消费的次低谷(仅次于 2020 年), 可能不能完全代表常态下的中国消费情况。(2) 由于官方没有分年龄段的消费和收入数据, 目前数据都是由 CFPS 调查数据, 经由适当的计量模型计算得到, 数据可以反映趋势变化, 但在细节上可能有所误差, 因此本文我们尽量聚焦趋势以减少误差, 尽管如此, 样本不能代表整体, 仍然会存在一定的数据误差风险。(3) 本文主要聚焦人口对消费的影响, 但事实上, 影响消费的因素很多, 如果社会经济环境、宏观政策、国际环境等发生较大变化, 部分推导结论可能产生偏差。

宏观量化经济指数周报 20250518: 央行报表总规模因何连月缩减?

由于 2025 年 5 月“降准”落地, 预计降准对央行报表科目的置换效应或引致央行进一步“缩表”。

海外周报 20250518: 特朗普“漂亮法案”意外受挫, 减税落地仍需等待

核心观点: 超预期的中美关税谈判结果令市场信心大增, 本周美债利率大幅走高, 10 年期美债利率抬升至 4.477%, 美股全线大涨, 黄金大跌 3.65%。本周公布 4 月美国 CPI 超预期回落, 但市场对关税反复风险的担忧犹存, 对通胀前景仍然保持谨慎, 此外本周由共和党提出的综合性财税法案未能在众议院预算委员会通过, 反映出特朗普与民主党和部分温和派共和党在福利开支削减和保持预算平衡方面的分歧。向前看, 近期受关税进展影响, 黄金价格出现大幅回落, 但央行购金从需求端支撑黄金价格的中长期逻辑仍未改变。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。

固收金工

固收周报 20250518: 建议转债配置仍以防御为主

国内方面, 权益整体迎来利多出尽后的情绪回落期, 连带转债指数, 周 k 普遍上影线较长, 风格上低价高价占优, 权重银行表现突出, 光伏持续磨底。我们前期建议关注的冠盛、万凯、星球、泰瑞、首华、海顺、上银转债等标的在本轮“U”型波动中反弹能力较强, 部分标的已创对等

晨会编辑 孙婷

执业证书: S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

关税实施以来新高，建议持续保持关注。策略上鉴于我们猜测特朗普诉求仍为用关税创造的谈判筹码以最终补充国内财政开源的不足，展望未来2-3月，关税所带来的不确定性仍然较大，转债方面建议以整体防守为主，关注低价高评级标的抢筹配置，同时以择优质标的为辅，关注业绩确定性较大，估值较低标的抢筹配置

固收周报 20250518: 周观: 关税缓和后, 如何看待债券的布局点位? (2025年第19期)

关税谈判结果超预期, 降准释放资金落地, 债券收益率略有上行, 后续需要关注的是资金面情况, 降准落地后资金利率不降反升, 我们预计1.4%-1.5%的DR007是央行的合理点位。2020年以来, 仅有2020年和2022年疫情期间, DR007长期处于7天期逆回购利率下方, 基于目前关税阶段性缓和, 各类财政工具在发力, 资金平衡偏宽而非极度宽松是理想状态。央行通过降准释放资金, 同时也在公开市场回笼流动性, 以达到均衡。针对关税谈判结果的反应基本已在本周上半周完毕, 如果以对等关税政策宣布前的4月2日为例, 则10Y国债活跃券收益率需要上行至1.8%, 但由于关税政策并没有完全确定将修复到此前, 因此我们预计短期内的观察点位是1.7%。风险提示: 经济基本面变化超预期, 货币政策工具创新; 历史经验不代表将来

固收点评 20250517: 二级资本债周度数据跟踪 (20250512-20250516)

本周(20250512-20250516)银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债1只, 发行规模为400.00亿元。二级资本债周成交量合计约2424亿元, 较上周增加538亿元。

固收点评 20250517: 绿色债券周度数据跟踪 (20250512-20250516)

本周(20250512-20250516)银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券10只, 合计发行规模约103.13亿元, 较上周增加24.72亿元。绿色债券周成交额合计530亿元, 较上周增加76亿元。

行业

房地产行业跟踪周报: 新房二手房成交面积环比改善, 持续推进城市更新

周观点: 5月第3周新房成交环比上升、同比下降, 二手房成交环比上升、同比下降。中办、国办印发《关于持续推进城市更新行动的意见》。建立健全城市更新实施机制。创新完善以需求为导向、以项目为牵引的城市更新体制机制。全面开展城市体检评估, 建立发现问题、解决问题、评估效果、巩固提升的工作路径。依据国土空间规划, 结合城市体检评估结果, 制定实施城市更新专项规划, 确定城市更新行动目标、重点任务、建设项目和实施时序, 建立完善“专项规划-片区策划-项目实施方案”的规划实施体系。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。

工程机械行业点评报告: 4月销量点评: 4月挖机销量同比+18%, 工程机械行业有望迎来国内外共振【勘误版】

投资建议: 国内处于上行周期起点, 距离行业高点仍有2-3年景气度, 估值&业绩向上弹性较大; 海外新兴市场开拓顺利, 景气度维持高位。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】。风险提示:宏观经济波动;国内政策不及预期;国际贸易摩擦;行业竞争加剧。

燃气II行业跟踪周报:需求偏弱美国&国内气价回落,库存同比偏低欧洲气价微增;对美LNG关税降至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5.4%)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4.5%)【中国燃气】(25股息率7.0%)【蓝天燃气】(股息率ttm8.8%);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5.1%)【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2025/5/16)

大炼化周报:长丝价格上涨,产销大幅增加

【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2667元/吨,环比+10元/吨(环比+0%);国外重点大炼化项目本周价差为1144元/吨,环比+80元/吨(环比+8%)。【聚酯板块】本周POY/FDY/DTY行业均价分别为6807/6986/7986元/吨,环比分别+357/+389/+304元/吨,POY/FDY/DTY行业周均利润为-84/-231/-164元/吨,环比分别-53/-32/-89元/吨,POY/FDY/DTY行业库存为8.9/16.8/24.0天,环比分别-8.2/-5.4/-3.8天,长丝开工率为91.9%,环比-0.3pct。下游方面,本周织机开工率为63.4%,环比+2.6pct,织造企业原料库存为14.1天,环比+3.5天,织造企业成品库存为23.0天,环比-1.3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/航煤价格上涨。【化工板块】本周PX均价为852.2美元/吨,环比+95.6美元/吨,较原油价差为375.1美元/吨,环比+67.7美元/吨,PX开工率为78.2%,环比+0.9pct。【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。

商贸零售行业跟踪周报:618大促节奏进一步前置,国货品牌首日表现亮眼

投资建议:推荐家纺快速发展、保健品品牌放量趋势明显的若羽臣,建议关注618大促期间表现可能较好的巨子生物、上美股份、丸美生物、珀莱雅等。风险提示:消费恢复不及预期,宏观经济波动等。

建筑材料行业跟踪周报:期待服务消费加速

周观点:(1)4月金融数据平稳,社融存量同比增速略加速,M1同比增速略减速,结构上政府债券同比多增而企业居民贷款同比少增。加上中美贸易摩擦重回起点,整体而言经济前景也重回稳定。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、萤石网络、公牛集团，建议关注鸿路钢构等。(2) 结合 4 月 PMI 的出口订单指数和美国需求强劲的现状，Q3 美国进口可能出现一波集中补库存。建议适当关注美国有产能的公司，例如中国巨石、爱丽家居等。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。

有色金属行业跟踪周报：中美发布日内瓦经贸会谈联合声明，避险情绪大幅回落，工业金属环比走强

铜：中美贸易局势缓和，市场延续抢出口提振铜短期需求，预计短期价格偏强震荡。截至 5 月 16 日，伦铜报收 9,448 美元/吨，周环比上涨 0.02%；沪铜报收 78,140 元/吨，周环比上涨 0.89%。供给端，截至 5 月 16 日，本周进口铜矿 TC 进一步下跌至 -43 美元/吨，国内冶炼厂亏损幅度加大，铜精矿供应持续紧张；需求方面，随着年初以来抢装潮结束，消费淡季或提前到来，光伏和新能源端对铜需求有所减弱，同时 5 月初电网的采购订单份额也出现了下降的情况。本周随着中美贸易局势大幅缓解，市场短期风偏大幅好转，同时在 90 天的贸易缓和期内预计我国出口贸易将持续火爆，我们预计短期铜价有望偏强处理，但强调在需求前置的背景下铜价上行空间有限。铝：社库持续下行叠加中美贸易局势缓解，海内外铝价环比上涨，关注铝土矿供给局势带来的利润变化。截至 5 月 16 日，本周 LME 铝报收 2,482 元/吨，较上周上涨 2.65%；沪铝报收 20,130 元/吨，较上周上涨 2.78%。供应端，广西电解铝企业小幅复产，本周电解铝行业理论运行产能 4384.50 万吨，较上周增加 1 万吨；需求端，本周铝板带箔企业产能利用率环比下降 0.16%，铝棒产能利用率环比增长 0.1%，电解铝的理论需求无明显变化。本周社会库存进一步续降至 61.94 万吨，环比下降 5.13%；社库的持续下行以及中美贸易局势的大幅缓解，海内外铝价大幅走向，预计短期铝价偏强震荡，受制于需求的前置，预期铝价上行空间有限；此外本周五几内亚 Axis Min é rales 矿区已被政府要求停产，根据 Mysteel 调研，初步估算影响铝土矿产能约 4000 万吨，后续需关注政策的延续性以及铝产业链利润的潜在转移。黄金：中美发表贸易联合声明，避险情绪大幅缓解，黄金价格大幅回落。截至 5 月 16 日，COMEX 黄金收盘价为 3205.30 美元/盎司，周环比下跌 3.72%；SHFE 黄金收盘价为 751.80 元/克，周环比下跌 4.64%。经济面，美国 4 月 CPI 年率录得同比增长 2.3%，低于预期的 2.4%；美国 4 月 PPI 年率录得同比增长 2.4%，低于预期的 2.5%。美国 4 月零售销售月率录得同比增长 0.1%，高于预期的 0%；此外，本周中美联合发布日内瓦经贸申明，贸易战缓解市场避险情绪大幅回落。本周美国持续低于预期的 CPI 数据表明美国经济暂未受到贸易战影响，我们认为萎缩的能源价格以及关税的层叠传导机制使得

通胀压力尚未

福耀玻璃系列专题报告（五）：汽车玻璃在智能化浪潮下的新机遇

投资建议：推荐全球汽车玻璃行业龙头【福耀玻璃】。 1) 公司积极拓展“一片玻璃”的边界，加强对智能玻璃、集成趋势的研究，持续推进铝饰件业务，提升单车配套价值量； 2) 全球份额保持提升趋势，福耀有望以高质量&高性价比的竞争优势抢占海外市场竞品企业更多的份额。 风险提示：原材料及能源成本上涨超预期；海运费价格上涨超预期；业务及客户拓展不及预期；汽车玻璃产品升级不及预期。

电力设备行业跟踪周报：人形机器人如火如荼，关税下降或带动美国储能抢装

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、英伟达开源人形机器人基础模型，初创公司密集发布产品更新，科技公司全面入局，车展车企最大的亮点是人形机器人，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。当前锂电核心标的已跌至 15x 的低估位置，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 20-30%，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继续下行，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、特高压、出海、柔直等方向龙头公司。

建筑装饰行业跟踪周报：需求平淡，关注部分专业工程领域

周观点：（1）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。近期中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于持续推进城市更新行动的意见》，通过机制建设、政策支持、财政、专项债等资金支持等多方面举措强化对城市更新行动的支持，有望推动城市更新项目推动提速。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：2024 年我国对外承包工程业务完成营业额同比增长 3.1%，新签合同金额同比增长 1.1%，创历史新高，对外投资平稳发展；近期美国加征关税以及贸易摩擦升级，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。

汽车周观点：5 月第 2 周乘用车环比+6.5%，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 股均领涨市场，乘用车/零部件表现均不错，核心或是中美关税调整好于预期加上此前汽车调整幅度较大。乘用车板块本周焦点比亚迪调入恒生科技指数和吉利核心高管人事调整。零部件板块焦点依然是机器人，最新 T 新增部分重要部件发为本周核心变化。依据本周终端景气度草根来看，5 月乘用车/重卡下游需求均表现较为一般。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。

计算机行业点评报告：数字中国 2025 强调高质量数据集

建议关注数据基础设施、数据标注、数据运营相关标的，以及拥有独特高质量数据集的公司。相关标的：高质量数据集：深桑达 A、云赛智联、国新健康、中远海科、易华录、久远银海等。数据标注：海天瑞声等。风险提示：政策推进不及预期，行业竞争加剧。

医药生物行业跟踪周报：三抗药物研发进入快车道，建议关注泽璟制药、三生制药等

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，重点关注泽璟制药、三生制药、百利天恒、联邦制药、康方生物、百济神州、恒瑞医药、科伦博泰、迪哲医药、海思科、科伦药业、歌礼制药等。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，重点关注江中药业、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，重点关注诺泰生物、普洛药业、奥锐特、药明康德、联影医疗等。

电子行业跟踪周报：AI 产业聚焦中东，提振全球算力芯片及基建需求-算力周报

当前时点，一方面北美超大规模企业自有资金投资 AI 压力逐步增大，另一方面电网、能源也正成为美国 AI 基础设施建设的主要卡点，我们认为中东地区能源与资本的协同效应将成为破解美国 AI 基建瓶颈的关键，有望进一步提振全球 AI 芯片及 AI 基础设施的需求预期，看好 A 股海外算力基础设施硬件供应商。国内互联网厂商 AI 创新业务持续涌现，推动国内推理算力需求进入快速增长阶段，然而美国 BIS 本周针对我国先进计算芯片通用禁令（GP10）的指导意见还是对国产算力芯片的需求预期造成了一定扰动。GP10 要求涉及特定美国软件、技术设计，或者由涉及美国软件、技术的半导体设备生产的芯片，均可能受《出口管理条例》约束，受 GP10 限制。在此背景下，我们认为国产算力需要实现纵向设计、生产全流程去美，横向软、硬件全栈自研方能实现破局。

商贸零售行业深度报告：烟草行业专题报告：新型烟草继续增长，巨头加码无烟产品

投资建议：全球烟草行业规模接近万亿美元，在减害背景下新型烟草增速领先，并将占据更多市场份额。菲莫国际和英美烟草等国际烟草巨头加大对新型烟草的布局，聚焦加热不燃烧等品类，推进无烟化转型。建议关注与英美烟草 HNB 新品 glo Hilo 绑定的雾化电子代工龙头思摩尔国际，菲莫国际 IQOS 的代工商盈趣科技，以及有望整合境外资产的中烟唯一上市平台中烟香港。风险提示：监管政策不确定，新产品推广不及预期，市场竞争加剧等。

非银金融行业跟踪周报：险资大幅增配股票；并购重组改革深化

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、中国人寿、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。

煤炭开采行业跟踪周报：供需疲弱，港口库存仍处高位，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、需求刚需为主以及汛期水电稳增影响导致上涨动能有限，但伴随五一节后将逐步进入迎峰度夏旺季期，煤价或有进一步上行可能。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。

机械设备行业跟踪周报：看好估值底部&业绩高增长的装备出海板块（工程机械、高空作业平台、油服设备等）

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。

原油周报：关税政策缓和，国际油价上涨

【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。

金融产品跟踪周报：权益ETF系列：震荡调整，关注医药及红利板块的相对机会。

A股市场行情展望：（2025.5.19-2025.5.23） 观点：震荡调整，关注医药及红利板块的相对机会。 万得全A指数，日频模型上从近期持续发出正向信号到5月15日转向负向信号，模型预测后续可能会进入震荡调整的阶段。万得全A指数，月频模型5月份评分为-2.5分，模型预测A股五月可能会小幅度调整。 因此我们认为，5月份A股可能会形成一个倒V型的走势，并且现阶段正在逐渐走向倒V型的后半段，空间上仍然存在筹码的压力。 结构上，我们建议关注医药板块的相对收益机会，医药板块本周表现相对平稳。 而红利板块，如果后续市场进入震荡调整阶段，则也可能有相对收益的机会。由于5月14日宽基ETF发生异动，所以在一定程度上提前释放了红利的涨幅。但整体来看，我们认为红利板块在经过短期调整后，后续仍然是确定性相对较高的板块。 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，同时港股受到外围事件驱动的影响可能会更大，因此维持宽幅震荡的观点。 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，医药板块以及部分红利板块的表现可能会相对较好。 因此从基金配置的角度，我们建议进行相对防守型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。

基础化工周报：尿素价格回升

【聚氨酯板块】本周纯MDI/聚合MDI/TDI行业均价为17620/16300/11718元/吨，环比分别+345/+1150/+693元/吨，纯MDI/聚合MDI/TDI行业毛利分别为4280/3880/458元/吨，环比分别+98/+855/+607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1374/4514/531/4145元/吨，环比分别+17/-91/-9/+130元/吨。②本周聚乙烯均价为7897元/吨，环比+28元/吨，乙烷裂解/CTO/石脑油裂解制聚乙烯

烯理论利润分别为 1157/1897/114 元/吨，环比分别+15/+42/-90 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-283/1634/35 元/吨，环比分别+94/+24/-112 元/吨。

【煤化工板块】本周合成氨/尿素/DMF/醋酸行业均价为 2393/1906/4030/2435 元/吨，环比分别-1/+37/-108/-63 元/吨，合成氨/尿素/DMF/醋酸行业毛利分别为 472/214/-271/29 元/吨，环比分别+24/+23/-5/-108 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。

非银金融行业点评报告：并购重组管理办法修订，进一步释放市场活力事件 2025 年 5 月 16 日，证监会发布《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定》，自发布之日起实施。此次修订全面落实了 2024 年 9 月 24 日发布的《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》（简称“并购六条”）的各项措施，进一步释放市场活力。 主要内容包括：1) 建立重组股份对价分期支付机制。将申请一次注册、分期发行股份购买资产的注册决定有效期延长至 48 个月。2) 提高对财务状况变化、同业竞争和关联交易监管的包容度。3) 新设重组简易审核程序。明确适用简易审核程序的重组交易无需证券交易所并购重组委审议，中国证监会在 5 个工作日内作出予以注册或者不予注册的决定。4) 明确上市公司之间吸收合并的锁定期要求。对被吸并方控股股东、实际控制人或者其控制的关联人设置 6 个月锁定期，构成收购的，执行《上市公司收购管理办法》18 个月的锁定期要求；对被吸并方其他股东不设锁定期。5) 鼓励私募基金参与上市公司并购重组。对私募基金投资期限与重组取得股份的锁定期实施“反向挂钩”，明确私募基金投资期限满 48 个月的，第三方交易中的锁定期由 12 个月缩短为 6 个月，重组上市中控股股东、实际控制人及其控制的关联人以外的股东的锁定期由 24 个月缩短为 12 个月。

