

2025 年 5 月 14 日 星期三

分析师推荐

【东兴交运】航空业年报及一季报点评：客座率持续提升，旺季弹性值得期待（20250513）

业绩概览：量升价降，24Q4-25Q1 航司盈利仍然承压

24 年下半年以来，航空业承受了较大的经营压力。24Q4 三大航扣非归母共计亏损约 108 亿元，虽然较 23Q4 的合计亏损 143 亿有所收窄，但亏损金额依旧较大。25 年 Q1 三大航扣非后亏损皆同比扩大，合计亏损由 24 年 Q1 的 21 亿提升至今年的 44 亿。“量升价降”的现象贯穿了整个 2024 年。以国内航线为例，24 年上市公司国内航线客座率显著超过 23 年，25Q1 客座率进一步提升；另一方面，经济舱平均票价明显下降，根据航班管家数据 24 年国内经济舱平均票价同比 23 年下降 12.1%，较 19 年同期下降 3.8%，淡旺季票价差距较往年有所放大。

国内航线展望：民航局推动供需再平衡，运力投放有序缩减

展望 2025 年，我们认为国内航线在经历持续过剩后，有望向供需再平衡演进。今年民航工作会议要求航空业必须统筹好政府和市场关系，促进航空市场规模有序发展。要着力增强航空市场供需适配度，动态优化客座率考核等精准调控措施，严控多承运人低客座率航段运力供给。同时，有针对性加强价格行为监管。可以看出民航局对于目前行业供大于求导致价格竞争过度的现象有清晰认识，将通过制定更合理，有针对性的考核指标约束供给端，以推进供需的再平衡。

从 25Q1 航司国内线的运力供给数据可以看出，Q1 三大航国内线整体运力投放同比下降，春秋与吉祥的合计降幅较三大航更加明显。与运力投放下降相对应的是，三大航 24 年以来客座率较 23 年明显提升，25Q1 同比继续提升。经过 23 和 24 两年的恢复，三大航国内航线客座率已经基本恢复甚至略微超过 19 年同期。中型航司则早已重新回到较高水平。如果 25 年行业能够在维持较高客座率的情况下压缩供给，稳住票价，对民航业盈利能力的恢复将有较大的助益。

国际航线展望：部分航线需求恢复进度缓慢，供给的结构性过剩短期或难避免

相比国内线，国际线的供需再平衡难度更大，主要是由于部分长航线的需求还远未恢复正常水平，导致平时应该执飞长航线的宽体机利用率偏低。目前能够投放的长航线已经较为饱和，继续增投则会影响票价水平；中短距离国际航线方面，淡旺季运力波动较以往有所扩大，航司在旅游旺季大量投放运力，旺季过后又迅速回撤，这也是运力投放较为饱和的体现。我们预计今年国际航线短期依旧会承受结构性的供给过剩压力。

本期编辑

分析师：陈刚

021-25102897

执业证书编号：

chen_gang@dxzq.net.cn

S1480521080001

东兴证券研究所金股推荐

证券代码	证券简称
000881.SZ	中广核技
002436.SZ	兴森科技
09992.HK	泡泡玛特
300496.SZ	中科创达
300547.SZ	川环科技
600519.SH	贵州茅台
601168.SH	西部矿业
603605.SH	珀莱雅

数据来源：《五月金股汇》2025 年 04 月 28 日，东兴证券研究所

飞机引进：航司飞机引进意愿低，关税战下后续供给或维持低增长

供给方面，预计 25-27 年行业供给端依旧会维持较低的增速。我们对比了三大航前一年年报中的飞机引进计划和当年实际的飞机引进数量，可以发现 20 年之后，三大航加总的实际飞机引进仅相当于前一年引进计划的 60-70%；反观飞机的实际退出，则与计划退出基本吻合。整体看，航司的实际运力增长大概率明显低于其计划增长。供给端持续低增长，有助于市场逐渐由供需过剩向供需平衡转换，行业的盈利弹性有望逐步释放。

