

2025 年 4 月 28 日 星期一

分析师推荐

【东兴宏观】外部冲击影响加大，充分备足预案——4 月 25 日中共中央政治局会议点评（20250428）

4 月 25 日，中共中央政治局 4 月 25 日召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。中共中央总书记习近平主持会议。

主要观点：

经济形势：会议指出“经济呈现向好态势，社会信心持续提振”，同时指出“经济回升向好的基础还需要进一步稳固”。一季度实际 GDP 同比增 5.4%，超出市场预期。从产业看，第二产业，特别是制造业，增速继续上行，第三产业有所回落。从需求看，一季度出口略超预期，消费平稳。从消费细分项价格看，直接受益于以旧换新补贴的消费受到明显提振，刺激消费的政策仍需时间扩散到其他商品和服务类消费。考虑到海外地缘政治特别是全球产业链的不确定性，全球经济衰退风险提升，我国出口或在二季度开始有所承压，今年经济增速目标虽与去年的 GDP 持平，但仍需积极的宏观政策支持。

外部环境：会议指出外部冲击影响加大，明确是国际经贸斗争而非贸易冲突、摩擦，统筹国内经济工作和国际经贸斗争。应对外部，对外，“要同国际社会一道，积极维护多边主义，反对单边霸凌行径”。4 月 8 日，中央举行了中央周边工作会议，指出将致力于构建周边命运共同体，与周边国家巩固战略互信，加强产业链供应链合作；共同维护地区稳定，扩大交往交流。随后习近平主席对东南亚进行出访。同时，与欧洲的经贸关系也正在加强合作。

对内，坚定不移办好自己的事，以高质量发展的确定性应对外部环境急剧变化的不确定性，充分备足预案，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期。文件通稿中体现出对未来经济面临的挑战有充分的准备，指出要不断完善稳就业稳经济的政策工具箱，既定政策早出台早见效，根据形势变化及时推出增量储备政策。

宏观政策：强调加紧实施，用好用足。整体延续去年 9 月以来的政策基调，即加强超常规逆周期调节，实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策。节奏上，强调加紧实施，用好用足。财政方面，加快地方政府专项债券、超长期特别国债等发行使用。兜牢基层“三保”底线。货币政策方面，适时降准降息，保持流动性充裕，加力支持实体经济。以上均延续前期口径。二三季度仍可对降准降息有所期待，预计降息幅度为 50bp。

本期编辑

分析师：刘嘉玮

010-66554043

执业证书编号：

liujw_yjs@dxzq.net.cn

S1480519050001

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
000975.SZ	山金国际
002436.SZ	兴森科技
002847.SZ	盐津铺子
600486.SH	扬农化工
600519.SH	贵州茅台
603565.SH	中谷物流

数据来源：《四月金股汇》2025 年 03 月 27 日，东兴证券研究所

此外，货币政策或有专门扶持科技、消费和外贸企业的政策出台。会议通稿中，在货币政策的部分提到要创设新的结构性货币政策工具，设立新型政策性金融工具，以支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。科技、消费和外贸是在当前国内国际环境中，经济建设的主要抓手（科技和消费）和稳定对象（外贸）。后续可以关注相关有针对性的融资政策出台力度。

消费：收入层面，力保民生，进一步明确了向中低收入、失业人群倾斜；内容方面，进一步向服务类消费倾斜。我国消费比重中，服务类消费的比重仍有很大提升空间，是消费拉动经济的重要抓手，能够成为新的经济增长点。文件明确尽快清理消费领域限制性措施，设立服务消费与养老再贷款。

（外贸）企业：明确帮扶困难企业，加强融资支持，外贸方面，特别是受关税影响较大的企业，提高失业保险基金稳岗返还比例。加强对企业“走出去”的服务，鼓励企业在海外市场拓展新的市场。加快推动内外贸一体化。“走出去”不仅仅针对外贸企业，也是国内企业面临的重要课题和潮流，是进一步提升自身竞争力的必经之路。

科技：培育壮大新质生产力，打造一批新兴支柱产业。持续用力推进关键核心技术攻关，创新推出债券市场的“科技板”，加快实施“人工智能+”行动。大力推进重点产业提质升级。其中，“创新推出债券市场的“科技板””意味着将进一步探索资本市场服务科技型企业的方式。2月7日，中国证监会发布的《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》中提到将加大多层次债券市场对科技创新的支持力度，优化科创债发行注册流程，在本次政治局会议中，进一步明确为创新推出债券市场的“科技板”。

系统性风险：除地方债化解以外，稳楼市股市变为“持续巩固房地产市场稳定态势”以及“持续稳定和活跃资本市场”。一方面，房地产市场和资本市场已止跌企稳，另一方面，仍需持续巩固。

综上，本次政治局会议是4月2日美国关税政策落地后的首次政治局会议，会议明确了当前的国际经贸斗争状态，以及内外的应对政策原则，指出当前外部负面冲击加大，将充分备足预案。服务消费地位明显提升，科技、消费和外贸是关注重点，后续政策的响应速度可能加快。