“并购六条”发布以来，并购重组市场规模和活跃度大幅提升。上市公司累计披露资产重组超 1400 单，其中重大资产重组超 160 单。今年以来，上市公司筹划资产重组更加积极，已披露超 600 单，是去年同期的 1.4 倍；其中重大资产重组约 90 单，是 2024 年同期的 3.3 倍；已实施完成的重大资产重组交易金额超 2000 亿元，是 2024 年同期的 11.6 倍，资本市场功能得到有效发挥。有望带动券商并购重组业务及直投业务，头部券商更为受益。自 2023 年下半年以来，IPO 及定增市场预冷，券商投行收入大幅下滑。2023、2024 年上市券商投行收入分别同比下滑 22%、27%。随着新规落地，并购重组项目有望增加、配套融资业务也有望增长，券商作为并购重组的财务顾问，将有更多机会参与其中，弥补投行收入的下滑，也能带动券商其他业务线的协同发展。此外，并购重组政策的放松也有利于一级市场私募基金的退出，券商直投业务有望释放业绩。考虑到并购业务具备明显的马太效应，头部券商在资金实力、专业人才、品牌影响力等方面具有优势，因此将更为受益。 风险提示：宏观经济波动加大，监管政策趋严，行业竞争加剧。

推荐个股及其他点评

中国飞鹤 (06186.HK)：中国飞鹤：千帆过尽，鹤鸣九皋

公司是国内婴配粉龙头，25 年行业需求有望边际改善，星飞帆系列成长

势能强劲，预计 25-27 年公司收入分别为 221.7/236.3/251.7 亿元，同比 +6.9%/+6.6%/+6.5%；预计 25-27 年公司归母净利润分别为 38.7/43.0/47.3 亿元，同比 +8.4%/+11%/+10.2%，对应 PE 分别为 13/11/10x，以 24 年分红率和归母净利润为基础计算，当前公司股息率 5.6%，25-27 年公司估值低于可比公司，低估值高股息，首次覆盖给予“买入”评级。

雷赛智能 (002979)：发布股权激励&员工持股计划彰显业绩增长信心，机器人业务风正时济

事件：1) 发布股权激励草案，拟授予激励对象股票权益（股票期权 600 万份、第一类限制性股票 730 万股）合计 1330 万股，占总股本 4.32%，其中股票期权行权价 50.6 元/份，限制性股票授予价 25.3 元/股；2) 发布员工持股计划，拟筹资不超过 11005.5 万元，涉及股票总规模预计不超过 290 万股，占总股本 0.94%，计划购买价格为 37.95 元/股。考核目标彰显公司增长信心：根据激励计划&持股计划考核目标（营收或利润达到目标即可，以行权/归属比例 100%为例），25-27 年公司营收增速预计为 20%/25%/20%，净利润增速预计为 30%/23%/19%。运控主航道行稳致远、变革红利持续体现。1) 公司持续通过“步进+伺服+PLC”解决方案深耕下游细分行业：24 年公司伺服收入同比+12%，市占率达 3.8%，同比 +1.4pct（内资仅次于汇川），小型 PLC 收入同比+88%，快速突破市场。2) 经销模式开始显著贡献：24 年公司经销收入 7.7 亿元，同比+93%，24 年底经销商达 200+家，办事处 30+个，公司将凭借经销渠道优势，进一步拓展下游行业及覆盖度，带动业绩持续快速增长。打造机器人第二曲线、产品思路清晰。公司在机器人领域定位核心零部件、组件和解决方案供应商，24 年先后成立上海雷赛机器人/深圳灵巧驱控子公司分别专注于无框/空心杯电机、模组及解决方案，相关产品均已于 24H2/25Q1 发布并持续迭代，同时通用机器人运动控制系统在研，依托主业运控优势，不断拓宽机器人产品矩阵。客户层面，公司积极对接下游客户并参加海内外展会（如美国 AUTOMATE），已与数百家国内外机器人企业以及模组厂家进行长期的业务合作，有望逐步贡献业绩增量。

珍酒李渡 (06979.HK)：转变思路积极应对，厚积薄发砥砺前行

行业深度调整进行时，转变思路积极应对。公司产品结构以次高端及以上为主，面对商务消费趋弱、头部酱酒价格下移的行业下行压力，公司及时调整，规划破局之策。1) 客户培育方面，逐步推进企业客户结构转型。虽然传统投资产业相关企业客群需求收缩，但新质生产力企业发展呈现结构性景气，新消费群体仍存在渗透、培育空间。2) 产品布局方面，1 是珍酒力求维护现有产品价格盘稳定，同时拟推出 500~600 元价格带高质价比新品创造增量；李渡 400 元价位 1975 以深度体验式营销培育拓客，全国化扩张有序推进，200 元价位李渡王在省内做补充布局亦有较好收效。3) 年轻化培育方面，1 是关注并跟进新媒体种草等新兴品宣方式，2 是计划面向夜店渠道推出高端啤酒产品，品质定位高于精酿。盈利预测与投资评级：公司产品矩阵清晰，品牌及品质升级布局长远，组织效能与渠道势能有望逐步显现。在 2025 全年保持稳定基础上，考虑去年基数前高后低，预计 25H1 珍酒、李渡收入同比相对承压，25H2 增速有望环比修复。经过 25FY 盘整巩固，期待后续更好迎接下一轮需求弹性释放。参考 25H1 需求反馈，我们微调 2025~2027 年公司 non-IFRS 归母净利预测为 16.2、18.0、21.4 亿元人民币（前值为 16.8、19.3、22.9 亿元人民币），对应 PE 为 13.0、11.7、9.8x，维持“买入”评级。风险提示：宏观修复

不及预期，次高端价格及费用竞争加剧，渠道库存消化不及预期等。

安克创新 (300866): 公司跟踪点评: 3D 纹理 UV 打印机众筹表现亮眼, 关税缓和后受损程度有望减轻

盈利预测与投资评级: 考虑到新品众筹表现亮眼有望带动公司智能创新业务增长, 以及关税缓和后公司收入&利润回暖, 我们上调公司收入及利润预期。我们将公司 2025-27 年归母净利润预期从 24.9/32.1/40.6 亿元, 上调至 26.0/32.9/41.3 亿元, 同比+23%/+27%/+25%, 对应 5 月 16 日收盘价为 20/16/13 倍 P/E, 维持“买入”评级。

龙迅股份 (688486): 专注高速混合信号芯片, 25 年把握 AR/VR+智驾双重机遇

行业崛起之星, 致力于高速混合信号芯片领域。公司专注于高速信号与视频处理芯片研发生产, 产品涵盖模拟和数字电路功能, 广泛应用于消费电子、VR/AR、安防监控、5G 通讯、汽车电子、工业控制和医疗等领域。公司拥有 140 多款芯片, 具备高集成度、高性能、低功耗优势, 与高通、英特尔、三星、安霸等知名企业紧密合作, 具备较强国际竞争力。车载、AR/VR、PC 等多领域发展, 成长空间广阔。(1) 车载: 公司在车载显示领域深入布局。在智能座舱 SoC 方面, 公司部分高清视频桥接芯片凭借兼容性和稳定性优势已导入车载抬头显示和信息娱乐系统, 其中 9 款芯片通过 AEC-Q100 认证。在车载 SerDes 方面, 针对汽车市场对于视频长距离传输和超高清视频显示需求开发的车载 SerDes 芯片组进入全面市场推广。(2) AR/VR: 国内外 AR/VR 市场前景广阔, 公司加速布局。目前, 公司研发的 4K/8K 超高清视频信号桥接芯片开始批量出货, 可满足新一轮 4K/8K 超高清商显及 VR/AR 等微显示市场的需求。此外, 公司已拓展终端客户包括 Nreal、Rokid、TCL 雷鸟等国内领先的 AR/VR 硬件厂商, 预计 AR/VR 芯片产品有望维持增长态势。(3) PC: 在 PC 及周边方面, 公司拓展坞/转换器芯片研发处于行业第一梯队, 部分 HDMI 与 DP/Type-C 转换芯片支持最高 8K60Hz 分辨率。在 HPC 方面, 公司正有序开展 PCIe 桥接芯片和 Switch 芯片研发项目, 研究企业级 USB、PCIe Hub/Switch 系列芯片, 用于数据通信、接口扩展和超高清显示。

吉利汽车 (00175.HK): 2025 一季报点评: Q1 业绩符合预期, 台州宣言持续深化落地

盈利预测与投资评级: 5 月 7 日吉利汽车宣布计划收购极氪已发行全部股份, 进一步落实《台州宣言》, 聚焦汽车主业, 提升资源利用效率, 强化吉利汽车在智能新能源汽车领域的全球竞争力。我们维持公司 2025/2026/2027 年归母净利润预期为 142/196/271 亿元。对应 PE 分别为 11/8/6 倍, 维持吉利汽车“买入”评级。风险提示: 乘用车下游需求复苏低于预期; 价格战超预期。

华丰科技 (688629): 乘国产 AI 东风, 握高速连接器定鼎

我们预计公司 2025-2027 年总体营业收入将达到 24.22/30.77/39.15 亿元, 归母净利润分别达到 2.46/3.58/4.50 亿元, 2026/2027 年归母净利润同比增速达到 45.11%/25.87%, 2025-2027 年归母净利润对应报告发布日 PE 倍数为 108.85/75.01/59.59 倍。选取中航光电、航天电器、瑞可达、永贵电器作为可比公司, 可比公司 2024-2026 年平均 PE 倍数为 40.10/31.70/26.24。公司因在服务器领域的拓展进度、配套产能建设进度迅速, 在成长性方面较同行公司更有潜力。首次覆盖, 给予“买入”评级。

华勤技术 (603296): 智能产品平台龙头, AI 驱动数据中心+消费电子双

重成长

华勤技术成立于 2005 年，是全球领先的智能硬件平台公司。高性能计算为公司最主要成长动力，汽车电子/AIoT 等新兴业务高速增长，外延并购/全球化产能布局主力成长。智能手机 ODM 比例提升，PC ODM 打破台厂垄断，AI 有望带来价值提升。数据中心：全栈布局，AI 服务器驱动增长新引擎。盈利预测与投资评级：预计公司 2025-2027 归母净利润为 37.6/45.5/57.2 亿元，P/E 倍数分别为 20.0/16.9/13.1×。公司在数据中心业务客户优势明显，新兴业务有望持续贡献成长动力，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：终端需求不及预期，数据中心竞争加剧风险，地缘政治风险

时代天使 (06699.HK)：经营稳健，海外市场稳步推进

投资要点 事件：5 月 12 日，中美双方发表《中美日内瓦经贸会谈联合声明》，自 5 月 14 日起正式调整关税，双方各自保留 10% 的关税，另外在 90 天内暂停实施 24% 的关税。2024 年，公司全年总收入同比增长至 268.8 百万美元；毛利同比增长至 168.2 百万美元；经调整净利润同比增长至 26.9 百万美元。业绩符合我们预期。全球市场取得显著突破，推动整体业务实现快速增长：2024 年，时代天使全球隐形矫治总案例数同比增长 46.7%，从 245,000 例跃升至 359,400 例；其中，国际市场贡献约 140,700 例，远超去年同期的 33,000 例，国际案例数占公司总隐形矫治案例数的 39.1%，业务范围从去年同期 30 多个国家和地区拓展至 50 多个，覆盖欧洲、亚太、美洲等市场。展现了公司在产品创新、临床支持和供应链稳定性方面的持续优化。推进全球化战略，拟美国建厂扩大竞争力：2025 年 3 月，公司宣布在美国威斯康星州大密尔沃基地区建设一家全新的制造工厂，该工厂占地 52,000 平方英尺，配备高度自动化的自有 3D 打印技术，建成后将成为全球最先进的隐形矫治器制造中心之一。中美关税缓和，我们认为有利于公司国际化市场推进。中国市场稳居领先地位：2024 年中国市场公司实现案例数达到 218,700 例。同时，时代天使持续深耕儿童青少年早期矫治及三四线城市市场，在各个细分领域均实现品牌竞争力与市场渗透率的稳步提升。此外，公司策略性地扩展销售与医学支持团队，并针对不同类型的口腔医生提供病例辅助诊断、3D 方案设计解读、复诊监控建议等专业服务。同时，医学设计及客服团队升级至 7×12 小时服务模式，确保高效的医生支持体系，进一步提升患者的矫治体验。盈利预测与投资评级：考虑到海外市场推广费用，我们将公司 2025 年归母净利润预期由 17.87 百万美元调至 12.14 百万美元，考虑到 2026 年国际业务有望贡献新增量，上调 2026 年归母净利润由 23.29 百万美元至 26.17 百万美元，预期 2027 年为 43.71 百万美元，对应当前市值的 PE 为 97/45/27 倍，考虑到未来公司海外市场推进有望逐步向好，维持“买入”评级。风险提示：市场竞争加剧，行业政策风险，贸易摩擦风险等。

宏观策略

宏观深度报告 20250519:【勘误版】谁是消费“领头羊”:人口周期改变消费模式

我们利用 2010-2022 年 CFPS 数据计算了我国各年龄段的收入和消费支出,发现无论从总量来看还是从结构来看,未来人口周期的变化,会对消费走向产生一些意料之外的影响。我们的主要结论如下:

- 1、2010-2022 年,我国居民消费的年龄结构大致呈现倒 U 型,在 30-40 岁达到一生的消费高峰期,随后回落。
- 2、两方面原因使得 30-40 岁成为一生的消费高峰:一是大宗消费支出大多发生在 30-40 岁,如结婚支出(30.2 岁)、购房支出(33.3 岁)、购车支出(30.5 岁)。二是收入决定消费,我国居民在 25-45 岁达到一生的收入高峰,这时有更充裕的资金用于消费。美国居民收入和消费的高峰也出现在同一个年龄段(45-54 岁)。
- 3、我国居民消费支出和消费倾向的年龄曲线形状完全相反,消费支出是倒 U 型,30-40 岁最高、两头低;消费倾向则是 U 型,中间年龄消费倾向低、两头高。背后的原因是消费意愿和消费能力在人生里是错位的。比如 30-40 岁人口虽然消费倾向较低,但更高的收入弥补了消费倾向的短板,因此他们有更高的消费支出;而老年人恰恰相反,尽管消费倾向高,但退休后的收入相比于工作时期大幅下降,因而消费支出也随之下降。
- 4、从总盘子来看,20-39 岁人口的消费总量在我国居民消费里占比最高。2022 年,我国 20-39 岁人口占总人口的 26.7%,占总消费的 29.1%,虽然不是人口最多的群体,但是是消费最多的群体。
- 5、从增速来看,20-39 岁人口是过去几年消费减速的主要拖累。2010-2018 年,20-39 岁人口是消费增长的第一动能,贡献了 30.3%的消费增长,超过其他年龄段;但 2018-2022 年,20-39 岁人口反而成为消费增速下降的主要原因,贡献了 44%左右的消费增速降幅。其中主要是 20-30 岁人口的消费下降引致,而这部分人口消费下降,又跟青年失业率的升高是一致的,即存在“就业→收入→青年消费→整体消费”的传导链条。
- 6、不同年龄人口的消费需求不同,据此将 7 种消费分为 3 类:
 - (1) 第一类消费是衣着、交通通信、家庭设备和服务,这类消费的特点是,随着年龄的增长消费支出大致呈现“倒 U 型”,在 20-39 岁达到一生的消费高点,随后下降。
 - (2) 第二类消费是文教娱乐支出和居住支出,这类消费的特点是,经过高峰后,消费并非单调增减。文教娱乐支出呈现“双峰型”,在 15-19 岁、40-44 岁达到两个消费高峰。其中 15-19 岁大致对应高中和大学早期,而 40-44 岁对应其父母年龄。居住支出在 20-24 岁上升、25-29 岁达到顶点,这个阶段对应初入职场的年轻人,租房支出成为消费的重心。
 - (3) 第三类是食品和医疗保健支出,这两类消费的特点是在人生的后半段消费支出较高。食品消费是典型的“两头高、中间低”,儿童和老人有最高的消费支出。医疗保健则大致呈“U 型”,在成年之后,医疗保健支出大致随着年龄增长而节节攀升。
- 7、从“左移”到“右移”:收入和消费从“年轻化”到“中年化”。(1) 过去几十年,我国居民收入“驼峰”明显左移,最高收入年龄从 1980 年代的 55 岁降至 2012 年前后的 35 岁,2022 年前后降至 25-29 岁。受到收入“驼峰”左移的影响,消费“驼峰”也在左移,2010 年时消费的高峰在 40-50 岁,2022 年已经移动到 25-29 岁。由于这个左移过程主要在 2020 年前完成,2020 年之前青年群体成为驱动消费增长的主力。(2) 此前左移的原因是什么?年轻世代有更高的受教育水平,并且有互联网等新兴产业机遇,与此同时,在快速迭代和转型的社会中,中老年