投资建议：PCF 估值与三大航市值处于相对低位，旺季弹性可期

从 PCF 估值角度出发可以比较好的拟合 24 年及疫情前航空股的波动，目前航空股 PCF 估值降至 20%分位以下。市值指标方面，经过持续调整后，三大航市值都处于 18 年以来相对较低的水平。

在此基础上，我们认为今年旺季航空股具备较强的向上弹性。票价方面，今年国内航线的供给管控及价格监管有望取得较好的效果。在淡季客座率已经较高的情况下，旺季需求的提升更多会转化为票价提升，价格弹性大概率超过 24 年同期；成本方面，燃油价格较 24 年同期具备一定优势；估值方面，目前航空板块 PCF 估值与市值都处于历史相对较低水平。目前行业处于淡季，且市场预期处于相对低位，我们认为行业股价位于左侧，建议重点关注行业旺季盈利弹性。

风险提示：宏观经济下行；民航政策变化；安全事故；油价汇率大幅波动；异常天气因素等。

（分析师：曹奕丰 执业编码：S1480519050005 电话：021-25102904）

【东兴计算机】金融科技板块 2024 年经营情况小结：格局持续分化，前沿技术打开行业成长性（20250513）

整体经营承压，产业数字化核心领域研发投入持续。2024 年，A 股金融科技板块 35 家上市公司合计实现收入 1186.37 亿元（同比-2.73%），实现归母净利润 147.62 亿元（同比-13.85%），整体经营承压；分板块看，金融信息服务、保险 IT 板块 24 年增速相对稳健，保持中个位数增长，证券 IT 板块营收增速降幅较大，银行 IT 板块分化明显，24 家公司 2024 年合计实现收入 782.11 亿元（同比-3.41%），实现归母净利润 21.48 亿元（同比-49.29%），在行业整体收入规模下滑的情况下，部分公司收入实现两位数逆势增长。在收入水平承压的条件下，金融科技公司研发费用占总营收的比率相对稳定，24 年行业整体研发费用率达 11.41%。

政策大力扶持，需求端新兴领域机会带来行业成长性恢复，技术层面云、AI、数据要素多维共振。政策端我国依托“五篇大文章”加快金融强国建设，“科

技金融”方面加强对实现高水平科技自立自强和建设科技强国的金融支持；“数字金融”方面推进金融机构数字化转型，增强数字化经营服务能力，加快数字金融创新，支持巩固拓展数字经济优势，金融科技行业整体景气度持续提升。需求端我国银行、保险、证券类金融机构预期将在信创系统切换与数智化平台建设的驱动下持续提升 IT 方面投入，同时中小金融机构 IT 需求增长明显提升。虽然上市银行 IT 投入增速虽有所放缓，但依托新兴领域技术实现经营效率改善的需求有望带动行业成长性恢复。技术端云作为技术基座仍为金融机构当前核心投入领域，大模型及 AI Agent 有望成为银行经营效率提升的关键，同时金融企业加强将数据转化为生产要素，相关技术发展有望带来行业自下而上催化。

金融信创有望推高金融 IT 服务商价值量，格局预期将进一步分化，重点关注新兴领域机会。随着“2+8+N”体系递次推进，信创在金融领域应用加速落地，形成发展新格局，信创相关要求为近年银行金融科技投入带来保障，金融 IT 服务商产业链地位有望实现从“项目执行者”向“生态主导者”跃迁。在整体增速放缓的情况下，预计传统 IT 建设投入占比下降，投入更加偏向于前沿领域，云、AI、数据要素的价值预期逐步释放。同时在技术向中小银行扩散的过程中，具备核心技术积累、标杆客户案例的金融科技企业有望实现份额提升。

风险提示：银行 IT 投入修复不及预期、中小企业股价大幅波动及估值回撤风险、科技行业竞争加剧、海外地缘政治影响、AI、云、数据要素发展速度不及预期、金融科技下游落地进展不及预期、行业监管风险及信息安全风险等。