人口所积累的传统工作经验带来的回报率在降低，导致年轻世代比年长世代有更高的收入。（3）参考韩国经验，代际之间的教育差距越来越小，工作经验会越来越重要，未来我国最高收入的年龄会右移，收入右移将带动消费“驼峰”随之右移，40-54岁可能会成为消费支出最高的年龄段。8、当人口高峰遇见消费高峰，2025-2035年消费总量的增速可能比2020-2025年更乐观。过去十多年，我国人口高峰和消费高峰的移动并不一致，少子化老龄化驱动人口高峰右移，但消费高峰却在左移，二者反向移动是不利于消费总量增长的，因为人口最多的年龄段，可能不是人均消费最高的年龄段。而下一个五年（2025-2030年）我国40-49岁人口比重将从13.8%提高到15.9%，如果消费高峰也右移到这一年龄段，人口高峰与消费高峰重叠，消费总量将更加乐观。2030-2035年也是同样的逻辑，未来十年（2025-2035）消费总量将有更多潜力空间。9、除了总量变化之外，人口结构变化带来的消费结构变化也不容忽视：（1）老年人消费较多的食品、医疗等类别，可能在全社会消费结构里比重上升。（2）部分消费品类在增量人口的窗口期可能表现更好，如2025-2030年，15-24岁和40-49岁两个年龄段人口比重会增加，而15-19岁和40-44岁是文教娱乐消费的两个高峰，因而文教娱乐消费可能会增加，特别是高中和大学阶段的教育支出，如教辅、职业培训等。（3）适应青年消费到中老年消费的变化，未来10年消费的主体将从“40岁以下人口”变成“40岁以上人口”，但年龄变化、世代可能不变，消费的主体仍然是“70后”、“80后”和“90后”。风险提示：（1）数据相对滞后，CFPS调查数据目前仅更新到2022年，但受到外部冲击影响，2022年是中国消费的次低谷（仅次于2020年），可能不能完全代表常态下的中国消费情况。（2）由于官方没有分年龄段的消费和收入数据，目前数据都是由CFPS调查数据，经由适当的计量模型计算得到，数据可以反映趋势变化，但在细节上可能有所误差，因此本文我们尽量聚焦趋势以减少误差，尽管如此，样本不能代表整体，仍然会存在一定的数据误差风险。（3）本文主要聚焦人口对消费的影响，但事实上，影响消费的因素很多，如果社会经济环境、宏观政策、国际环境等发生较大变化，部分推导结论可能产生偏差。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：占烁）

宏观量化经济指数周报 20250518：央行报表总规模因何连月缩减？

观点 周度 ECI 指数：从周度数据来看，截至 2025 年 5 月 18 日，本周 ECI 供给指数为 50.24%，较上周回落 0.01 个百分点；ECI 需求指数为 49.91%，较上周回落 0.02 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 49.95%，较上周回落 0.04 个百分点；ECI 消费指数为 49.74%，较上周回落 0.01 个百分点；ECI 出口指数为 50.16%，较上周回落 0.03 个百分点。月度 ECI 指数：从 5 月前三周的高频数据来看，ECI 供给指数为 50.25%，较 4 月回落 0.10 个百分点；ECI 需求指数为 49.93%，较 4 月回升 0.01 个百分点。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 50.19%，较 4 月回落 0.07 个百分点。从 ECI 指数来看，在中美贸易谈判取得进展以后，本周工业生产有所企稳，预计随着出口订单的逐步修复，5 月份经济下行的压力将有所缓解，但结构上来，地产投资回升动力仍相对偏弱。消费方面，五一假期以来乘用车零售延续修复态势，截至 5 月前 11 日乘用车零售数量较上月同期回升 34%。而根据商务部的相关数据，2025 年以来（截至 5 月 11 日）汽车以旧换新补贴申请量已经达 322.5 万份，“以旧换新”对乘用车零售的支撑作用仍在延续；基建投资方面，5 月份以来石油

沥青开工率加速回暖，且明显高于去年同期，同期建筑工地资金到位率也延续回暖，二季度基建投资有望进一步提速。出口方面，在中美贸易谈判取得进展后，我国集装箱出口航运价格指数整体回升，截至5月16日，美西、美东两条航线运价指数较5月9日分别回升23.2%和21.5%，指向对美出口有望在5月份出现明显改善。ELI指数：截至2025年5月18日，本周ELI指数为-0.96%，较上周回落0.07个百分点。央行报表总规模因何连月缩减？2024年4月人民银行资产负债表显示，截至2025年4月末，中央银行资产负债表总规模为45.52万亿元，相比2025年3月底环比下降108.48亿元，从主要影响因素来看：（1）由于2025年1月份暂停国债买卖，自然到期导致央行持有的政府债规模缩减，4月份“对政府债权”缩减1823.5亿元，截至4月末央行持有中央政府债权存量下降至25.18万亿，3月至4月合计减少2607亿元，在第一季度货币政策执行报告中表示“从宏观审慎视角持续监测债市运行，根据市场供需变化灵活恢复操作”，为重启国债买卖预留了政策空间，若国债发行供给充足且利率期限的交易结构平稳，或会考虑重启国债净买入操作；（2）4月份中央银行加大资本市场呵护力度，为中国版平准基金提供资金导致“对其他金融性公司债权”增加3700亿元，4月7日至8日中央汇金表态将继续增持ETF稳定市场，人民银行也表示支持中央汇金，为稳定资本市场提供充足的再贷款，4月份央行为稳定资本市场增加3700亿元支持性净投放；（3）从央行公开市场操作来看，4月份央行在逆回购和MLF等操作上合计净投放8208亿元，但买断式逆回购净回笼5000亿元，且财政存款增加3348亿元，导致央行对其他存款性公司债权和其他存款性公司在央行的存款同步下降，由于2025年5月“降准”落地，预计降准对央行报表科目的置换效应或引致央行进一步“缩表”。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 20250518：特朗普“漂亮法案”意外受挫，减税落地仍需等待

核心观点：超预期的中美关税谈判结果令市场信心大增，本周美债利率大幅走高，10年期美债利率抬升至4.477%，美股全线大涨，黄金大跌3.65%。本周公布4月美国CPI超预期回落，但市场对关税反复风险的担忧犹存，对通胀前景仍然保持谨慎，此外本周由共和党提出的综合性财税法案未能在众议院预算委员会通过，反映出特朗普与民主党和部分温和派共和党在福利开支削减和保持预算平衡方面的分歧。向前看，近期受关税进展影响，黄金价格出现大幅回落，但央行购金从需求端支撑黄金价格的中长期逻辑仍未改变。大类资产：中美贸易谈判结果超预期令市场信心大增，美股大涨，美债利率上行，黄金大跌。本周一中美双方发表《中美日内瓦经贸会谈联合声明》，在取消全部报复性关税的同时暂停征收24%的对等关税90天，仅保留10%的对等关税，超预期的关税谈判结果令市场信心大增，美股大涨，美债利率走高；尽管后期公布的CPI和PPI通胀数据和消费者信心数据不及预期令美股涨幅收窄，美债利率回落，但全周市场已经由贸易利好消息主导。整体来看，全周（5月12日至16日）10年期美债利率升9.85bps至4.477%，2年期美债利率升10.85bps至3.999%，美元指数升0.75%至101.1；标普500、纳斯达克指数分别收涨5.27%、7.15%；现货黄金价格在避险情绪降温的影响下回落至3203美元/盎司，全周收跌3.65%。海外经济：4月美国CPI超预期回落，但未来通胀前

景依旧面临上行压力。通胀方面，美国 4 月 CPI 环比+0.22%，预期+0.3%，前值-0.05%；同比+2.31%，预期+2.4%，前值+2.39%。4 月 CPI 核心环比+0.24%，预期+0.3%，前值+0.06%；核心同比+2.78%，预期+2.8%，前值+2.79%。从结构上看，与关税直接相关的家具家居品、休闲商品、医保商品和其他商品（主要为文具、婴幼儿产品分项）涨幅明显，而超核心通胀中的机票、酒店、休闲服务、教育&通讯服务的通缩构成主要拖累。在核心商品涨价、消费信心走弱的组合下，美国居民在服务消费上的需求出现走弱势头。尽管 4 月 CPI 环比超预期回落，但市场对关税反复风险的担忧犹存，对通胀前景仍然保持谨慎。5 月开始，通胀大概率在基数效应下抬升。而关税给核心商品通胀的影响料进一步显现。消费方面，4 月美国零售销售环比+0.1%，预期+0%，前值由+1.4%上修至+1.7%；核心对照小组环比-0.2%，预期+0.3%，前值由+0.4%上修至+0.5%。关税带来的物价抬升和对未来的担忧已经令居民部门开始减少支出。领先指标方面，美国 5 月密歇根大学消费者信心指数初值 50.8，为历史第二低水平，预期 53.4，前值 52.2；1 年通胀预期初值 7.3%，为 1981 年以来的最高，前值 6.5%；5 年通胀预期初值 4.6%，为 1991 年以来的最高，前值 4.4%。货币政策方面，本周四 Powell 在美联储第二届 Thomas Laubach 研究会上表示表示美联储将修改 2019 年修订后的货币政策框架，由“关注过去一段时间内的平均通胀是否达到 2%”，转为“只关注当下通胀是否达到 2%”。从表面上看，美联储撤回平均通胀目标制（AIT）边际上意味着相对更加宽松的货币政策（过去高通胀不再被平均进去），降息门槛将有所下降。但事实上，面临关税给通胀带来更大的不确定性，美联储的选择依旧是数据依赖，等待迷雾散去。这也意味着关税政策变数消失前，美联储对降息将依旧采取谨慎的态度。增长方面，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 16 日，纽约联储 Nowcast 模型对 25Q2 美国 GDP 预测值为+2.35%。海外政治：财税“漂亮法案”意外受挫，减税落地仍需等待。本周由共和党主导的美国众议院预算委员会于美东时间 5 月 16 日以 21 票反对、16 票赞成的表决结果，否决了共和党提出的综合性财税法案（即特朗普主张的“One Big Beautiful Tax Cut”）。该法案的核心内容涵盖将《减税与就业法案》（TCJA）减税措施永久化、新增阶段性或永久性税收优惠及抵免条款，以及医疗补助计划（Medicaid）回滚等调整事项。据 CRFB 测算，当前众议院版本的法案将在未来十年带来 2.69 万亿美元的基础赤字和 3.26 万亿美元的总赤字，其中 3.82 万亿美元来自 TCJA 的延长。此外若法案通过，则 10 年后美国债务率将从基准情形（TCJA 正常到期）的 117%提升至 125%。在周五的表决中，4 名保守派共和党议员以法案“调整力度不足”为由投下反对票，主张加速 Medicaid 削减（要求 2029 年前完成）并彻底废除民主党时期实施的绿色能源税收优惠。此次预期外的否决充分反映了国会内部三大政治光谱的博弈：其一，民主党阵营因两党极化持续反对；其二，温和共和党派系倾向有限削减 Medicaid 或扩大州和地方税（SALT）抵扣；其三，财政鹰派则坚持收支相对平衡原则，要求任何 SALT 减免扩围必须通过更深度的福利削减和绿色税收抵免废止进行对冲。向前看，目前有关税收法案的主要矛盾和不确定性在于：两院对削减 Medicaid 等福利开支的态度如何；增量减税政策是否如约落地还是会出现重大调整。众议院预算委员会计划于美东时间本周日晚上 10 点重启磋商，预计在此期间共和党领导层、保守派的反对派和白宫之间将进行重新谈判和再次投票。若得以通过，法案在经规则委员会技术性修订后，将进入众议院全体表决及参议院协调程序。值得关注

的是，该协调法案捆绑债务上限调整条款，而财政部预测的 X-date 恰为 8 月前后。这在一定程度上为法案表决设立最终截止日期，但同时也构成了政府和国会以及国会内不同党派之间的博弈筹码。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 20250518：建议转债配置仍以防御为主

本周 (0512—0516) 美债收益率长端触碰箱体震荡的上限—约 4.5%—后有所回调，多空势力出现交替，符合上周我们的整体判断。同时我们看到鲍威尔试探不再采用为应对“三低”—即低通胀、低增长、低利率—时期的平均通胀目标框架，这意味着联储将不再在框架层面包容一段时期的经济过热，转而可以更放手来应对“再全球化”所带来的中期通胀中枢抬升挑战。正如上周所述，“联储的制衡力量仍在发挥作用”，这意味着在劳动力市场不出现明显恶化的前提下，联储 25 年或仅降息 1—2 次，这将一方面对美元形成有力支撑，压制黄金，同时让收益率曲线趋平。值得注意的是，目前美债收益率曲线呈现“√”型，两头高中间低，这种非常态由于是自 25 年初以来新的变化，可以理解为是对特朗普关税政策的一种市场反应。同时虽然期限利差 10y-2y 在这一时期中枢上移，但 10y-3m 期间甚至出现倒挂，可以说关税政策和利率政策就像跷跷板的两头，一方顺利，则一方难航。国内方面，权益整体迎来利多出尽后的情绪回落期，连带转债指数，周 k 普遍上影线较长，风格上低价高价占优，权重银行表现突出，光伏持续磨底。我们前期建议关注的冠盛、万凯、星球、泰瑞、首华、海顺、上银转债等标的在本轮“U”型波动中反弹能力较强，部分标的已创对等关税实施以来新高，建议持续关注。策略上鉴于我们猜测特朗普诉求仍为用关税创造的谈判筹码以最终补充国内财政开源的不足，展望未来 2—3 月，关税所带来的不确定性仍然较大，转债方面建议以整体防守为主，关注低价高评级标的抢筹配置，同时以择优质标的为辅，关注业绩确定性较大，估值较低标的抢筹配置。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、鹰 19 转债、利群转债、好客转债、浦发转债、希望转债、中金转债、美锦转债、希望转 2。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)

固收周报 20250518：周观：关税缓和后，如何看待债券的布局点位？(2025 年第 19 期)

观点 关税谈判结果超预期，降准释放资金落地，债券收益率略有上行，如何看待后续面临的多空因素和布局点位？ A：本周 (2025.5.12-2025.5.16)，1 年期国债活跃券收益率从上周五的 1.416% 上行 2.9bp 至 1.445%，10 年期国债活跃券收益率从上周五的 1.625% 上行 5.4bp 至 1.679%。周度复盘：周一 (5.12)，早间中方发布会表示中美经贸高层会谈取得了实质性进展，达成了重要共识。10 年期国债活跃券收益率开盘即上行，随后在下午 3 点前保持震荡，直至《中美日内瓦经贸会谈联合声明》发布，关税下降幅度超出市场预期，收益率明显上行，全天 10 年期国债活跃券收益率上行 5.25bp。周二 (5.13)，对于前一

日关税定价开始修复，虽然关税明显下调，但美对加征关税仍有30%（20%芬太尼+10%对等关税），且24%的关税在90天暂停期结束后走向未知，全天10年期国债活跃券收益率下行1.55bp。周三（5.14），尾盘4月金融数据出炉，新增人民币贷款2800亿元，同比少增4500亿元，在一季度信贷“开门红”后，内生性融资需求依然较弱。债市方面仍然在定价关税修复，作为参考，4月2日的10Y国债活跃券收益率为1.8080%，4月3日的10Y国债活跃券收益率为1.7079%。全天10Y国债活跃券收益率上行0.7bp至1.669%。周四（5.15），降准落地，但资金面不松反紧，DR007有所上行，全天10Y国债活跃券收益率上行0.1bp至1.67%。周五（5.16），资金面进一步收紧，DR007上行至1.6374%。全周央行通过逆回购投放4860亿元，同时有8361亿元逆回购和1250亿元MLF到期，净回笼4751亿元。市场对于本月的买断式逆回购和MLF续作情况存在疑虑，全天10Y国债活跃券收益率上行0.9bp至1.679%。周度思考：后续需要关注的是资金面情况，降准落地后资金利率不降反升，我们预计1.4%-1.5%的DR007是央行的合理点位。2020年以来，仅有2020年和2022年疫情期间，DR007长期处于7天期逆回购利率下方，基于目前关税阶段性缓和，各类财政工具在发力，资金平衡偏宽而非极度宽松是理想状态。央行通过降准释放资金，同时也在公开市场回笼流动性，以达到均衡。针对关税谈判结果的反应基本已在本周上半周完毕，如果以对等关税政策宣布前的4月2日为例，则10Y国债活跃券收益率需要上行至1.8%，但由于关税政策并没有完全确定将修复到此前，因此我们预计短期内的观察点位是1.7%。美国2025年4月CPI、4月PPI、5月密歇根大学消费者指数、失业救济金等一系列数据公布，后市美债收益率如何变化？A：本周（0512-0516）美债收益率长端触碰箱体震荡的上限——约4.5%——后有所回调，多空势力出现交替，符合上周我们的整体判断。同时我们看到鲍威尔试探不再采用为应对“三低”——即低通胀、低增长、低利率——时期的平均通胀目标框架，这意味着联储将不再在框架层面包容一段时期的经济过热，转而可以更放手来应对“再全球化”所带来的中期通胀中枢抬升挑战。正如上周所述，“联储的制衡力量仍在发挥作用”，这意味着在劳动力市场不出现明显恶化的前提下，联储25年或仅降息1-2次，这将一方面对美元形成有力支撑，压制黄金，同时让收益率曲线趋平。值得注意的是，目前美债收益率曲线呈现“√”型，两头高中间低，这种非常态由于是自25年初以来新的变化，可以理解为是对特朗普关税政策的一种市场反应。同时虽然期限利差10y-2y在这一时期中枢上移，但10y-3m期间甚至出现倒挂，可以说关税政策和利率政策就像跷跷板的两头，一方顺利，则一方难航。我们在延续上周观点的基础上，结合增量数据，思考如下：（1）美国4月CPI有所下降，PPI下降明显，不及市场预期。5月13日公布的CPI数据显示，美国2025年4月CPI同比涨幅从3月的2.4%下降至2.3%，低于预期值2.4%；CPI环比上升0.3%，与预期值持平。核心CPI同比与上周持平；核心CPI环比升至0.3%，与预期值持平，前值0.2%。美国4月PPI同比增速从上月的3.4%降至2.4%，低于预期值2.5%；环比为-0.5%，低于预期值0.2%及前值0%。4月核心PPI同比下降0.9%，预期值3.1%，前值4.0%；核心PPI环比下降0.8%，预期值0.3%，前值0.4%。美国4月CPI与PPI数据整体显示通胀温和回落但核心服务价格仍具黏性，PPI超预期下降反映生产端成本压力缓解及需求疲软，叠加关税影响尚未完全传导，短期内通胀下行压力与经济滞胀风险并存，可能促使美联储维持观望态度以平衡政策。（2）美国5月密歇根大学消费者指数持续下降，信心指数创十年来

新低；5月10日首次领取失业金人数与上周持平，5月3日当周续请失业救济人数均有所上升。5月密歇根大学消费者信心指数、预期指数、现状指数均持续下降，其中信心指数跌至十年以来最低点50.8，低于预期53.4，前值为52.2，这一数据暴露出政策不确定性与通胀预期的恶性循环，若未有效干预，美国经济或面临衰退与高通胀并存的滞胀困局。从领取失业金数据来看，5月10日当周美国首次申请失业救济人数为22.9万人，与上周持平，高于预测值22.8万人；5月3日当周持续申请失业救济人数为188.1万人（前值187.2万人），低于预测值189万人。这一数据显示劳动力市场短期仍具韧性，企业裁员意愿较低，但持续申请人数的小幅上升和四周移动均值的增加可能暗示未来就业市场波动风险，需关注关税政策不确定性对经济的影响。

（3）美联储内部分歧进一步激化，政策路径的博弈进入关键阶段，6月降息概率较上周有所下降。鸽派官员继续强调经济放缓风险，援引3月失业率升至4.2%、制造业PMI持续萎缩及Q1 GDP意外下修至-0.3%等数据，认为企业库存回补动力不足且政府支出收缩正拖累内需，呼吁在三季度前启动降息以缓冲衰退压力。然而鹰派阵营态度强硬，指出核心PCE通胀连续三月持平3.1%，且特朗普对等关税政策已推动进口商品价格同比上涨8.7%，叠加企业补库带来的“二次通胀脉冲”，主张维持利率高位至四季度。美联储主席鲍威尔在5月FOMC声明中保持模糊立场，称“政策需平衡通胀粘性与增长风险”，但首次明确警告地缘冲突与贸易壁垒可能使通胀中枢长期高于2%目标，若关税冲击持续发酵，“不排除重启加息”，这一表态引发市场对政策框架转向的猜测。市场在“类滞胀”担忧中剧烈震荡，美元指数突破106创二十年新高，2/10年期美债收益率倒挂幅度扩大至55bp，反映投资者对衰退与政策失误的双重定价。尽管4月非农时薪环比增速回落至0.2%，但核心PCE环比连续第三个月录得0.4%，显示关税效应正通过供应链向消费端全面传导，高盛据此将全年降息预期从1次下调至零次，警告“美联储或被迫在2026年才能转向宽松”。交易员则押注政治压力与经济数据的分化：若5月核心PCE环比回落至0.3%以下，9月降息概率或跳升至45%；反之，若通胀再超预期且Q2 GDP初值跌破1%，政策僵局可能推动美债波动率指数突破150，创2020年以来新高。截至5月16日，Fedwatch预期2025年6月降息25bp的概率为5.2%，上周为17.2%；7月份降息的可能性为30.7%，上周为60%；9月份在7月份降息的基础上再次降息的可能性为17.4%，上周为45.7%。风险提示：

（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）

固收点评 20250517：二级资本债周度数据跟踪（20250512-20250516）

观点 一级市场发行与存量情况： 本周（20250512-20250516）银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债1只，发行规模为400.00亿元。发行年限为10Y；发行人性质为其他国有企业；主体评级为AAA；发行人地域为北京市。 截至2025年5月16日，二级资本债存量余额达45,618.05亿元，较上周末（20250509）增加393.0亿元。 二级市场成交情况： 本周（20250512-20250516）二级资本债周成交量合计约2424亿元，较上周增加538亿元，成交量前三个券分别为25工行二级资本债02BC（474.84亿元）、25建行二级资本债01BC（134.10亿元）和25工行二级资本债01BC（132.95亿元）。 分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、上海市和广东省，分别约为1882亿元、219亿元和72亿元。 从到期收益率角度来看，截至5月16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：-0.03BP、-0.03BP、-0.03BP；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：-0.02BP、-0.02BP、-0.02BP；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：-0.03BP、-0.04BP、-0.04BP。估值偏离%前三十位个券情况：本周（20250512-20250516）二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交的比例小于溢价成交，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 20 南昌农商二级 01（-0.9729%）、23 汉口银行二级资本债 01（-0.6497%）、21 长城华西银行二级 02（-0.5948%），其余折价率均在-0.30%以内。中债隐含评级以 AA、AA-评级为主，地域分布以浙江省、福建省、湖北省、四川省居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为 25 吉林银行二级资本债 01（0.7474%）、24 工行二级资本债 01B(BC)（0.7025%）、24 建行二级资本债 02B（0.6019%），其余溢价率均在 0.60%以内。中债隐含评级以 AAA-、AA+、AA-评级为主，地域分布以北京市、上海市、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）

固收点评 20250517：绿色债券周度数据跟踪（20250512-20250516）

观点 一级市场发行情况：本周（20250512-20250516）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 10 只，合计发行规模约 103.13 亿元，较上周增加 24.72 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；主体评级多为 AAA、AA+、A-级；发行人地域为北京市、江苏省、四川省、广东省、上海市、天津市；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（20250512-20250516）绿色债券周成交额合计 530 亿元，较上周增加 76 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 250 亿元、211 亿元和 57 亿元；分发行期限来看，3Y 以下绿色债券成交量最高，占比约 86.11%，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 248 亿元、100 亿元和 17 亿元；分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、广东省、福建省，分别为 180 亿元、58 亿元和 44 亿元。估值偏离度前三十位个券情况：本周（20250512-20250516）绿色债券周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交幅度大于溢价成交，折价成交的比例大于溢价成交。折价个券方面，折价率前三的个券为 25 广西优（-1.5444%）、24 临沂财金 GN001(碳中和债)（-0.7924%）、21 丰城绿色债 01（-0.6964%），其余折价率均在-0.45%以内。主体行业以房地产、公用事业、建筑为主，中债隐含评级以 AA、AA+、AA（2）评级为主，地域分布以北京市、湖北省、江苏省居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为 25 水能 G1（0.8812%）、22 广东债 10（0.7668%）、24 川能投 GN001（0.7183%），其余溢价率均在 0.65%以内。主体行业以金融、公用事业、能源为主，中债隐含评级以 AAA、AA+、AAA-评级为主，地域分布以北京市、广东省居多。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）

行业

房地产行业跟踪周报：新房二手房成交面积环比改善，持续推进城市更新

投资要点 上周（2025.5.12-2025.5.16）：上周房地产板块（中信）涨

跌幅-0.5%,同期沪深 300、万得全 A 指数涨跌幅分别为 1.1%、0.7%,超额收益分别为-1.6%、-1.2%。29 个中信行业板块中房地产位列第 25。

(1) 新房市场: 上周 36 城新房成交面积 205.1 万方, 环比+29.6%, 同比-12.5%。2025 年 5 月 1 日至 5 月 16 日累计成交 381.4 万方, 同比-2.4%。今年截至 5 月 16 日累计成交 3684.7 万方, 同比-1.0%。(2) 二手房市场: 上周 15 城二手房成交面积 179 万方, 环比+46.1%, 同比-0.1%。2025 年 5 月 1 日至 5 月 16 日累计成交 309.6 万方, 同比+3.6%。今年截至 5 月 16 日累计成交 3043.8 万方, 同比+23.1%。(3) 库存及去化: 13 城新房累计库存 7770.2 万方, 环比-0.05%, 同比-12.3%; 13 城新房去化周期为 18.0 个月, 环比变动+0.4 个月, 同比变动-5.3 个月。一线、新一线、二线、三四线城市去化周期为 12.9 个月、10.3 个月、14.7 个月、47.3 个月, 环比分别变动+0.2 个月、+0.3 个月、+0.3 个月、+1.3 个月。(4) 土地市场: 2025 年 5 月 12 日-2025 年 5 月 18 日百城土地成交建筑面积 1259.7 万方, 环比-29.9%, 同比-33.2%; 成交楼面价 553 元/平, 环比-59.5%、同比-47.5%; 土地溢价率 2.0%, 环比-5.2%, 同比-1.1%。截至 5 月 18 日, 2025 年累计成交土地建筑面积为 38329.7 万方, 同比-7.6%。周观点: 5 月第 3 周新房成交环比上升、同比下降, 二手房成交环比上升、同比下降。中办、国办印发《关于持续推进城市更新行动的意见》。建立健全城市更新实施机制。创新完善以需求为导向、以项目为牵引的城市更新体制机制。全面开展城市体检评估, 建立发现问题、解决问题、评估效果、巩固提升的工作路径。依据国土空间规划, 结合城市体检评估结果, 制定实施城市更新专项规划, 确定城市更新行动目标、重点任务、建设项目和实施时序, 建立完善“专项规划-片区策划-项目实施方案”的规划实施体系。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)

工程机械行业点评报告: 4 月销量点评: 4 月挖机销量同比+18%, 工程机械行业有望迎来国内外共振【勘误版】

投资要点 4 月挖机内销同比+18%, 继续保持高景气增长 2025 年 4 月挖掘机销量 22142 台, 同比+18%; 装载机销量 11653 台, 同比+19%。其中国内 4 月销售挖掘机 12547 台, 同比+16%, 装载机内销 7191 台, 同比增长 35%, 继续保持高景气增长。2025 年 1-4 月挖掘机累计内销达 49109 台, 同比+32%, 我们判断国内挖机销量持续超预期主要系: ①存量需求更新替换: 上一轮挖机上行周期为 2015-2023 年, 按照挖机平均 8-10 年计算, 近两年为存量需求集中更换新机节点; ②资金端好转: 国内下游资金端从 2024Q4 开始好转, 对存量及新增项目均有支撑作用; ③农村需求持续高景气: 机器替人+政策支持, 小挖需求持续高增。展望后续, 我们预计后续可以期待一系列内需提振的政策或者补贴出台, 继续刺激内需向上。出口温和复苏, 中美贸易关系缓和有望带动全球投资情绪升温 2025 年 4 月挖掘机出口 9595 台, 同比+19%; 装载机出口 4462 台, 同比-0.2%。2025 年 1-4 月挖掘机累计外销 34405 台, 同比+9%, 海外需求持续回暖。分地区看, 欧美、俄罗斯等地仍有下滑压力, 但中东、东南亚、非洲、南美等新兴市场需求持续向好。2025 年 5 月 12 日, 中美日内瓦经贸会谈联合声明发布, 中美贸易获 90 天窗口期, 虽然中国工程机械主机厂本身对美敞口较小, 直接影响不大, 但中美贸易缓和有望对全球经济有提振作用, 促

进全球投资情绪升温。挖机率先复苏+非挖筑底企稳，工程机械有望迎来国内外共振。24H2以来，国内小、中、大挖销量同比均基本实现转正，实现率先复苏，2025年起挖掘机景气度大幅上升，1-3月小/中/大挖合计销量达29685/4945/2955台，同比+44%/+32%/+6%。同时，挖机景气度逐渐向非挖转移，2025Q1道路机械持续复苏，平地机/压路机/摊铺机销量同比+32%/+22%/+30%；除塔机由于和地产相关性较高持续下滑外，起重机均有所回暖，25Q1汽车/履带/随车起重机销量同比-20%/+2%/+5%，实现筑底反转。出口方面，2024年小/中/大挖分别出口45540/36446/18601台，分别同比-12%/+1%/+17%；2025年1-3月小/中/大挖分别出口10838/9117/4832台，分别同比-1%/+10%/+14%，需求向上趋势明显，主要由于以小挖为主的欧美地区需求持续下滑以及以中大挖为主的新兴市场国家开拓的持续突破。东南亚、拉美、中东、非洲挖机需求均以中大挖为主，随着国内主机厂在该类地区布局的不断深入，业绩规模和盈利能力有望持续上升。展望未来，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。投资建议：国内处于上行周期起点，距离行业高点仍有2-3年景气度，估值&业绩向上弹性较大；海外新兴市场开拓顺利，景气度维持高位。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】。风险提示：宏观经济波动；国内政策不及预期；国际贸易摩擦；行业竞争加剧。

（证券分析师：周尔双）

燃气II行业跟踪周报：需求偏弱美国&国内气价回落，库存同比偏低 欧洲气价微增；对美LNG关税降至25%

投资要点 价格跟踪：需求偏弱美国&国内气价回落，库存同比偏低 欧洲气价微增。截至2025/05/16，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-4.9%/+0.3%/+3.8%/-0.4%/-0.6%至0.8/2.9/3/3元/方。供需分析：1)短暂高温过后气候回归适宜温度，需求持续疲软，美国天然气市场价格周环比-4.9%。截至2025/05/14，天然气的平均总供应量周环比+0.4%至1104亿立方英尺/日，同比+5.6%；总需求周环比-0.4%至944亿立方英尺/日，同比0%；发电部门消费量周环比+0.4%，住宅和商业部门的消费量-9.5%，工业部门的消费量-0.8%。截至2025/05/09，储气量周环比+1100至22550亿立方英尺，同比-12%。2)库存同比偏低，欧洲气价周环比微增0.3%。2025M1-2，欧洲天然气消费量为1155亿方，同比+11%。2025/5/8~2025/5/14，欧洲天然气供给周环比+1.7%至65685GWh；其中，来自库存消耗-22103GWh，周环比-16.3%；来自LNG接收站29611GWh，周环比-4.9%；来自挪威北海管道气19371GWh，周环比+1.2%。2025/05/10~2025/05/16，欧洲燃气发电出力下降，欧洲日平均燃气发电量周环比-15%、同比-36.5%至475.3吉瓦时。截至2025/05/15，欧洲天然气库存497TWh(480亿方)，同比-251.5TWh；库容率43.92%，同比-22.1pct。3)需求恢复缓慢、供应充足，国内气价周环比微降0.4%。2025M1-3，我国天然气表观消费量同比-2.4%至1050亿方，原因或为2024年冬季偏暖。2025M1-3，产量+4.4%至660亿方，进口量-10.3%至413亿方。2025年3月，国内液态天然气进口均价3688元/吨，环比-6.3%，同比-4.5%；国内气态天然气进口均价2681元/吨，环比+1%，同比-2.1%；天然气整体进口均价3227元/吨，环比-1.1%，同比-6%。截至2025/05/16，国内进口接收站库存302.97万吨，同比-13.61%，周环比-4.6%；国内LNG厂内库存54万吨，同比+54.82%，周环比+3.15%。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 5.4%) 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 4.5%)【中国燃气】(25 股息率 7.0%)【蓝天燃气】(股息率 8.8%)；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 5.1%)【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 2025/5/16) 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)

大炼化周报：长丝价格上涨，产销大幅增加

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 2667 元/吨，环比+10 元/吨（环比+0%）；国外重点大炼化项目本周价差为 1144 元/吨，环比+80 元/吨（环比+8%）。n【聚酯板块】本周 POY/FDY/DTY 行业均价分别为 6807/6986/7986 元/吨，环比分别 +357/+389/+304 元/吨，POY/FDY/DTY 行业周均利润为 -84/-231/-164 元/吨，环比分别 -53/-32/-89 元/吨，POY/FDY/DTY 行业库存为 8.9/16.8/24.0 天，环比分别 -8.2/-5.4/-3.8 天，长丝开工率为 91.9%，环比 -0.3pct。下游方面，本周织机开工率为 63.4%，环比+2.6pct，织造企业原料库存为 14.1 天，环比+3.5 天，织造企业成品库存为 23.0 天，环比 -1.3 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/航煤价格上涨。n【化工板块】本周 PX 均价为 852.2 美元/吨，环比+95.6 美元/吨，较原油价差为 375.1 美元/吨，环比+67.7 美元/吨，PX 开工率为 78.2%，环比 +0.9pct。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)

商贸零售行业跟踪周报：618 大促节奏进一步前置，国货品牌首日表现亮眼

投资要点 整体看：2025 年 618 大促开始时间再度提前，折扣由凑单改为立减。从活动时间节点来看，2025 年 618 大促全面提前启动，多个平台自 5 月 13 日晚 8 点陆续开启预售或现货销售，较 2024 年提前了约 7 至 10 天。整体活动周期也延长至 35 至 40 天，创下历年最长纪录。从平台来看，淘天于 5 月 13 日开启首波预售，京东同期启动“心动购物季”预热活动，拼多多、抖音等平台也在同日启动 618 大

促。相较去年，今年节奏更显提前，竞争更为激烈。从平台折扣看，多数传统货架电商折扣由此前的“满300减50”改为立减15%，消费者购物体验更流畅，同时减少凑单现象，有利于改善商家退货率。李佳琦首场直播国货品牌表现亮眼。5月13日，2025年618大促正式启动，淘天平台“超头”主播李佳琦直播间关注度居高不下，首场直播上线385款美妆产品，覆盖145个品牌，据青眼统计，李佳琦首场直播美妆GMV达25-35亿元，实现同比正增长。从品牌结构来看，国货品牌继续强势表现，预售首小时，可复美、珀莱雅、毛戈平、薇诺娜等迅速登上销量前列，其中可复美胶原棒、珀莱雅双抗精华等产品位居美妆销售前列。国货美妆表现亮眼，家清赛道中绽家突出重围。根据天猫公布的2025年618预售战报(5月13日20点至24点)，美妆、个护、母婴、宠物食品等赛道成为增速亮眼。从品牌看，国货美妆龙头表现亮眼。部分能够捕捉消费者需求、产品力持续提升、供应链把控能力强的头部国货化妆品品牌在618大促首日表现优异，如珀莱雅(珀莱雅&彩棠)、巨子生物(可复美&可丽金)等。同时从天猫618美妆品牌排行榜看，天猫平台珀莱雅、可复美、薇诺娜表现较好，位居前十，可复美排名由24年618美妆赛道首日第6位攀升至第3位。家清赛道中，绽家品牌2025年快速提升至第7位，若仅考虑衣物清洁赛道，绽家位居TOP3，仅次于立白、奥妙。投资建议：推荐绽家快速发展、保健品品牌放量趋势明显的若羽臣，建议关注618大促期间表现可能较好的巨子生物、上美股份、丸美生物、珀莱雅等。风险提示：消费恢复不及预期，宏观经济波动等。

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：石旻瑄

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)