（分析师：张永嘉 执业编码：S1480523070001 电话：010-66554016）

重要公司资讯

- 1. 剑桥科技：**剑桥科技公告，CIG 开曼和康令科技计划在履行减持股份预先披露义务的十五个交易日后，通过大宗交易方式和集中竞价交易方式减持公司股份的数量总计不超过 8,041,254 股，占公司股份总数的 3.00%。（资料来源：同花顺）
- 2. 百济神州：**百济神州公告，2025 年第一季度营收为 80.48 亿元，同比增长 50.2%；净亏损 9450.3 万元，去年同期净亏损 19.08 亿元。（资料来源：同花顺）
- 3. 融创中国：**融创中国公告，公司境外债务重组计划的聆讯已定于 2025 年 9 月 15 日上午十时正（香港时间）在中华人民共和国香港特别行政区高等法院召开。公司将在聆讯时寻求高等法院的指令，以召开计划会议，让计划债权人考虑并酌情批准计划（无论是否修订）。公司将适时发布公告，通报境外债务重组的任何重大进展。（资料来源：同花顺）
- 4. 继峰股份：**继峰股份公告，公司全资子公司继峰座椅（合肥）有限公司近期收到定点邮件，获得某头部主机厂的座椅总成项目定点，将为客户开发、生产前排座椅总成产品。项目预计 2025 年 9 月开始量产，生命周期 5 年，预计

总金额为 25.2 亿元。项目预计不会对公司本年度业绩产生重大影响，但将提高公司本年度业务收入，并对经营业绩产生积极影响。（资料来源：同花顺）

5. 沃尔核材：沃尔核材公告，公司董事会于 2025 年 5 月 12 日审议通过了发行 H 股股票并在香港联交所主板上市的相关议案。公司计划通过本次发行进一步推进国际化战略，提升国际品牌形象和核心竞争力，改善公司经营管理水平。具体发行及上市时间将由股东大会授权董事会决定。公司正积极与相关中介机构推进本次发行工作，具体细节尚需进一步商讨。本次发行尚需提交股东大会审议，并需取得相关政府机关、监管机构和证券交易所的批准、核准或备案。（资料来源：同花顺）

经济要闻

1. 央视新闻：今日（5 月 14 日）12 时 01 分起，我国对原产于美国的进口商品加征关税调整措施开始实施。有关事项如下：一、调整《国务院关税税则委员会关于对原产于美国的进口商品加征关税的公告》（税委会公告 2025 年第 4 号）规定的加征关税税率，由 34% 调整为 10%，在 90 天内暂停实施 24% 的对美加征关税税率。二、停止实施《国务院关税税则委员会关于调整对原产于美国的进口商品加征关税措施的公告》（税委会公告 2025 年第 5 号）和《国务院关税税则委员会关于调整对原产于美国的进口商品加征关税措施的公告》（税委会公告 2025 年第 6 号）规定的加征关税措施。（资料来源：同花顺）

2. 新华社：中国至越南河内国际道路运输线路正式开通。5 月 14 日上午，随着发车指令声响，搭载着电子元器件、新鲜蔬菜、百货的运输车队从广西南宁、云南昆明同步发车向越南河内驶去。这标志着中方货运车辆持大湄公河次区域便利货物及人员跨境运输协定（CBTA）证件首次入境越南腹地。中国至越南河内国际道路运输线路正式开通，两条运输线路贯通了中方通过河口口岸、友谊关口岸至越南河内。此次直达运输采用“一箱到底”“一车到底”模式，充分发挥公路运输点对点、高效率、低周转的优势，相较于传统运输模式，每辆货车可节省约 1 天时间，成本可节省 800 元至 1000 元。运输时效大大提高，中越国际道路运输便利化水平进一步提升。（资料来源：同花顺）

3. 广州：支持符合条件的养老产业企业通过上市、挂牌、发债等方式，扩大直接融资渠道。广州市印发《广州市关于促进养老金融高质量发展若干措施》，支持符合条件的养老产业企业通过上市、挂牌、发债等方式，扩大直接融资渠道。用好区域性股权市场，为非上市养老产业企业非公开发行、转让证券提供服务。探索养老领域符合条件的项目发行基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）。用好外汇管理政策，探索提升养老产业企业跨境投融资便利化水平，支持养老产业企业在全口径跨境融资宏观审慎模式下自主借用外债，进一步满足养老产业企业的跨境融资需求。（资料来源：同花顺）

4. 央行：中国人民银行与巴西央行签署金融战略合作谅解备忘录并续签双边本币互换协议。2025 年 5 月 13 日，在中国国家主席习近平和巴西总统卢拉的共同见证下，中国人民银行行长潘功胜与巴西中央银行行长加利波罗签署了《中国人民银行与巴西中央银行金融战略合作谅解备忘录》和《中国人民银行与巴西中央银行人民币/雷亚尔双边本币互换协议》。中巴双边本币互换续签规模为 1900 亿元人民币/1570 亿巴西雷亚尔，协议有效期五年，经双方同意可以展期，将有助于扩大两国间本币使用，促进双边贸易和投资便利化，维护金融市场稳定。（资料来源：同花顺）

5. 市场监管总局：市场监管总局会同中央社会工作部、中央网信办、人力资源社会保障部、商务部，针对当前外卖行业竞争中存在的突出问题，约谈京东、美团、饿了么等平台企业。要求相关平台企业严格遵守《中华人民共和国电子商务法》《中华人民共和国反不正当竞争法》《中华人民共和国食品安全法》等法律法规规定，严格落实主体责任，主动履行社会责任，加强内部

管理，合法规范经营，公平有序竞争，共同营造良好市场环境，切实维护消费者、平台内经营者和外卖骑手的合法权益，促进平台经济规范健康有序发展。（资料来源：同花顺）

6. 中央网信办：近日，中央网信办、农业农村部、国家发展改革委、工业和信息化部联合印发《2025 年数字乡村发展工作要点》（以下简称《工作要点》）。《工作要点》要求，深入贯彻落实习近平总书记关于“三农”工作的重要论述和重要指示精神，全面贯彻党的二十届三中全会精神和中央经济工作会议、中央农村工作会议精神，按照《中共中央 国务院关于进一步深化农村改革 扎实推进乡村全面振兴的意见》的部署要求，深入实施《数字乡村发展战略纲要》，坚持学习运用“千万工程”经验，坚持发挥信息化驱动引领作用，锚定强农惠农富农任务目标，着力推动农业增效益、农村增活力、农民增收收入，为加快建设网络强国、推进乡村全面振兴提供坚实支撑。（资料来源：同花顺）

7. 国际数据公司：国际数据公司(IDC)近日发布了 2025 年 V1 版 IDC《全球增强与虚拟现实支出指南》。IDC 预测，2024 年全球增强与虚拟现实(AR/VR)总投资规模达 152.2 亿美元，并有望在 2029 年增至 397 亿美元，五年复合增长率(CAGR)将达 21.1%。中国将成长为全球 AR/VR 最重要的市场之一。IDC 预测数据显示，2024—2029 年，中国 AR/VR 市场将以 41.1%的 CAGR 保持高速增长，在涨幅方面超越美国和西欧等其他八个区域，位列全球首位。IDC 预测，2029 年中国 AR/VR 总投资规模将超过 105 亿美元，占全球总规模的 26.5%，市场体量仅次于美国。（资料来源：同花顺）

8. 海关总署广东分署：前 4 个月大湾区内地 9 市进出口 2.85 万亿元，增长 5.4%。记者从海关总署广东分署获悉，今年前 4 个月，粤港澳大湾区内地 9 市进出口保持稳定增长，广东外贸“稳定器”作用明显。前 4 个月，大湾区内地 9 市进出口 2.85 万亿元，增长 5.4%，增速快于广东整体 0.5 个百分点，占广东整体进出口总值的 96.4%。（资料来源：同花顺）