建筑材料行业跟踪周报：期待服务消费加速

投资要点 本周(2025.5.12-2025.5.16,下同)：本周建筑材料板块(SW)涨跌幅-0.24%，同期沪深300、万得全A指数涨跌幅分别为1.12%、0.72%，超额收益分别为-1.36%、-0.97%。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378.7元/吨，较上周-4.3元/吨，较2024年同期+19.5元/吨。较上周价格持平的地区：西北地区；较上周价格上涨的地区：泛京津冀地区(+2.5元/吨)、东北地区(+6.7元/吨)；较上周价格下跌的地区：长三角地区(-10.0元/吨)、长江流域地区(-5.7元/吨)、两广地区(-15.0元/吨)、华北地区(-16.0元/吨)、华东地区(-7.1元/吨)、中南地区(-1.7元/吨)、西南地区(-2.0元/吨)。本周全国样本企业平均水泥库位为64.1%，较上周+1.6pct，较2024年同期-2.5pct。全国样本企业平均水泥出货率(日发货率/在产产能)为49.0%，较上周+0.9pct，较2024年同期-6.9pct。(2)玻璃：卓创资讯统计的全国浮法白玻原片平均价格为1306.7元/吨，较上周-10.8元/吨，较2024年同期-400.2元/吨。卓创资讯统计的全国13省样本企业原片库存为5829万重箱，较上周+12万重箱，较2024年同期+497万重箱。(3)玻纤：本周国内无碱粗纱市场报价主流走稳，个别厂实际成交灵活度增加，但下游刚需提货仍是主流。截至5月15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，低价成交占比增加，全国企业报价均价3735.25元/吨，主流含税送到，较上一周均价(3735.25)持平，同比下跌3.30%，较上周同比降幅扩大1.96个百分点；本周电子纱市场主流产品G75各厂报价基本稳定，短期价格提涨动力有限，而个别厂针对E225、D450产品价格有所调涨。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月金融数据平稳，社融存量同比增速略加速，M1同比增速略减速，结构上政府债券同比多增而企业居民贷款同比少增。加上中美贸易摩擦重回起点，整体而言经济前景也重回稳定。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、萤石网络、公牛集团，建议关注鸿路钢构等。（2）结合4月PMI的出口订单指数和美国需求强劲的现状，Q3美国进口可能出现一波集中补库存。建议适当关注美国有产能的公司，例如中国巨石、爱丽家居等。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下行，跌幅为1.1%。价格回落区域以华北、华东和中南地区为主，幅度10-30元/吨；价格上涨区域主要是辽宁和河南，幅度20元/吨。五月中旬，天气情况尚可，水泥需求环比略有恢复，但同比低了6-7个百分点。价格方面，受市场需求较差，以及部分地区水泥企业5月份的错峰生产也未能按计划执行到位，市场供应压力持续加大，水泥价格继续回落。（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，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）中期粗纱盈利底部向上。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，近期复价顺利落地后盈利改善明显。（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，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）

有色金属行业跟踪周报：中美发布日内瓦经贸会谈联合声明，避险情绪大幅回落，工业金属环比走强

投资要点 回顾本周行情（5 月 12 日-5 月 16 日），有色板块本周上涨 0.61%，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小金属板块上涨 2.33%，金属新材料板块上涨 1.86%，工业金属板块上涨 0.99%，能源金属板块上涨 0.09%，贵金属板块下跌 2.96%。工业金属方面，本周美国持续低于预期的 CPI 数据表明美国经济暂未受到贸易战影响，我们认为萎缩的能源价格以及关税的层叠传导机制使得通胀压力尚未传导至月度价格数据；此外超预期的零售数据又进一步打消了此前的衰退交易。随着“滞胀交易”的逆转，工业金属价格于本周进一步录得环比上涨。贵金属方面，中美发表贸易联合申明，避险情绪大幅缓解，黄金价格大幅回落，但我们仍旧维持黄金牛市仍存的观点，美元信用下行的风险仍在，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。

周观点： 铜：中美贸易局势缓和，市场延续抢出口提振铜短期需求，预计短期价格偏强震荡。截至 5 月 16 日，伦铜报收 9,448 美元/吨，周环比上涨 0.02%；沪铜报收 78,140 元/吨，周环比上涨 0.89%。供给端，截至 5 月 16 日，本周进口铜矿 TC 进一步下跌至-43

美元/吨，国内冶炼厂亏损幅度加大，铜精矿供应持续紧张；需求方面，随着年初以来抢装潮结束，消费淡季或提前到来，光伏和新能源端对铜需求有所减弱，同时5月初电网的采购订单份额也出现了下降的情况。本周随着中美贸易局势大幅缓解，市场短期风偏大幅好转，同时在90天的贸易缓和期内预计我国出口贸易将持续火爆，我们预计短期铜价有望偏强处理，但强调在需求前置的背景下铜价上行空间有限。

铝：社库持续下行叠加中美贸易局势缓解，海内外铝价环比上涨，关注铝土矿供给局势带来的利润变化。截至5月16日，本周LME铝报收2,482元/吨，较上周上涨2.65%；沪铝报收20,130元/吨，较上周上涨2.78%。供应端，广西电解铝企业小幅复产，本周电解铝行业理论运行产能4384.50万吨，较上周增加1万吨；需求端，本周铝板带箔企业产能利用率环比下降0.16%，铝棒产能利用率环比增长0.1%，电解铝的理论需求无明显变化。本周社会库存进一步续降至61.94万吨，环比下降5.13%；社库的持续下行以及中美贸易局势的大幅缓解，海内外铝价大幅走向，预计短期铝价偏强震荡，受制于需求的前置，预期铝价上行空间有限；此外本周五几内亚Axis Min é rales矿区已被政府要求停产，根据Mysteel调研，初步估算影响铝土矿产能约4000万吨，后续需关注政策的延续性以及铝产业链利润的潜在转移。

黄金：中美发表贸易联合申明，避险情绪大幅缓解，黄金价格大幅回落。截至5月16日，COMEX黄金收盘价为3205.30美元/盎司，周环比下跌3.72%；SHFE黄金收盘价为751.80元/克，周环比下跌4.64%。经济面，美国4月CPI年率录得同比增长2.3%，低于预期的2.4%；美国4月PPI年率录得同比增长2.4%，低于预期的2.5%。美国4月零售销售月率录得同比增长0.1%，高于预期的0%；此外，本周中美联合发布日内瓦经贸申明，贸易战缓解市场避险情绪大幅回落。本周美国持续低于预期的CPI数据表明美国经济暂未受到贸易战影响，我们认为萎缩的能源价格以及关税的层叠传导机制使得通胀压力尚未传导至月度价格数据；此外超预期的零售数据又进一步打消了此前的衰退交易。随着“滞胀交易”的逆转以及中美贸易局势的缓解，黄金价格录得大幅回调，但我们仍旧维持黄金牛市仍存的观点，美元信用下行的风险仍在，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）

福耀玻璃系列专题报告（五）：汽车玻璃在智能化浪潮下的新机遇

n 汽车玻璃是具备持续升级能力的优质零部件赛道。随着电动化和智能化的发展以及消费升级，汽车玻璃产品正处在持续升级的过程当中，在传统遮风挡雨的基础功能上，汽车玻璃逐渐延伸出了隔热、隔音、可加热、憎水、调光、天线、轻量化、HUD前挡以及全景天幕等功能。福耀的收入结构中，高附加值产品的占比也在同步持续提升，推动着公司汽车玻璃产品单平米价格的持续增长。根据我们的测算，福耀汽车玻璃产品单平米价格从2012年的131.06元/平方米持续提升至2024年的229.11元/平方米，复合增长率为5%，近三年的复合增长率则更高，为8%。

n 电动化周期：天幕玻璃为核心，前挡+边窗同步升级。这一阶段的汽车玻璃升级主要表现在天幕玻璃、HUD前挡以及双层边窗等几个主要方向。其中，全景天幕（兼顾美观和性价比，逐步替代传统天窗）相比于传统天窗面积更大，且通过镀膜来额外增加隔热等功能也进一步推高了天幕玻璃的价值量；相比于传统前挡，HUD前挡采用了楔形PVB夹层，使得前挡风价值量也得到了明显提升；边窗玻璃价值量的提升主要来源于功能性的增加，主要包括隔音、

隔热、隐私玻璃和憎水等。 n 智能化周期：智能调光、玻璃天线、玻璃显示大有可为。汽车玻璃作为信息传递的媒介，在智能化大浪潮下将会有更大的升级空间。智能调光玻璃可以营造出更加舒适的乘员舱环境，后续预计随着智能调光玻璃的技术和成本持续优化，其搭载渗透率有望进一步提升。汽车智能化也催生出玻璃集成天线需求，玻璃作为非金属材质不会阻隔信号，可以将玻璃作为天线的载体，直接将汽车天线在汽车玻璃中进行排布，既不影响车型外观和玻璃本身的性能，也可以保证天线信号功能。玻璃显示则是智能座舱的又一发展新方向，通过显示屏直接集成或光机投影，汽车玻璃将成为智能座舱信息交互的新形式。 n 我们对国内汽玻单车 ASP 进行了测算，汽车玻璃单车 ASP 从 2013 年的 593.20 元提升至 2024 年的 907.80 元，并且我们预计汽玻单车 ASP 将在 2027 年进一步提升至 1314.00 元 n 投资建议：推荐全球汽车玻璃行业龙头【福耀玻璃】。 ü 1) 公司积极拓展“一片玻璃”的边界，加强对智能玻璃、集成趋势的研究，持续推进铝饰件业务，提升单车配套价值量； ü 2) 全球份额保持提升趋势，福耀有望以高质量&高性价比的竞争优势抢占海外市场竞品企业更多的份额。 n 风险提示：原材料及能源成本上涨超预期；海运费价格上涨超预期；业务及客户拓展不及预期；汽车玻璃产品升级不及预期。

(证券分析师：黄细里 证券分析师：刘力宇)

电力设备行业跟踪周报：人形机器人如火如荼，关税下降或带动美国储能抢装

投资要点 电气设备 6837 上涨 1.39%，表现强于大盘。本周（5 月 12 日-16 日）光伏涨 2.96%，新能源汽车涨 1.59%，电气设备涨 1.39%，核电涨 0.96%，锂电池涨 0.66%，风电跌 0.58%，发电设备跌 0.48%。涨幅前五为京运通、通达股份、星云股份、南风股份、ST 惠程；跌幅前五为科泰电源、新动力、赛摩电气、晓程科技、通合科技。 行业层面：人形机器人：马斯克：未来地球上将有数百亿个机器人；松延动力新增 5000 万订单；自变量机器人完成数亿元 A 轮融资，由美团战投领投、美团龙珠跟投；国内具身智能企业「灵御智能」宣布完成千万级种子轮融资；华为与优必选科技在深圳正式签署全面合作协议；越疆科技与腾讯云在深圳签署深化战略合作协议；魔法原子宣布完成数亿元新一轮战略融资；星际光年宣布连续完成数千万天使轮和天使+轮融资。储能：美国众议院共和党公布了税收计划提案“The One, Big, Beautiful Bill”；国务院预备提请审议电力法修订草案；广东机制电价规则征求意见：机制电量不高于 90%；山东释放巨大利好，拉大储能充放电价差，冲刺 10GW。电动车：对等关税下降，美国或掀起电池囤货潮；深圳锂电 CIBF 展超 3200 家公司参展；中汽协：4 月新能源汽车销 123 万辆，同环比+44%/-1%，出口 20 万辆，同环比+75%/+27%；创新联盟：电池装机 54.1GWh，同环比+53%/-4%，铁锂占比 83%，宁德占比 39.4%，环比下降 3pct；国轩高科发布全固态电池，设计产能 0.2GWh，核心设备国产化率 100%；GGII：2025Q1 全球动力电池装机 206.9GWh，增 36%，磷酸铁锂占比 51.5%；雷军最新演讲回应“小米 SU7 车祸事故”；美国国会推动废除电动车和清洁能源补贴；市场价格及周环比：钴：SMM 电解钴 24.21 万/吨，0.0%；百川金属钴 24.40 万/吨，-0.4%；镍：上海金属网 12.67 万/吨，0.0%；碳酸锂：SMM 工业级 6.29 万/吨，-1.2%；SMM 电池级 6.45 万/吨，-1.1%；电解液：SMM 磷酸铁锂 1.82 万/吨，0.0%；SMM 三元动力 2.22 万/吨，0.0%；前驱体：SMM 四氧化三钴 20.83 万/吨，-0.5%；三元 523 型 7.90 万/吨，0.0%；正极：SMM 磷酸铁锂-动力 3.14 万/吨，-0.5%；

三元 811 型 14.75 万/吨, 0.0%;三元 622 型 13.15 万/吨, 0.0%;负极: 百川石油焦 0.27 万/吨, -1.1%; 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: SMM5.40 万/吨, -0.6%;百川 5.20 万/吨, -1.0%; 电池: SMM 方形-铁锂 523 0.322 元/wh, 0.0%;圆柱 18650-2500mAh 4.32 元/支, 0.0%。新能源: 市场监管局: 优化领跑者制度、审查地方政策, 综合整治内卷式竞争; 头部硅料厂商联合推动产能整合, 处于早期商议阶段、业内对该计划预期较好; 广东新能源增量项目机制电价征求意见; 美国光伏市场再迎巨震: 或提前十年终止户用光伏 30%税收抵免; 山西启动 2025 年风光竞配: 需取得新能源“标准地”、鼓励民企参股 10%。本周硅料 37.00 元/kg, 环比-2.63%; N 型 210 硅片 1.30 元/片, 环比-3.70%; N 型 210R 硅片 1.12 元/片, 环比-2.61%; 双面 Topcon182 电池片 0.29 元/W, 环比持平; 双面 TOPCon182 组件 0.68 元/W, 环比-1.45%; 玻璃 3.2mm/2.0mm 21.75/13.35 元/平, 环比-1.14%/-1.11%。风电: 英国能源法案获议会通过, 大英能源公司将获得 83 亿英镑支持, 以加快战略能源项目的实施, 并与私营企业共同投资, 推动漂浮式海风等新型技术投入运行。风电: 本周招标 0.65GW: 陆上 0.15GW/海上 0.5GW; 本周开/中标 1.0GW: 陆上 1.0GW/海上暂无。本月招标 3.65 GW, 同比+53.19%; 陆上 3.15GW/海上 0.5GW, 同比+51.25%/+66.67%。25 年招标 41.66GW, 同比+12.93%; 陆上 36.01GW/海上 5.65GW, 同比+5.22%/同比+67.19%。本月开标均价: 陆风 1699 元/KW, 陆风(含塔筒) 2160 元/KW。电网: 阿里巴巴 FY25Q4 云业务、资本开支不及预期; 云南 210 万千瓦抽水蓄能电站核准。 公司层面: 雷赛智能: 拟授予激励对象股票权益(股票期权 600 万份、第一类限制性股票 730 万股)合计 1330 万股, 占比公司股本总额 4.32%, 其中股票期权行权价 50.6 元/份, 限制性股票授予价 25.3 元/股。斯莱克: 与力华电源签署 46 系列大圆柱电池战略合作协议。中国核电: 拟以不超过 13.98 元/股价格, 回购公司股份 2146-3577 万股, 占比 0.10%-0.17%, 预计总金额为 3-5 亿元。大金重工: 全资子公司蓬莱大金与欧洲能源企业签署了 10 亿元海上风电项目合同, 占公司 2024 年度经审计营业收入的比例约 26.46%。厦钨新能: 股东宁波海诚计划于 2025 年 2 月 17 日至 5 月 16 日减持不超过 814.6828 万股(占总股本 1.9362%), 实际减持 300 万股(占 0.71%), 未达上限。公牛集团: 股权激励计划拟一次性授予 671 名激励对象 309.69 万股限制性股票, 占总股本 0.24%, 授予价格 35.77 元/股。斯菱股份: 向全体股东每 10 股派发现金股利 4 元, 共计 4400 万元, 不送红股, 同时以资本公积每 10 股转增 4.5 股, 合计 4950 万股, 剩余未分配利润结转以后年度。江特电机: 与富临精工签署战略合作协议, 富临精工将所持宜丰银锂 10%股权以 100 万元转让给公司全资子公司江特矿业。宁德时代: 将按每股 H 股 263 港元发行及配发 1768.41 万股额外发售股份, 占全球发售项下初步可供认购的发售股份总数的约 15.0%。思源电气: 拟回购公司股份并注销, 预计回购资金总额 3-5 亿元, 价格不超过 109.45 元/股。 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、英伟达开源人形机器人基础模型, 初创公司密集发布产品更新, 科技公司全面入局, 车展车企最大的亮点是人形机器人, 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。当前锂电核心标的已跌至15x的低估位置，强烈看好，首推宁德时代、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20-30%，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继续下行，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、特高压、出海、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、盈利能力和排产均超预期）、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（汽零稳步增长、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（汽零和结构件稳健、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 and 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）、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）、思源电气（电力设备国内出海双龙头、订单和盈利超预期）、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: 峰昭科技、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、瓊升科技、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)

建筑装饰行业跟踪周报: 需求平淡, 关注部分专业工程领域

投资要点 本周(2025.5.12-2025.5.16, 下同): 本周建筑装饰板块(SW)涨跌幅 0.77%, 同期沪深 300、万得全 A 指数涨跌幅分别为 1.12%、0.72%, 超额收益分别为-0.35%、0.05%。 行业重要政策、事件变化、数据跟踪点评: (1) 中共中央办公厅、国务院办公厅近日印发《关于持续推进城市更新行动的意见》: 意见部署了八项主要任务, 包括加强既有建筑改造利用, 推进城镇老旧小区整治改造, 开展完整社区建设, 推进老旧街区、老旧厂区、城中村等更新改造, 完善城市功能, 加强城市基础设施建设改造, 修复城市生态系统, 保护传承城市历史文化。在建立健全城市更新实施机制方面, 意见提出“创新完善以需求为导向、以项目为牵引的城市更新体制机制”“全面开展城市体检评估”“建立完善‘专项规划—片区策划—项目实施方案’的规划实施体系”。在健全多元化投融资方式方面, 意见要求“加大中央预算内投资等支持力度, 通过超长期特别国债对符合条件的项目给予支持”“中央财政要支持实施城市更新行动”“地方政府要加大财政投入,

通过发行地方政府专项债券对符合条件的城市更新项目予以支持”

“落实城市更新相关税费减免政策”“强化信贷支持”“完善市场化投融资模式”。政策通过机制建设、政策支持、财政、专项债等资金支持等多方面举措强化对城市更新行动的支持，有望推动城市更新项目推动提速，利好相关工程和材料实物需求落地。周观点：（1）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。近期中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于持续推进城市更新行动的意见》，通过机制建设、政策支持、财政、专项债等资金支持等多方面举措强化对城市更新行动的支持，有望推动城市更新项目推动提速。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：2024年我国对外承包工程业务完成营业额同比增长3.1%，新签合同金额同比增长1.1%，创历史新高，对外投资平稳发展；近期美国加征关税以及贸易摩擦升级，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）

汽车周观点：5月第2周乘用车环比+6.5%，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 股均领涨市场，乘用车/零部件表现均不错，核心或是中美关税调整好于预期加上此前汽车调整幅度较大。乘用车板块本周焦点比亚迪调入恒生科技指数和吉利核心高管人事调整。零部件板块焦点依然是机器人，最新 T 新增部分重要部件发包为本周核心变化。依据本周终端景气度草根来看，5月乘用车/重卡下游需求均表现较为一般。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）。nn 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)