9. 增值税发票数据显示：4 月份全国企业销售收入同比增长 4.3%。增值税发票数据显示，4 月份，全国企业销售收入增速加快，同比增长 4.3%，延续了去年四季度以来的稳步增长态势，反映出去年 9 月底以来一揽子存量政策和增量政策效应不断释放，助推经济回升向好。分类来看，4 月份，工业企业销售收入同比增长 3.7%，其中制造业销售收入同比增长 4.4%，主要受“两新”等政策带动，电气机械、计算机制造、仪器仪表等行业销售收入同比分别增长 12.8%、15.7%和 15.9%。新质生产力加快发展，高技术产业、数字经济核心产业销售收入同比分别增长 15.3%和 13.4%。受气候转暖、项目资金到位等因素带动，各地项目建设加快推进，建筑业销售收入同比增长 6.5%，特别是反映基建投资的土木工程建筑业销售收入同比增长 11.6%。（资料来源：同花顺）

10. 国家统计局：国家统计局 5 月 14 日消息，对全国流通领域 9 大类 50 种重要生产资料市场价格的监测显示，2025 年 5 月上旬与 4 月下旬相比，12 种产品价格上涨，32 种下降，6 种持平。其中，生猪(外三元)价格 14.8 元/千克，下降 0.7%；豆粕(粗蛋白含量≥43%)价格 3241.2 元/吨；下降 12.9%。（资料来源：同花顺）

每日研报**【东兴宏观】5月12日中美经贸会谈点评：关税风险下降，更加注重经济基本面（20250513）**

事件：

5月12日，中美日内瓦经贸会谈联合声明发布。

主要观点：

双方均承认会谈取得实质性进展，达成重要共识。双方公报中英文版本内容一致。在双方各自的新闻发布会上，均展现了对对方专业的尊重和深刻印象，口径高度一致。双方关税及相关反制政策状态回到4月2日之前，再叠加对等的10%关税。双方的共识之一是没有一方希望经济脱钩，美方寻求的是更加平衡的贸易，中方也表达了对扩大自美进口的开放意愿，有可能会会有新的采购意愿。

本次会谈建立了中美贸易交流机制。从中方的记者发布会来看，双方除各自牵头人以外，双方工作组将会举行定期和不定期的交流磋商，交流形式也多样化，例如网络会议、电话等。可以看出该交流机制的设立初衷是保证双方工作组的充分交流，减少信息壁垒和误解，出现2018年5月以后短期反复的概率不大。

目前特朗普第二任期内，对中国新增针对芬太尼的20%和基础关税10%。从美方记者会来看，双方本次对芬太尼的沟通较为有效，针对芬太尼的关税有望进一步下降。因此，我们认为最终的关税会比30%低。

本次谈判显示，美国仍然会坚持对全球无差别基础性关税10%。此外，美方表示，该税率并不适用于美方认为的涉及经济安全领域的行业（美方特别指出这不仅仅针对中国，而是对所有贸易伙伴普遍使用），如芯片半导体、医药等涉及美方供应链安全的行业。从产业经验来看，单纯的关税壁垒无法促进本土制造业的发展，后续还需评估美国其他配套的产业政策的效果，是否增加本土产业的竞争等。

本次会谈利好国内出口，减轻国内经济压力。在双方暂停关税战的3个月内，出口或将继续保持当前的高增长状态，未来出口可能进一步向中端和中高端产业倾斜。汇率方面，我们在4月初中国反制以后就不再趋势性看空人民币汇率。

本次会谈极大降低了全球经济和贸易体系的不确定性。美国政府并没有寻求新的贸易框架，但希望在原有的贸易体系基础之上提高本国的关税以及促进贸易伙伴降低非关税贸易壁垒，从而利于美国商品进入对方市场，达到平衡贸易的目的。（美财政部长在接受采访时，提到中国的关税不高）。

无差别基础关税10%将大幅提高美国消费者对关税承担的比例，类似特朗普对内征收消费税。中低端制造业美国不具备生产优势条件，不太可能回流，只会造成基础商品价格上升。据TaxFoundation估算，特朗普第一任期内应税的进口品仅为3800亿美元，第二任期为2.5万亿美元，扩大了6.6倍。无差别基础税率10%意味着进口商品无法通过贸易转移来抵消基础关税，这将使得原本的进口品价格对关税的弹性显著上升，最终抬升美国消费者承担的关税比例。而进口品价格的抬升也会刺激美国本土同类或互补品价格的抬升。短期内美国商

品价格有一定价格压力。此外，基础关税也使得美国联邦政府能够通过关税多征约 0.5%GDP 的税收，可部分弥补目前 6.7%赤字率的联邦财政压力。

特朗普政府的四大政策方向，移民、关税、监管、以及减税。关税不确定下降后，市场的关注点将转向夏季中期以后的新减税法案。目前来看，潜在的减税法案可能比 2017 年的版本要更为宽松。关税与减税的结合，可以看成美国对私人部门（家庭、企业）收入减税、对投资减税、同时对消费加税的税收体系的调整。若该调整没有带来明显的经济上的下行，关税有可能会继续保留。

市场方面，我们对美股短期态度从中性转为中性略谨慎积极，长期从中性略谨慎转为中性。由于特朗普的关税政策有所延后，企业囤货时间拉长，对经济的影响也随之延后，美国股债避险情绪均下降。特朗普在 4 月 2 日以后态度有所转变，说明其对经济和金融的系统性风险有所顾忌。从当前关税的走势来看，年内美国陷入衰退的概率降低，但通胀水平可能因为基础性关税有所上升，美联储维持当前利率水平的可能延长。国内资本市场仍维持震荡牛市的判断不变。

风险提示：海外经济衰退，贸易摩擦升温。

（分析师：康明怡 执业编码：S1480519090001 电话：021-25102911）

【东兴策略】中美谈判超预期，市场重回活跃（20250513）

观点：

中美谈判超预期。从上轮中美关税战谈判的进程来看，经历了多轮谈判，且两国元首两次会晤之后才达成一定程度的关税减让，市场普遍对本轮谈判的预期偏谨慎，因此，本次谈判一次性达成大幅降低双边关税的结果，超出市场普遍预期。美对华加征关税由 4 月 2 日之后的 125%降至 10%，目前综合关税税率为 50%左右，其中前期关税税率约为 20%左右，芬太尼关税为 20%，对等关税 10%，另外有 24%的关税有 90 天豁免期。中国对美关税税率为 10%，另外 24%的关税有 90 天豁免期。中美关税博弈短期进入休战期，短期有利于市场预期稳定，中期来看还存在不确定性，但从两国经济发展的角度出发，合作共赢仍是主旋律。

市场有望重回活跃。在中美谈判超预期的情况下，压制市场的重要因素短期缓解，市场将会重回活跃状态。首先，市场担忧的出口问题得到缓解，2 季度出口形势得到改善，对基本面的影响偏积极；其次，政策层面出台政策持续发力，政策效果持续显现，宏观指标持续改善的势头可能会逐步显现，企业经营压力持续缓解；再次，市场资金充裕，交易活跃度有望上升，前期关税因素下跌空间完全收复，市场信心稳定，平准基金对指数托底作用明显，市场风险偏好将会显著提升，市场将会重回结构性震荡盘升走势。从中期来看，如果 2 季度业绩持续改善得到验证，指数有望开启新的上涨周期，关键验证时点在 7 到 8 月，半年报和关税博弈的双重窗口，将会决定市场的方向。在此之前，市场有望维持区间盘升的走势，有冲击前期震荡区间上轨的可能，但完全开启二波牛市的时点仍需等待在 7 到 8 月的方向选择是否成立。

投资策略。随着关税谈判超预期，市场风险偏好显著提升，可关注受关税冲击较大的出口链，存在较大的修复

预期。从景气角度，仍然重点关注大科技板块，以人工智能、机器人以及国防军工为主线，建议持续关注。在市场节奏上，考虑市场热点轮动，可以关注大消费板块，在政策加持之下，消费板块有望反复活跃。