计算机行业点评报告: 数字中国 2025 强调高质量数据集

事件: 近日, 国家数据局印发《数字中国建设 2025 年行动方案》, 这是国家数据局首次向地方数据管理部门印发的指导开展数字中国建设的文件。投资要点 数字中国建设规划发布, 重点布局人工智能高质量数据集、重点领域数据标注等方向。政策要求加快完善地方数据管理机构的相关职能; 加快锻造数据领域“长板”; 深度挖掘人工智能应用场景, 积极开展人工智能高质量数据集建设; 加强交通、医疗、金融、制造、农业等重点领域数据标注, 建设行业高质量数据集等。政策强调各地要将数字化发展摆在本地区工作重要位置, 完善数据管理工作机制 支持政策逐步细化, 解决数据供给和应用场景相关问题: 2025 年 5 月 9 日, 国务院总理李强主持召开国务院常务会议, 会议审议通过《政务数据共享条例(草案)》。2025 年 4 月, 工信部、商务部、国家数据局、国家卫健委、国家医保局、国家中医药局、国家药监局七个部门联合印发《医药工业数智化转型实施方案(2025-2030 年)》, 提出要整合释放医药数据要素价值, 鼓励医药企业、医疗机构、科研院所等合作建设医药工业大数据平台, 形成研发、生产、临床、大健康等领域高质量数据集。近期相关支持政策逐步面向具体行业、地方推进, 我们预计未来各地有望积极推进高质量数据集建设和公共数据、产业数据产品化、市场化发展, 带动行业相关订单和收入增长。医疗等行业数据交易持续落地, 全国首单医疗数据资产使用费纳入国库: 2024 年 12 月, 首都医科大学宣武医院的颈动脉支架手术数据集(登记时包含 2550 条数据)在北京国际大数据交易所进行了资产确权登记, 同时完成交易, 近期多家公立医院跟进, 落地医疗数据登记交易试点。2025 年 4 月, 福州市长乐区医院 100 余例颅脑 MRI 影像数据成交并纳入国库集中收缴, 交易总额 9759 元, 这是全国首单医疗数据资产使用费国库收入, 福州新区目前已治理数据超 200 亿条。我们测算, 若按照 8 元/条的使用费计算, 福州新区已治理医疗数据形成的资产使用费国库收入可达超过 1600 亿元。此外, 全国首单数据知识产权跨境交易、首个融合自然语言交互技术的低空数据产品交易项目近日均正式落地。数据标注试点城市推进, 央企积极建设高质量数据集: 2024 年 5 月, 国家数据局在第七届数字中国建设峰会上公布成都、沈阳、合肥、长沙、海口、保定、大同为全国数据标注试点城市, 截至 2025 年 3 月, 已形成医疗、工业、教育等行业的高质量数据集 335 个; 带动数据标注行业相关产值超过 83 亿元。2025 年 4 月, 国务院国资委集中发布了首批 10 余个行业 30 项央企人工智能行业高质量数据集优秀建设成果。同时发布首批成立交通物流、绿色低碳、智慧能源等三大行业中央企业数据产业共同体, 后续将梯次成立其他重点行业央企数据产业共同体, 后续高质量数据集建设有望加速。建议关注数据基础设施、数据标注、数据运营相关标的, 以及拥有独特高质量数据集的公司。相关标的: 高质量数据集: 深桑达 A、云赛智联、国新健康、中远海科、易华录、久远银海等。数据标注: 海天瑞声等。风险提示: 政策推进不及预期, 行业竞争加剧。

(证券分析师: 王紫敬 证券分析师: 张文佳)

医药生物行业跟踪周报: 三抗药物研发进入快车道, 建议关注泽璟制药、三生制药等

投资要点 本周、年初至今 A 股医药指数涨幅分别为 1.3%、2.5%，相对沪深 300 的超额收益分别为 0.2%、3.6%；本周、年初至今 H 股生物科技指数涨跌幅分别为 0.3%、27.8%，相对于恒生科技指数跑赢 -1.7%、9.6%；本周 A 股原料药（+3.8%）、中药（+1.7%）、医疗服务（+1.5%）及化学制药（+1.4%）等股价明显上涨，生物制品（+1.16%）、医疗器械（+0.9%）及医药商业（+0.01%）等股价涨幅相对较小；本周 A 股涨幅居前拓新药业（+45%）、永安药业（+32%）、森萱医药（+24%），跌幅居前*ST 苏吴（-15%）、金凯生科（-7%）、泽璟制药（-7%）；本周 H 股涨幅居前大健康国际（+42%）、兆科眼科（+30%）、维亚生物（+23%），跌幅居前同源康医药（-23%）、歌礼制药（-17%）、中国智能健康（-16%）。本周板块表现特点：本周医药板块均有所上涨、周五上涨更加明显，H 股医药板块相对更弱。

三特异性抗体（TsAbs） 是一类能够同时结合三个不同抗原靶点的工程化抗体。与传统的单特异性或双特异性抗体相比，TsAbs 具备更复杂的靶向能力，能够协同作用于肿瘤细胞表面抗原（TAA）、免疫细胞激活受体及共刺激分子，从而优化免疫细胞的杀伤功能，并减少耐药性的发生。三抗根据与常规 IgG 结构的相似性可分为 IgG-like 形式和 non-IgG-like 形式，目前尚未有上市的三抗药物，进入临床的多采用 IgG-like 形式，利用 Fc 区增强 T 细胞持久活性，如进度最快处于临床 2b/3 期默沙东的眼科药物 Restoret（Fzd4;LRP5;LRP5）以及处于临床 2 期的辉瑞的两款自免药物 PF-07264660（IL-33;IL-4;IL-13）和 PF-07275315（TSLP;IL-4;IL-13）。建议关注国内布局三抗并进入临床阶段的上市药企如泽璟制药、基石药业、先声药业、信达生物、三生制药等。全球首个艾伯维 c-Met ADC 获批上市；百济神州启动 BGB-16673 vs Pirtobrutinib 头对头 I 期研究：5 月 14 日，艾伯维宣布 FDA 已批准 c-Met 靶向 ADC 药物 telisotuzumab vedotin（Teliso-V，ABBV-399）的生物制品许可申请（BLA），用于治疗既往接受过治疗的 c-Met 蛋白过表达、表皮生长因子受体（EGFR）野生型晚期/转移性非鳞状非小细胞肺癌（NSCLC）成人患者。该药物是 c-Met 赛道首款获批上市的 ADC 产品，也是艾伯维首款自研 ADC 产品。5 月 15 日，全球临床试验收录网站显示，百济神州启动了 BGB-16673（catadegbrutinib）头对头 Pirtobrutinib（匹妥布替尼）的 III 期临床试验（CaDAnCe-304）。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，主要集中在创新药领域，重点关注泽璟制药、三生制药、百利天恒、联邦制药、康方生物、百济神州、恒瑞医药、科伦博泰、迪哲医药、海思科、科伦药业、歌礼制药等。从低估值角度选股，主要集中在中药领域，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：主要集中在中药领域，重点关注江中药业、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，重点关注诺泰生物、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）

电子行业跟踪周报：AI 产业聚焦中东，提振全球算力芯片及基建需求-算力周报

投资要点 全球 AI 产业聚焦中东，进一步提振全球算力芯片及算力基建需求 本周美国正式撤销拜登政府“AI 扩散规则”，为人工智能发展铺平道路之后，特朗普中东之行立即为美国 AI 相关企业带来一

批商务合作协议。周二白宫公告沙特承诺向美国投资 6000 亿美元，达成有史以来两国最大规模商业协议，尤为亮眼的是沙特 AI 公司 Humain 宣布与英伟达达成战略合作伙伴关系，预计在未来 5 年将建设一座由数十万块最先进英伟达 GPU 驱动的 AI 工厂，首个部署阶段英伟达将向 Humain 出售 1.8 万颗 Blackwell 芯片。AMD 也与 Humain 达成合作，为 Humain 的数据中心提供芯片和软件，项目耗资 100 亿美元。周四白宫继续公告美国与阿联酋达成的商业协议，并在同日宣布阿联酋与美国政府同意建立“美阿人工智能（AI）加速伙伴关系”框架，整体看有两个亮点，第一，阿联酋国有人工智能巨头 G42 每年将获得 50 万颗英伟达顶级芯片进口配合，其中 20% 用于 G42 自身 GPU 云和数据中心建设，其余向美国公司供应。第二，G42 将与美国合作伙伴共建 5GW 人工智能数据中心园区，其中第一阶段 1GW 已经破土动工。当前时点，一方面北美超大规模企业自有资金投资 AI 压力逐步增大，另一方面电网、能源也正成为美国 AI 基础设施建设的主要卡点，我们认为中东地区能源与资本的协同效应将成为破解美国 AI 基建瓶颈的关键，有望进一步提振全球 AI 芯片及 AI 基础设施的需求预期，看好 A 股海外算力基础设施硬件供应商。国内算力需求持续提升，中美科技博弈下，算力硬件全产业链去美自研方可破局。本周腾讯、阿里陆续披露了 CY25Q1 业绩，业绩后电话会交流均对 AI 业务的赋能，以及未来 AI 方向的投资做了乐观表述。腾讯 25Q1 总资本支出达到 275 亿元，同比增长 91%，公司表示 AI 能力已经对效果广告与长青游戏等业务产生了实质性贡献，同时也在加大对元宝应用于微信内的 AI 等新 AI 机遇的投入。在 GPU 需求方面，尽管公司表示大模型训练属于第二优先级，现有高端芯片库存完全足够未来数代模型的训练，但推理方面的 GPU 需求量依然庞大，公司正通过软件优化、芯片采购多元化进行压力缓解。阿里巴巴 FY24Q1 资本开支达到 246 亿元，当季度阿里云收入同比增长 18%，创下三年最快增速，其中 AI 相关产品收入连续七个季度保持三位数同比增长。对于 AI 算力需求，公司表示目前基于 CPU 的计算正在转向 AI 计算，未来几个季度阿里云的营收增速还处于上升通道，且总体推理需求还未完全体现在本季度财报中，新客户大规模的推理应用及推理场景需求将在后续几个月逐步上线。国内互联网厂商 AI 创新业务持续涌现，推动国内推理算力需求进入快速增长阶段，然而美国 BIS 本周针对我国先进计算芯片通用禁令（GP10）的指导意见还是对国产算力芯片的需求预期造成了一定扰动。GP10 要求涉及特定美国软件、技术设计，或者由涉及美国软件、技术的半导体设备生产的芯片，均可能受《出口管理条例》约束，受 GP10 限制。在此背景下，我们认为国产算力需要实现纵向设计、生产全流程去美，横向软、硬件全栈自研方能实现破局。产业链相关公司 算力 PCB：沪电股份、胜宏科技、生益电子、景旺电子。广合科技等 国产算力：中芯国际、寒武纪、海光信息、华丰科技、南亚新材、芯碁微装、深南电路、兴森科技、欧陆通等。风险提示：AI 相关技术升级不及预期风险、算力需求不及预期风险，行业竞争加剧风险。

（证券分析师：陈海进 研究助理：解承堯）

商贸零售行业深度报告：烟草行业专题报告：新型烟草继续增长，巨头加码无烟产品

投资要点 全球烟草：传统卷烟规模稳定，新型烟草继续增长。根据欧睿数据，预计 2024 年世界各类烟草制品市场规模为 9514 亿美元，同比+2.6%；其中卷烟/雪茄及其他可燃烧烟草/新型烟草规模分别为

7756/888/870 亿美元，同比+1.6%/+1.9%/+13.1%。预计新型烟草 2024 年行业规模为 870 亿美元，其中电子烟/加热烟草/无烟产品/口含烟分别为 230/389/138/112 亿美元，同比+9%/+13%/-0.1%/+51%。电子烟规模稳步扩张，一次性占比将下降，合规龙头市场份额有望提升。加热不燃烧行业规模快速增长，美国市场将贡献可观增量，前两大龙头市占率合计近 9 成。尼古丁袋驱动口含烟快速增长。菲莫国际：IQOS 稳健增长，尼古丁袋快速放量。1) 菲莫国际以烟草业务为主，无烟产品占比持续提升。2024 年公司营收 379 亿美元，有机同比+9.8%，其中可燃烟草制品/无烟产品收入占比分别为 61%/38%，有机同比+5.9%/+16.7%。2) 加热烟草品牌 IQOS 持续增长。核心品牌 IQOS 发行时间早，实现技术和用户卡位，2024 年用户量达 3220 万人，烟支销量达 1397 亿支，同比+11.6%，市场份额为 5.2%，2025Q1 提升至 5.7%。公司预计 2025 年加热烟草收入销量增速 10%-12%。3) 尼古丁袋驱动口含烟告高速增长。2024 年口含烟销量达 10.22 亿罐，同比增长+27.8%，其中尼古丁袋 6.4 亿罐，同比+52.9%，作为 FDA 唯一获批品牌，ZYN 在美迅速扩张，公司预计尼古丁袋 2025 年销量增速 38%-45%。4) 积极推进无烟计划。菲莫布局电子烟业务，核心品牌 VEEV，2024 年出货量达 17 亿单位，2025Q1 出货量实现翻倍增长。菲莫预计 2025 年无烟产品销量同增 12%-14%，2030 年无烟产品收入占比突破 2/3。英美烟草：多元化布局无烟业务，HNB 新品等有望驱动增长。1) 燃烧烟草贡献主要收入，多元布局无烟产品。2024 年公司营收 258.67 亿英镑，有机同比+1.3%，其中可燃烟草/新型烟草/传统口含烟收入为 206.85/34.32/10.92 亿英镑，有机同比+0.1%/+8.9%/-3.4%。2024 年无烟产品（含传统口含烟）收入占比为 17.5%，同比+1.0pct。2) 雾化电子烟为主，市占率有望逐步恢复。新型烟草用户达 2910 万中，其中雾化电子烟/HNB/现代口含烟 2024 年收入为 17.21/9.21/7.90 亿英镑，有机同比-2.5%/+5.8%/+53.2%。电子烟量减价增，受到不合规产品冲击，欧美加强监管后份额有望修复。3) 新品有望助力 HNB 份额提升。加热不燃烧 2024 年销量 209 亿支，有机同比-0.3%，glo Hilo 将于 25 年 6 月在日本上市，后续拓展欧洲市场，预计 2026 年在美国上市，新品助力 HNB 快速增长。4) 多元化产品推动无烟化转型。现代口含烟以 Velo 作为核心品牌，2024 年收入 7.9 亿英镑，有机同比+53.2%，新品和美国新市场将支持增长。英美烟草推动无烟转型，HNB 新品将成为重要支撑，预计无烟产品（含传统口含烟）收入占比在 2026/2035 年突破 20%/50%。投资建议：全球烟草行业规模接近万亿美元，在减害背景下新型烟草增速领先，并将占据更多市场份额。菲莫国际和英美烟草等国际烟草巨头加大对新型烟草的布局，聚焦加热不燃烧等品类，推进无烟化转型。建议关注与英美烟草 HNB 新品 glo Hilo 绑定的雾化电子代工龙头思摩尔国际，菲莫国际 IQOS 的代工盈趣科技，以及有望整合境外资产的中烟唯一上市平台中烟香港。风险提示：监管政策不确定，新产品推广不及预期，市场竞争加剧等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：石琦瑄

研究助理：王琳婧）

非银行业跟踪周报：险资大幅增配股票；并购重组改革深化

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 12 日-2025 年 05 月 16 日）非银行金融板块各子行业中保险及证券行业跑赢沪深 300 指数。保险行业上涨 3.63%，证券行业上涨 2.16%，多元金融行业上涨 0.50%，非银行金融整体上涨 2.67%，沪深 300 指数上涨 1.12%。 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16日, 5月日均股基交易额为14784亿元, 同比增长57.38%, 环比增长19.60%。截至5月15日, 两融余额18085亿元, 同比提升17.76%, 较年初下降3.01%。截至2025年5月16日, 5月IPO发行3家, 募集资金20.53亿元。2) 证监会修改《上市公司重大资产重组管理办法》。主要修改内容包括: ①建立重组股份对价分期支付机制。②提高对财务状况变化、同业竞争和关联交易监管的包容度。③新设重组简易审核程序。④明确上市公司之间吸收合并的锁定期要求。⑤鼓励私募基金参与上市公司并购重组。3) 最高人民法院、证监会联合发布《关于严格公正执法司法 服务保障资本市场高质量发展的指导意见》。主要内容包括: ①聚焦投资者保护, 站稳人民立场。②规范市场参与人行为, 营造良好市场生态。③强化司法行政协同, 凝聚发展合力。④完善组织保障, 切实提升审判能力与监管能力。4) 证监会发布上市公司募集资金监管规则。主要修订内容包括: ①强调募集资金使用应专款专用, 专注主业, 支持实体经济发展。②从严监管募集资金用途改变和使用进度缓慢。③强化募集资金安全性。④提升募集资金使用效率。⑤督促中介机构履职尽责。⑥做好与独董制度改革和《公司法》修订的衔接调整。5) 05月16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1.2x。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16日保险板块估值0.54-0.92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)

煤炭开采行业跟踪周报：供需疲弱，港口库存仍处高位，煤价震荡运行

行业近况 本周（5月12日至5月16日）港口动力煤现货价环比下跌，报收614元/吨。供给端，本周环渤海四港区日均调入量175.69万吨，环比上周减少28.54万吨，降幅1.10%。矿山产地煤矿正常供应，港口供给略有下降。需求端，本周环渤海四港区日均调出量181.79万吨，环比上周增加7.39万吨，增幅4.23%；日均锚地船舶共46艘，环比上周增加3艘，增幅7.59%。库存端，环渤海四港区库存端3292.41万吨，环比上周增加89.13万吨，增幅2.78%。港口本周日均调出量环比略有增加，受部分电厂补库需求影响。库存端略有增加，同比仍处高位，叠加下游需求淡季影响，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、需求刚需为主以及汛期水电稳增影响导致上涨动能有限，但伴随五一节后将逐步进入迎峰度夏旺季期，煤价或有进一步上行可能。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）