风险提示：经济数据大幅低于预期，政策不及预期，外围环境恶化。

（分析师：林阳 执业编码：S1480524080001 电话：021-65465572）

【东兴非银】优化监管标准，推动公募基金行业高质量发展（20250513）

事件：为落实 2024 年 9 月 26 日中央政治局会议“稳步推进公募基金改革”决策部署，中国证监会于近日公开印发《推动公募基金高质量发展行动方案》。

点评：

《方案》共 25 条举措，涉及基金运营、评价考核、风险管理等多方面，是近年来涉及面最广的公募基金监管政策。政策重点主要包含以下几个方面：

- 1.推动浮动管理费收取机制的落地实施。将管理费率与业绩比较基准挂钩，未来一年内行业头部机构发行此类基金数量不低于其主动管理权益类基金发行数量的 60%；
- 2.加强基金信息披露透明度。综合展示产品中长期业绩、业绩比较基准对比、投资者盈亏情况、换手率、产品综合费率水平、管理人实际收取管理费等信息；
- 3.稳步降低投资者成本。合理调降公募基金的认申购费和销售服务费。引导行业机构适时下调大规模指数基金、货币市场基金的管理费率与托管费率；
- 4.改革基金公司绩效考核机制。适当降低规模排名、收入利润等经营性指标的考核权重。同时，基金投资收益指标应当涵盖基金产品业绩和投资者盈亏情况，该指标将在基金公司高管和基金经理考核中占据较高比例，同时加大三年以上中长期收益考核；
- 5.督促行业加大薪酬管理力度。完善证券基金经营机构薪酬管理制度，督促基金公司建立健全与基金投资收益相挂钩的薪酬管理机制。强化基金公司、高管与基金经理的强制跟投比例与锁定期要求。对三年以上产品业绩低于业绩比较基准超过 10 个百分点的基金经理，要求其绩效薪酬应当明显下降；对三年以上产品业绩显著超过业绩比较基准的基金经理，可以合理适度提高其绩效薪酬；
- 6.强化核心投研能力建设。鼓励基金公司加大对人工智能、大数据等新兴技术的应用，支持符合条件的基金公司设立科技及运营服务子公司。支持基金公司依法实施员工持股等长效激励措施，提升核心团队稳定性；
- 7.强化对基金长期投资行为的引导。建立常态化逆周期调节机制，根据市场情况动态调整产品注册节奏与进度。

我们看到，年初以来中美贸易风波加剧和美国贸易政策的频繁变动给国内经济复苏节奏带来了更大的不可预测性，资本市场的波动性也显著加大。在当前时点公募基金监管方案的落地为公募基金进一步向中长期价值投资风格靠拢提供了政策指导，降低基金产品综合费率、将公募基金回报水平和考核机制挂钩亦有助于从收益、成本两端提升各类投资者的获得感，在稳定场内存量资金的同时持续吸引增量资金进场，进而改善资本市场流动性水平。此外，公募基金作为资本市场高效运行的重要一环，在市场定价方面的作用至关重要，是上市公司价值的“称重器”，随着公募基金自身经营及投资模式的持续优化提质，各类证券的价格有望更加趋近其自身合理价值，助力投资者改进投资框架，提升投资回报。

投资建议：在中美经贸关系面临重大变革的时期，资本市场承担了更大的稳定和发展职责。我们认为，发挥资本市场资金融通和价值发现功能，推动财政和货币政策顺利落地实施需要公募基金行业全方位的参与和支持。随着政策的持续推动和公募基金行业功能的有效发挥，“监管政策—资本市场—上市公司—投资者”间的正循环和正反馈亦有望较快实现，共同推动资本市场生态的持续优化，提振投资者信心，亦将有力提升公募基金行业自身经营业绩和管理规模。

整体上看，当前公募基金行业的马太效应不断增强，行业头部机构更有能力和机会参与政策创新，把握政策红利窗口期，发行更为多样化、更符合市场发展趋势的基金产品。控、参股头部公募基金的证券公司将受益于公募行业的快速发展，提升自身经营业绩。保险行业亦将因资本市场环境优化和委外资金收益改善直接或间接受益于公募基金改革。故建议持续重点关注证券和保险行业头部公司的投资价值。此外，在 ETF 蓬勃发展的大背景下，出于投资需求的差异化，证券、保险 ETF 的投资价值也应继续重点关注。

风险提示：宏观经济下行风险、政策风险、市场风险、流动性风险。

（分析师：刘嘉玮 执业编码：S1480519050001 电话：010-66554043）

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

以上内容来源于东兴证券研究报告的观点。

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（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）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（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）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。