机械设备行业跟踪周报：看好估值底部&业绩高增长的装备出海板块（工程机械、高空作业平台、油服设备等）

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：

【出口链】中美协议超预期降低双边关税+90天窗口期，建议关注估值回落的优质机械出口标的。2025年5月12日，中美日内瓦经贸会谈联合声明发布：此前中国出口美国关税为145%，合约落地后，90天内中国出口美国关税降至30%，90天后再提升至54%。中美协议为企业产品出口、海外产能储备等提供了缓冲期，为盈利水平较为突出的企业提供了保留美国市场份额的机遇。建议关注(1)【浙江鼎力】降税短期为公司获发货备货窗口，中长期公司国内产能出口美国仍有望保持较好盈利水平，增强业绩兑现确定性。(2)对美敞口相对较高、关税降低充分受益的【巨星科技】、【银都股份】、【浩洋股份】等。(3)直接对美敞口不高，Q1客户观望情绪重、资本开支和补库延后，美国区域销售受影响，降税有望为其贡献一定利润增量的低估值叉车双龙头【安徽合力】、【杭叉集团】、【纽威股份】等。

【工程机械】长沙工程机械国际展览会顺利落幕，签订年度采购协议超130亿元。2025长沙国际工程机械主机配套全球采购签约大会17日在湖南长沙举行，吸引来自工程机械产业链100多家企业参会，现场主机企业与部分配套件企业签订年度采购协议130多亿元。中联重科、三一重工、山河智能、铁建重工、星邦智能、润天智科等6家工程机械主机企业还以数字化电子签约形式达成战略合作，覆盖智能装备采购、技术研发及海外市场拓展等领域。此次长沙展览会国内各主机厂发布的新品依然多聚焦于大型化、电动化、智能化，凸显中国品牌日益提升的技术创新能力。依托国内锂电及智驾产业链优势，中国品牌工程机械在电动化和智能化方面的布局大幅领先，有望凭借新技术路径弯道超车。2025年4月挖掘机出口9595台，同比增长19.3%，超市场预期，海外

需求边际改善，坚定看好工程机械长期出海逻辑。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。【通用自动化】通用设备需求筑底静待复苏，挖掘机器人&FA 自动化等 α 机会 ①工业自动化：2024 年合计实现营收 592.48 亿元，同比+6%；合计归母净利润为 34.18 亿元，同比-40%。②注塑机：选取【海天国际】【伊之密】【泰瑞机器】进行分析，2024 年分别实现营收 161.3/50.6/11.5 亿元，分别同比+23%/+24%/+15%；归母净利润分别为 30.8/6.08/0.82 亿元，分别同比+24%/+27%/-4%。③机床&刀具：机床行业 2024 年合计实现营收 171 亿元，同比+10%，归母净利润为 14.85 亿元，同比-5.2%。刀具行业 2024 年合计实现营收 47.53 亿元，同比+10%，合计归母净利润为 6.20 亿元，同比-20%。整体看，除受益于 3C&家电资本开支上行与出口加速的注塑机行业外，2024 年通用自动化板块呈现量增价减竞争加剧状态，利润端表现弱于营收端。人形机器人行业正迎来行业发展黄金期，建议关注灵巧手与轻量化两大环节。①灵巧手：特斯拉二代灵巧手采用微型丝杠+腱绳的方案，建议关注微型丝杠环节投资机会。另外传感器为灵巧手实现灵巧操作的关键，看好传感器在机器人领域应用。②轻量化：人形机器人轻量化可以提高机器人的运动灵活性和续航，建议关注 PEEK 材料与镁合金在机器人领域应用。人形机器人：灵巧手整手重点推荐【兆威机电】【雷赛智能】；灵巧手微型丝杠重点推荐【恒立液压】，建议关注【浙江荣泰】【雷迪克】；灵巧手触觉传感器&电子皮肤建议关注【汉威科技】【日盈电子】【福莱新材】。机器人轻量化建议关注【星源卓镁】【旭升集团】【中欣氟材】【肇民科技】等。2) 通用自动化：重点推荐 FA 自动化【怡合达】；注塑机行业【海天国际】【伊之密】。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)

原油周报：关税政策缓和，国际油价上涨

n【美国原油】 n1) 原油价格：本周 Brent/WTI 原油期货周均价分别 65.5/62.6 美元/桶，较上周分别+3.5/+3.5 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+398/+345/+53/-107 万桶。 n3) 原油产量：美国原油产量为 1339 万桶/天，环比+2 万桶/天。美国活跃原油钻机本周 473 台，环比-1 台。美国活跃压裂车队本周 193 部，环比-2 部。 n4) 原油需求：美国炼厂原油加工量为 1640 万桶/天，环比+33 万桶/天；美国炼厂原油开工率为 90.2%，环比+1.2pct。 n5) 原油进出口量：美国原油进口量、出口量、净进口量为 584/337/247 万桶/天，环比-22/-64/+42 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 90/90/90 美元/桶，环比+3.7/+5.8/-4.1 美元/桶；与原油价差分别 25/25/25 美元/桶，环比-0.1/+2.0/-7.9 美元/桶。 n2) 成品油库存：美国汽油、柴油、航空煤油库存分别 2.2/1.0/0.4 亿桶，环比-102/-316/+161 万桶。 n3) 成品油产量：美国汽油、柴油、航空煤油产量分别 938/458/189 万桶/天，环比-33/-7/+1 万桶/天。 n4) 成品油需求：美国汽油、柴油、航空煤油消费量分别 879/378/153 万桶/天，环比+8/+26/-50 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 41/93/52 万桶/天，环比+32/-4/-36 万桶/天。②美国柴油进口量、出口量、净出口量分别 18/143/125 万桶/天，环比+6/+3/-3 万桶/天。③美国航空煤油进口量、出口量、净出口量分别 14/28/14 万桶/天，环比+2/+14/+12 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)。

【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)

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

投资要点 A 股市场行情概述: (2025.5.12-2025.5.16) 主要宽基指数涨跌幅: 排名前三名的宽基指数分别为: 北证 50 (3.13%), 万得微盘股日频等权指数 (1.58%), 创业板指 (1.38%); 排名后三名的宽基指数分别为: 科创 100 (-1.29%), 科创 50 (-1.10%), 科创综指 (-1.00%)。风格指数涨跌幅: 排名前三名的宽基指数分别为: 金融(风格.中信) (1.80%), 大盘成长 (1.60%), 大盘价值 (1.45%); 排名后三名的宽基指数分别为: 巨潮小盘 (-0.23%), 小盘成长 (-0.20%), 成长(风格.中信) (-0.08%)。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: 美容护理 (3.08%), 非银金融 (2.49%), 汽车 (2.40%)。排名后三名的宽基指数分别为: 计算机 (-1.26%), 国防军工 (-1.18%), 传媒 (-0.77%)。

A 股市场行情展望: (2025.5.19-2025.5.23) 观点: 震荡调整, 关注医药及红利板块的相对机会。万得全 A 指数, 日频模型上从近期持续发出正向信号到 5 月 15 日转向负向信号, 模型预测后续可能会进入震荡调整的阶段。万得全 A 指数, 月频模型 5 月份评分为 -2.5 分, 模型预测 A 股五月可能会小幅度调整。因此我们认为, 5 月份 A 股可能会形成一个倒 V 型的走势, 并且现阶段正在逐渐走向倒 V 型的后半段, 空间上仍然存在筹码的压力。结构上, 我们建议关注医药板块的相对收益机会, 医药板块本周表现相对平稳。而红利板块, 如果后续市场进入震荡调整阶段, 则也可能有相对收益的机会。由于 5 月 14 日宽基 ETF 发生异动, 所以在一定程度上提前释放了红利的涨幅。但整体来看, 我们认为红利板块在经过短期调整后, 后续仍然是确定性相对较高的板块。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, 同时港股受到外围事件驱动的影响可能会更大, 因此维持宽幅震荡的观点。

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, 医药板块以及部分红利板块的表现可能会相对较好。因此从基金配置的角度, 我们建议进行相对防守型 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)

基础化工周报: 尿素价格回升

n【聚氨酯板块】 本周纯 MDI/聚合 MDI/TDI 行业均价为 17620/16300/11718 元/吨, 环比分别+345/+1150/+693 元/吨, 纯 MDI/聚合 MDI/TDI 行业毛利分别为 4280/3880/458 元/吨, 环比分别+98/+855/+607 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 1374/4514/531/4145 元/吨, 环比分别+17/-91/-9/+130 元/吨。②本周聚乙烯均价为 7897 元/吨, 环比+28 元/吨, 乙烷裂解/CTO/石脑油裂解制聚乙烯理论利润分别为 1157/1897/114 元/吨, 环比分别+15/+42/-90 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-283/1634/35 元/吨, 环比分别+94/+24/-112 元/吨。nn【煤化工板块】本周合成氨/尿素/DMF/醋酸行业均价为 2393/1906/4030/2435 元/吨, 环比分别-1/+37/-108/-63 元/吨, 合成氨/尿素/DMF/醋酸行业毛利分别为 472/214/-271/29 元/吨, 环比分别+24/+23/-5/-108 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)

非银行业点评报告: 并购重组管理办法修订, 进一步释放市场活力

投资要点 【事件】2025 年 5 月 16 日, 证监会发布《关于修改<上市公司重大资产重组管理办法>的决定》, 自发布之日起实施。此次修订全面落实了 2024 年 9 月 24 日发布的《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》(简称“并购六条”)的各项措施, 进一步释放市场活力。 主要内容包括: 1) 建立重组股份对价分期支付机制。将申请一次注册、分期发行股份购买资产的注册决定有效期延长至 48 个月。2) 提高对财务状况变化、同业竞争和关联交易监管的包容度。3) 新设重组简易审核程序。明确适用简易审核程序的重组交易无需证券交易所并购重组委审议, 中国证监会在 5 个工作日内作出予以注册或者不予注册的决定。4) 明确上市公司之间吸收合并的锁定期要求。对被吸并方控股股东、实际控制人或者其控制的关联人设置 6 个月锁定期, 构成收购的, 执行《上市公司收购管理办法》18 个月的锁定期要求; 对被吸并方其他股东不设锁定期。5) 鼓励私募基金参与上市公司并购重组。对私募基金投资期限与重组取得股份的锁定期实施“反向挂钩”, 明确私募基金投资期限满 48 个月的, 第三方交易中的锁定期限由 12 个月缩短为 6 个月, 重组上市中控股股东、实际控制人及其控制的关联人以外的股东的锁定期限由 24 个月缩短为 12 个月。 “并购六条”发布以来, 并购重组市场规模和活跃度大幅提升。上市公司累计披露资产重组超 1400 单, 其中重大资产重组超 160 单。今年以来, 上市公司筹划资产重组更加积极, 已披露超 600 单, 是去年同期的 1.4 倍; 其中重大资产重组约 90 单, 是 2024 年同期的 3.3 倍; 已实施完成的重大资产重组交易金额超 2000 亿元, 是 2024 年同期的 11.6 倍, 资本市场功能得到有效发挥。 有望带动券商并购重组业务及直投业务, 头部券商更为受益。自 2023 年下半年以来, IPO 及定增市场预冷, 券商投行收入大幅下滑。2023、2024 年上市券商投行收入分别同比下滑 22%、27%。随着新规落地, 并购重组项目有望增加, 配套融资业务也有望增长, 券商作为并购重组的财务顾问, 将有更多机会参与其中, 弥补投行收入的下滑, 也能带动券商其他业务线的协同发展。此外, 并购重组政策的放松也有利于一级市场私募基金的退出, 券商直投业务有望释放业绩。考虑到并购业务具备明显的马太效应, 头部券商在资金实力、专业人才、品牌影响力等方面具有优势, 因此将更为受益。 风险提示: 宏观经济波动加大, 监管政策趋严, 行业竞争加剧。

(证券分析师: 孙婷 证券分析师: 何婷)

推荐个股及其他点评

中国飞鹤（06186.HK）：中国飞鹤：千帆过尽，鹤鸣九霄

投资要点 高分红的国产婴配粉龙头，24 年业绩拐点显现。公司是中国最早的奶粉企业之一，聚集婴配粉业务，24 年渠道改革效果显现+超高端产品发力推动公司收入及净利润同比改善，业绩拐点显现。当前公司在手现金充沛，24 年分红率提升至 76%，高分红属性突出。聚焦高端化产品，渠道管理狼性。1）产品：公司通过新鲜奶源+配方精准化打造差异化产品，聚焦以星飞帆系列为核心的超高端产品，通过星飞帆裂变打造百亿大单品，超高端产品占婴配粉收入比从 16 年的 22%提升到 24 年的 75%，高端产品布局领先同业。2）品牌：营销高举高打，通过地推铁军实现高频线下互动，消费者转化率高，同时通过持续升级线上会员系统，沉淀消费者数据消费者粘性。3）渠道：公司顺应行业趋势发力母婴渠道，采用单层渠道体系强化终端管理，经销商和终端母婴店利润率位于行业中游水平，渠道动力充足；疫后发力线上渠道，全渠道发力巩固龙头地位。 婴配粉行业需求有望触底反弹，高端化趋势坚挺。婴配粉按照适用年龄段可分为一段（0-6 个月）、二段（6-12 个月）、三段（1-3 岁）、四段（3-6 岁）。1）规模：2019 年以前我国婴配粉行业量价齐增，受出生人口减少影响，2022-2023 年行业规模分别同比下滑 5%/10%，24 年出生人口回升带动行业降幅收窄，我们预计 2025 年我国婴配粉市场同比-1.2%，行业需求边际改善主因 24 年出生人口回升带动 25 年二段奶粉需求提升；2025 年生育补贴政策频出，未来随着刺激生育政策逐步落地，公司有望受益于行业需求提振。2）结构：婴配粉为高信息差产品，叠加我国曾经历过奶粉安全事件，宏观经济疲软不改婴配粉高端化趋势，2024 年高端婴配粉占比提升，公司聚焦产品高端化，未来有望持续受益。 飞鹤守擂婴配粉市场，对标海外集中度仍有提升空间。随着政策标准趋严，中小品牌出清推动行业集中度提升，我国婴配粉 CR5 从 2015 年 35%提升到 2024 年 66%。2019 年起飞鹤超越雀巢成为我国婴配粉龙头，2024 年以 17.5%的份额守擂婴配粉市场。2024 年日本/美国婴配粉龙头市占率分别为 39%/40%，对标海外，公司市占率仍有提升空间。 公司加码渠道管控，星飞帆系列成长势能强劲。2022 年以来持续加码渠道管控，当前渠道库存良性，星飞帆卓字系列放量推动收入增长和毛利率优化，未来随着星飞帆系列持续推新，超高端产品潜力可期。 盈利预测与投资评级：公司是国内婴配粉龙头，25 年行业需求有望边际改善，星飞帆系列成长势能强劲，预计 25-27 年公司收入分别为 221.7/236.3/251.7 亿元，同比+6.9%/+6.6%/+6.5%；预计 25-27 年公司归母净利润分别为 38.7/43.0/47.3 亿元，同比+8.4%/+11%/+10.2%，对应 PE 分别为 13/11/10x，以 24 年分红率和归母净利润为基础计算，当前公司股息率 5.6%，25-27 年公司估值低于可比公司，低估值高股息，首次覆盖给予“买入”评级。 风险提示：竞争加剧风险，食品安全风险，原材料价格波动较大，出生人口大幅下降

（证券分析师：苏铖 证券分析师：周韵）

雷赛智能（002979）：发布股权激励&员工持股计划彰显业绩增长信心，机器人业务风正时济

投资要点 事件：1）发布股权激励草案，拟授予激励对象股票权益（股票期权 600 万份、第一类限制性股票 730 万股）合计 1330 万股，占总股本 4.32%，其中股票期权行权价 50.6 元/份，限制性股票授予价 25.3 元/股；2）发布员工持股计划，拟筹资不超过 11005.5 万元，涉及

股票总规模预计不超过 290 万股，占总股本 0.94%，计划购买价格为 37.95 元/股。考核目标彰显公司增长信心：根据激励计划&持股计划考核目标(营收或利润达到目标即可，以行权/归属比例 100%为例)，25-27 年公司营收增速预计为 20%/25%/20%，净利润增速预计为 30%/23%/19%。运控主航道行稳致远、变革红利持续体现。1) 公司持续通过“步进+伺服+PLC”解决方案深耕下游细分行业：24 年公司伺服收入同比+12%，市占率达 3.8%，同比+1.4pct(内资仅次于汇川)，小型 PLC 收入同比+88%，快速突破市场。2) 经销模式开始显著贡献：24 年公司经销收入 7.7 亿元，同比+93%，24 年底经销商达 200+家，办事处 30+个，公司将凭借经销渠道优势，进一步拓展下游行业及覆盖度，带动业绩持续快速增长。打造机器人第二曲线、产品思路清晰。公司在机器人领域定位核心零部件、组件和解决方案供应商，24 年先后成立上海雷赛机器人/深圳灵巧驱控子公司分别专注于无框/空心杯电机、模组及解决方案，相关产品均已于 24H2/25Q1 发布并持续迭代，同时通用机器人运动控制系统在研，依托主业运控优势，不断拓宽机器人产品矩阵。客户层面，公司积极对接下游客户并参加海内外展会(如美国 AUTOMATE)，已与数百家国内外机器人企业以及模组厂家进行长期的业务合作，有望逐步贡献业绩增量。盈利预测与投资评级：维持 25-27 年公司归母净利润 2.8/3.7/4.8 亿元，同比+40%/+31%/+31%，对应现价 PE 分别为 55x、42x、32x，考虑到机器人业务空间广阔，维持“买入”评级 风险提示：宏观经济下行，竞争加剧等。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：谢哲栋
研究助理：许钧赫)

珍酒李渡 (06979.HK)：转变思路积极应对，厚积薄发砥砺前行

投资要点 事件：公司近期召开股东大会，就未来布局规划及经营近况做交流沟通，我们也对珍酒主要区域进行渠道调研跟踪，更新如下：行业深度调整进行时，转变思路积极应对。公司产品结构以次高端及以上为主，面对商务消费趋弱、头部酱酒价格下移的行业下行压力，公司及时调整，规划破局之策。1) 客户培育方面，逐步推进企业客户结构转型。虽然传统投资产业相关企业客群需求收缩，但新质生产力企业发展呈现结构性景气，新消费群体仍存在渗透、培育空间。2) 产品布局方面，1 是珍酒力求维护现有产品价格盘稳定，同时拟推出 500~600 元价格带高质价比新品创造增量；李渡 400 元价位 1975 以深度体验式营销培育拓客，全国化扩张有序推进，200 元价位李渡王在省内做补充布局亦有较好收效。3) 年轻化培育方面，1 是关注并跟进新媒体种草等新兴品宣方式，2 是计划面向夜店渠道推出高端啤酒产品，品质定位高于精酿。珍酒产品布局更趋完善，区域深耕稳扎稳打。考虑外部承压，预计 2025 年珍酒品牌收入表现以稳为主，公司一方面以更审慎的库存、价盘管控，保障核心市场良性扩张；另一方面也规划以 500~600 元强质价比新品创造引领消费需求，并进一步强化珍酒的品质认知。①高档酒事业部受茅台普飞批价下移影响，超高端价位真实年份酒相应控量，主要推进珍 15、珍 30 光瓶酒的异业团购需求开发。②珍 30、珍 15 事业部主品受次高端需求疲弱影响，公司以更精细且严格的控盘分利操作，优先坚守价盘站位，并通过渠道下沉适当挖掘增量，河南、湖南等核心市场 25H1 回款进度基本保持稳定推进，渠道稳定性好于其他二三线酱酒品牌。③公司规划年内尽快推出 500~600 元价位新品，对标茅台普飞品质，以强质价比吸引/说服消费者购买，从而跳出行业普遍的价格竞争。李渡全国化、全价位双轮驱动策略清晰，25 年稳步向前。2025 年李渡品牌体验式营销继续

驱动收入稳步增长，1 是省内市场战略聚焦大南昌地区，并推进 200 元价格带李渡王拓展价位布局，驱动份额保持升势；2 是省外市场超千万级别省份持续渗透，沉浸式体验“四级模式”有序复制并持续完善，驱动 400 元价格带 1975 逐步转化增量需求。盈利预测与投资评级：公司产品矩阵清晰，品牌及品质升级布局长远，组织效能与渠道势能有望逐步显现。在 2025 全年保持稳定基础上，考虑去年基数前高后低，预计 25H1 珍酒、李渡收入同比相对承压，25H2 增速有望环比修复。经过 25FY 盘整巩固，期待后续更好迎接下一轮需求弹性释放。参考 25H1 需求反馈，我们微调 2025~2027 年公司 non-IFRS 归母净利润预测为 16.2、18.0、21.4 亿元人民币（前值为 16.8、19.3、22.9 亿元人民币），对应 PE 为 13.0、11.7、9.8x，维持“买入”评级。风险提示：宏观修复不及预期，次高端价格及费用竞争加剧，渠道库存消化不及预期等。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：孙瑜）

安克创新（300866）：公司跟踪点评：3D 纹理 UV 打印机众筹表现亮眼，关税缓和后受损程度有望减轻

投资要点 公司发布全球首款消费级 3D 纹理 UV 打印机，众筹表现亮眼：安克创新在众筹平台 Kickstarter 上发布了 eufyMake E1，这是全球首款消费级 3D 纹理 UV 打印机。截至 5 月 18 日，众筹金额已经突破 2300 万美金，已经打破了全球历史科技类众筹记录。根据 kickstarter 页面，E1 打印机早鸟价位 1699 美元，定价为 2499 美元。3D 纹理打印机对于 C 端兴趣消费和中小 B 客户均有使用场景：E1 打印机在模式上整合了平台式、卷筒式、圆柱体式打印功能，以 1/5 的体积集合了多个不同的打印场景，并支持 3D 纹理输出。根据 Kickstarter 上的产品介绍，这款产品可以在平面材料上打印各种彩色图案造型和纹理表面，并且具备良好的耐久性。根据雷锋网对跨境电商从业者的采访，传统大型打印门店需要用不同的打印机器来实现这些功能，这些机器的定价在 1 万美元以上。众筹页面显示，E1 也会比这些工业级 UV 打印机产品更加小巧易用。我们认为这有望成为公司下一个重要的品类创新，有望打造新增长曲线。公司多年来坚持进行研发投入，研发费用率在行业中排名前列。而 eufyMake E1 有望成为公司开辟 3D 纹理打印机新赛道的重要里程碑。考虑新品仅众筹期间就已经获得超 2300 万美元（1.7 亿人民币）的认筹，我们认为这款产品日后或有较大的发展空间。中美关税缓和，公司受损程度减轻：公司 45%收入来自北美（2024 年数据），因此加征关税势必会对公司经营产生影响和冲击。根据第三方平台统计的数据，2025 年 4 月底公司 anker 品牌在美国亚马逊的销售额 top 100 产品的平均涨价幅度约为 30%。尽管公司定位中高端品牌、有较强的定价能力，但涨价势必会影响短期的销售。我们认为随着中美关税的缓和以及公司加速推进供应链全球化布局，未来公司的产品售价有望趋于平稳并且降低关税带来的短期冲击。盈利预测与投资评级：考虑到新品众筹表现亮眼有望带动公司智能创新业务增长，以及关税缓和后公司收入&利润回暖，我们上调公司收入及利润预期。我们将公司 2025-27 年归母净利润预期从 24.9/ 32.1/ 40.6 亿元，上调至 26.0/ 32.9/ 41.3 亿元，同比 +23%/ +27%/ +25%，对应 5 月 16 日收盘价为 20/ 16/ 13 倍 P/E，维持“买入”评级。风险提示：新品交付及质控问题，关税风险反复，海运及汇率波动，海外国家消费需求波动等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：阳靖）

龙迅股份（688486）：专注高速混合信号芯片，25 年把握 AR/VR+智驾双重机遇

投资要点 行业崛起之星，致力于高速混合信号芯片领域。公司专注于高速信号与视频处理芯片研发生产，产品涵盖模拟和数字电路功能，广泛应用于消费电子、VR/AR、安防监控、5G 通讯、汽车电子、工业控制和医疗等领域。公司拥有 140 多款芯片，具备高集成度、高性能、低功耗优势，与高通、英特尔、三星、安霸等知名企业紧密合作，具备较强国际竞争力。 车载、AR/VR、PC 等多领域发展，成长空间广阔。 （1）车载：公司在车载显示领域深入布局。在智能座舱 SoC 方面，公司部分高清视频桥接芯片凭借兼容性和稳定性优势已导入车载抬头显示和信息娱乐系统，其中 9 款芯片通过 AEC-Q100 认证。在车载 SerDes 方面，针对汽车市场对于视频长距离传输和超高清视频显示需求开发的车载 SerDes 芯片组进入全面市场推广。 （2）AR/VR：国内外 AR/VR 市场前景广阔，公司加速布局。目前，公司研发的 4K/8K 超高清视频信号桥接芯片开始批量出货，可满足新一轮 4K/8K 超高清商显及 VR/AR 等微显示市场的需求。此外，公司已拓展终端客户包括 Nreal、Rokid、TCL 雷鸟等国内领先的 AR/VR 硬件厂商，预计 AR/VR 芯片产品有望维持增长态势。 （3）PC：在 PC 及周边方面，公司拓展坞/转换器芯片研发处于行业第一梯队，部分 HDMI 与 DP/Type-C 转换芯片支持最高 8K60Hz 分辨率。在 HPC 方面，公司正有序开展 PCIe 桥接芯片和 Switch 芯片研发项目，研究企业级 USB、PCIe Hub/Switch 系列芯片，用于数据通信、接口扩展和超高清显示。 **盈利预测与投资建议：**作为从事高速混合信号芯片研发和销售的公司，龙迅股份在 A 股市场具有稀缺性。我们认为，随着 AR/VR、汽车电子两大应用领域放量，公司业绩有望再上新台阶。我们预计公司 2025-2027 年营业收入为 6.94/9.91/13.78 亿元。当前可比公司 2025-2027 年平均 PE 估值达 79/48/35 倍，我们预计公司将在 2025-2027 年实现归母净利润 2.1/3.0/4.4 亿元，对应当前 PE 估值 42/29/20 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。 **风险提示：**研发失败风险，存货余额较大及减值风险，半导体行业周期性及政策变化波动风险。

（证券分析师：陈海进 研究助理：李雅文）

吉利汽车（00175.HK）：2025 一季报点评：Q1 业绩符合预期，台州宣言持续深化落地

投资要点 **公告要点：**公司 2025Q1 单季度营收 725.0 亿元，同比+24.5%；归母净利润 56.7 亿元，同比+263.4%。高于业绩预告中值，表现符合我们预期。 Q1 业绩符合预期。会计准则方面 Q1 吉利已实现领克并表，2024Q1 同期数据已进行重列。1）营收：公司 Q1 实现总销量 70.4 万台，同环比分别+48.0%/+2.5%；单车 ASP 为 10.3 万元，同比-15.8%，原因为价格竞争影响&单价较低的吉利主品牌销量占比同比+3.6pct。2）毛利率：2025Q1 毛利率为 15.8%，同比+0.2pct，改善主要原因为规模效应&新能源产品盈利能力增强。3）费用率：25Q1 销售/研发/行政费用率分别为 5.0%/4.6%/2.0%，同比分别-2.1/0.0/-0.5pct。费用管控效果显著。4）其他收益：25Q1 公司其他收益 35.9 亿元，同环比分别+753.4%/+1613.1%，主要为汇兑损益贡献。5）净利润：剔除其他收益&股份支付费用后公司 Q1 净利润为 24.4 亿元，同比+84.3%。公司整体单车盈利为 0.29 万元，同比+59.1%。规模效应&一个吉利战略下整合带来的降本降费贡献下公司单车盈利能力同比改善显著。6）极氪：港股会计准则下极氪科技集团（含领克）25Q1 净利润为 5.1 亿元，连续两个季度实现盈利。单车净利 0.4 万元，同比转正。 **盈利预测与投资评级：**5 月 7 日吉利汽车宣布计划收购极氪已发行全部股份，进一步落实《台州宣言》，聚焦汽车主业，提升资源利

用效率，强化吉利汽车在智能新能源汽车领域的全球竞争力。我们维持公司 2025/2026/2027 年归母净利润预期为 142/196/271 亿元。对应 PE 分别为 11/8/6 倍，维持吉利汽车“买入”评级。风险提示：乘用车下游需求复苏低于预期；价格战超预期。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：孟璐）

华丰科技（688629）：乘国产 AI 东风，握高速连接器定鼎

投资要点 国产高速背板领军企业，短期承压无阻长线成长逻辑：华丰科技是国产高速连接器领军企业，六十年专注高速互连技术，实现军工/通信/新能源汽车/轨交多场景覆盖，下游深度绑定华为、中兴、诺基亚、比亚迪、中国中车和上汽通用五菱头部客户，稳居国产替代核心阵地。2024 年营收 10.92 亿元，同比增长 20.83%，归母净利润-0.18 亿元，由盈转亏，主要系报告期公司加大研发投入所致，预计 2025 高速生产线建成和产品放量带来利润增长。AI 算力需求井喷，高速背板连接器放量持续：AI 技术发展催生信息传输需求升级，高速连接器市场迎来显著增长机遇。公司作为华为高速连接器核心供应商，昇腾系列芯片出货有望驱动公司收入增长。目前公司高速线模组一期六条产线已经达到满产状态，二期扩产目前处于产能快速爬坡释放阶段，后续产能建设也在规划中。在需求端持续放量驱动下，规模化产能释放有望带动业绩弹性显现。高研发驱动国产替代，加快卡位 AI 算力增量市场：公司研发强度持续加码，2022/2023/2024 年研发费用率分别达到 8.4%/10.4%/10.5%。除与华为之间的研发合作外，公司同步推进服务器领域客户生态构建，横向覆盖浪潮、曙光等头部服务器厂商及阿里、腾讯等云计算巨头，有望充分受益 AI 算力国产替代浪潮。国防信息化与新能源普及加速，技术壁垒夯实领先地位：公司依托国防装备电子化升级与新能源汽车高压化趋势双重机遇，深度布局高景气赛道。防务领域绑定航天科工、中国电科、中国兵工等核心客户，技术端突破 FMC/JVNX 系列产品，持续受益于国防现代化刚需；新能源业务乘 800V 高压平台东风，从单体/多合一、充电/换电、BEV/PHEV 等多个应用维度，为新能源汽车电池、电驱、电控等三电系统提供高压连接器、高压线束、充配电系统总成等核心解决方案。客户覆盖比亚迪、上汽通用五菱等。盈利预测与投资评级：我们预计公司 2025-2027 年总体营业收入将达到 24.22/30.77/39.15 亿元，归母净利润分别达到 2.46/3.58/4.50 亿元，2026/2027 年归母净利润同比增速达到 45.11%/25.87%，2025-2027 年归母净利润对应报告发布日 PE 倍数为 112.95/77.83/61.84 倍。选取中航光电、航天电器、瑞可达、永贵电器作为可比公司，可比公司 2024-2026 年平均 PE 倍数为 32.26/25.49/21.51 倍。公司因在服务器领域的拓展进度、配套产能建设进度迅速，在成长性方面较同行公司更有潜力。首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：下游需求不及预期，技术迭代和新产品研发不及预期，产能扩建进程不及预期

（证券分析师：陈海进 研究助理：解承堯）

华勤技术（603296）：智能产品平台龙头，AI 驱动数据中心+消费电子双重成长

投资要点 公司为全球领先智能硬件平台：华勤技术成立于 2005 年，是全球领先的智能硬件平台公司。公司服务模式从 IDH 模式发展至 ODM 再到产品平台，产品从 PCBA 到智能手机再到“3+N”多品类布局，客户也逐渐覆盖了主流的品牌客户，当前公司产品包括智能手机、平板电脑、笔记本电脑、智能穿戴、AIoT、数据中心产品和汽车电子产品等。2019-2024 年公司营收 353 亿元增长至 1098.78 亿元，五年

CAGR 为 25.49%。同期归母净利润从 5.05 亿元增长至 29.26 亿元，五年 CAGR 为 42.1%。高性能计算为公司最主要成长动力，汽车电子/AIoT 等新兴业务高速增长，外延并购/全球化产能布局主力成长。2024 年高性能计算业务（包含数据中心/个人电脑/平台电脑）营收占比已经提升至 57.5%，收入增速 29%，未来随着 AI 带动服务器需求增长，预计是中期公司最主要的增长来源。智能终端业务包括智能手机及智能穿戴业务，2024 年营收占比 32%。AioT 和汽车电子增速较高但是当前绝对值较小。公司通过“China+VMI”模式有效分散地缘政治风险，当前海外基地覆盖北美、东南亚、南亚三大区域，可灵活调配产能满足全球客户需求。2024 年公司成功并购易路达，有望加速切入北美可穿戴设备供应链。智能手机 ODM 比例提升，PC ODM 打破台厂垄断，AI 有望带来价值提升。智能手机和 PC 作为较为成熟的市场，AI 有望缩短换机周期提升行业出货量，为行业注入出货量和。同时智能手机 ODM 比例预计将持续提升，带来 ODM 厂商市场扩大，华勤份额稳居全球前三，2023 年为 27.9%全球第一。PC ODM 华勤是打破中国台湾厂商垄断的先行者，2024 年笔电出货量突破 1500 万台，是大陆唯一在笔电 ODM 领域实现规模化突破的企业，预计 2025 年实现 20%以上的 PC+板块增长，挑战行业出货前三。数据中心：全栈布局，AI 服务器驱动增长新引擎。随着 AI 浪潮爆发，AI 服务器需求快速爆发，根据 IDC 预测，2024 年-2028 年，中国加速计算服务器市场预计从 112.9 亿美元增长至 252.7 亿美元，4 年 CAGR 为 22.3%呈现高速增长。公司核心客户包括阿里、腾讯和字节等互联网 CSP 厂商，根据各家披露的资本开支持续加大对算力的建设投入，预计拉动公司需求持续增长。公司借助消费电子的快速迭代能力等优势加速 AI 服务器业务起飞，预估占数据中心业务营收 60%以上。同时公司在通用服务器、网络交换机等方面也完成布局，进一步完善数据中心业务。盈利预测与投资评级：预计公司 2025-2027 归母净利润为 37.6/45.5/57.2 亿元，P/E 倍数分别为 20.0/16.5/13.1。公司在数据中心业务客户优势明显，新兴业务有望持续贡献成长动力，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：终端需求不及预期，数据中心竞争加剧风险，地缘政治风险

（证券分析师：陈海进 证券分析师：陈妙杨
研究助理：李博韦）

时代天使（06699.HK）：经营稳健，海外市场稳步推进

投资要点 事件：5 月 12 日，中美双方发表《中美日内瓦经贸会谈联合声明》，自 5 月 14 日起正式调整关税，双方各自保留 10%的关税，另外在 90 天内暂停实施 24%的关税。2024 年，公司全年总收入同比增长至 268.8 百万美元；毛利同比增长至 168.2 百万美元；经调整净利润同比增长至 26.9 百万美元。业绩符合我们预期。全球市场取得显著突破，推动整体业务实现快速增长：2024 年，时代天使全球隐形矫治总案例数同比增长 46.7%，从 245,000 例跃升至 359,400 例；其中，国际市场贡献约 140,700 例，远超去年同期的 33,000 例，国际案例数占公司总隐形矫治案例数的 39.1%，业务范围从去年同期 30 多个国家和地区拓展至 50 多个，覆盖欧洲、亚太、美洲等市场。展现了公司在产品创新、临床支持和供应链稳定性方面的持续优化。推进全球化战略，拟美国建厂扩大竞争力：2025 年 3 月，公司宣布在美国威斯康星州大密尔沃基地区建设一家全新的制造工厂，该工厂占地 52,000 平方英尺，配备高度自动化的自有 3D 打印技术，建成后将成为全球最先进的隐形矫治器制造中心之一。中美关税缓和，我们认为有利于公司国际化市场推进。中国市场稳居领先地位：2024 年中国

市场公司实现案例数达到 218,700 例。同时，时代天使持续深耕儿童青少年早期矫治及三四线城市市场，在各个细分领域均实现品牌竞争力与市场渗透率的稳步提升。此外，公司策略性地扩展销售与医学支持团队，并针对不同类型的口腔医生提供病例辅助诊断、3D 方案设计解读、复诊监控建议等专业服务。同时，医学设计及客服团队升级至 7×12 小时服务模式，确保高效的医生支持体系，进一步提升患者的矫治体验。 盈利预测与投资评级：考虑到海外市场推广费用，我们将公司 2025 年归母净利润预期由 17.87 百万美元调至 12.14 百万美元，考虑到 2026 年国际业务有望贡献新增量，上调 2026 年归母净利润由 23.29 百万美元至 26.17 百万美元，预期 2027 年为 43.71 百万美元，对应当前市值的 PE 为 97/45/27 倍，考虑到未来公司海外市场推进有望逐步向好，维持“买入”评级。 风险提示：市场竞争加剧，行业政策风险，贸易摩擦风险等。

（证券分析师：朱国广）

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>