风险提示：海外经济衰退。

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

【东兴策略】A股策略周报：认清形势 积极应对（20250428）

认清形势，积极应对：中央政治局会议于4月25日召开，会议分析研究当前

的经济形势。会议针对当前的内外部形势，提出总的方针，坚定不移办好自己的事，当前外部国际形势不确定性增大，内部增长处于新旧动能转换时期，保持战略定力，以高质量发展的确定性应对外部环境急剧变化的不确定性。在政策应对上，明确提出既定政策要加紧上市，用好用足，早出台早见效，增量政策要充分备足预案，根据形势变化及时推出。在政策目标上，提出了稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，尤其把稳就业放在首位。在货币政策上，延续了政府工作报告表述，强调了适时降准降息，新提出创新新的结构性货币政策工具，设立服务消费与养老再贷款，指向生活性服务业和养老产业。在政策重点上，促销费进一步向服务消费倾斜，大力发展服务消费，一方面继续加大服务性消费补贴，尤其在餐饮住宿旅游等方面，另一方面，增加文化、养老等新消费。会议强调加快地方政府专项债券、超长期特别国债等发行使用，设立新型政策性金融工具，财政政策持续发力。同时，对资本市场提法继续加码，首提持续稳定和活跃资本市场，对股市的重视程度增加，本次会议对资本市场形成了更加稳定的预期，以我为主，认清形势，积极应对，市场随着外部因素逐步明朗将逐步活跃。

A股策略:从A股近期走势来看，市场基本消除贸易战对指数的影响，市场重新步入常态化走势，在业绩披露期即将结束的阶段，市场阶段性业绩风险释放，展望政策未来指向更加清晰，对资本市场的稳定和活跃给予较高定位，我们倾向于指数未来将会呈现出稳中有升的格局。高质量发展未来仍将是市场的主线，我们继续看好大科技的主线地位，中美博弈仍是主旋律，自主可控受消息面影响出现调整可视为布局机会。从政策角度，消费是下一步关注重点，提高中低收入者福利和生育养老等方面政策支持，服务消费为代表的政策红利将会逐步释放，重点关注生育、教育、文旅等政策扶持方向。

投资建议:中美贸易领域继续博弈可能性大，政策做好充分应对，短期市场风险偏好稳步回升，业绩风险逐步兑现，可逐步提升仓位比例。首选人工智能、机器人为代表的大科技板块，经历了业绩兑现期之后，市场关注度有望重回行业发展层面，主题性投资热度有望恢复。其次关注消费，未来政策红利充足，重点关注商贸零售、生育、文旅以及符合新消费理念的细分赛道。再次，以券商为代表的绩优指标板块值得关注，随着指数稳中有升，绩优权重板块有望重拾升势。

风险提示:经济数据大幅低于预期，外部环境恶化。

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

重要公司资讯

1. **亿通科技:**在披露 2024 年年度报告后，公司股票交易可能被实施退市风险警示。(资料来源: 同花顺)
2. **正和生态:**签署 20 亿元战略合作协议。(资料来源: 同花顺)

3. **通化东宝**: 公司修正 2024 年度业绩预告, 预计净利润同比减少 103.66%。
(资料来源: 同花顺)
4. **运机集团**: 公司签署约 29.26 亿元几内亚铝土矿项目工程总承包合同, 合同总价约占公司 2024 年度经审计营业收入的 190.53%。(资料来源: 同花顺)
5. **红宝丽**: 子公司聚氨酯公司聚醚技术改造项目试生产成功 17。(资料来源: 同花顺)

经济要闻

1. **中共中央政治局召开会议**, 分析研究当前经济形势和经济工作。中共中央总书记习近平主持会议。会议强调, 要加紧实施更加积极有为的宏观政策, 用好用足更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策。加快地方政府专项债券、超长期特别国债等发行使用。兜牢基层“三保”底线。适时降准降息, 保持流动性充裕, 加力支持实体经济。创设新的结构性货币政策工具, 设立新型政策性金融工具, 支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。强化政策取向一致性。(资料来源: 同花顺)
2. **央行行长潘功胜**: 2025 年 4 月 23 日-24 日, 二十国集团(G20)在美国华盛顿召开今年第二次 G20 财长和央行行长会。会议讨论了全球经济展望、完善国际金融架构、应对非洲发展和增长困境等议题。中国人民银行行长潘功胜出席会议并发言, 中国人民银行副行长宣昌能参加会议。潘功胜强调, 经济碎片化与贸易紧张局势持续扰乱产业链供应链、削弱全球经济增长动能, 贸易战、关税战没有赢家, 主要经济体应加强参与国际宏观经济金融政策协调, 采取实质行动推动国际合作, 维护全球经济和金融稳定。当前中国经济开局良好, 延续回升向好态势, 金融市场运行平稳。中国人民银行将实施好适度宽松的货币政策, 推动中国经济高质量发展。(资料来源: 同花顺)
3. **全国人大常委会法工委发言人、研究室主任黄海华** 25 日在全国人大常委会法制工作委员会发言人记者会上表示, 十四届全国人大常委会第 42 次委员长会议对《全国人大常委会 2025 年度立法工作计划》作出了修改调整, 将依照立法法的规定于近日向社会公布。黄海华介绍, 2025 年度立法工作计划共安排继续审议的法律案 14 件、初次审议的法律案 23 件。其中, 完善有利于推动高质量发展的体制机制方面, 制定民营经济促进法、国家发展规划法、金融法、金融稳定法、耕地保护和质量提升法, 修改反不正当竞争法、企业破产法、招标投标法、农业法、渔业法、民用航空法、中国人民银行法、银行业监督管理法。(资料来源: 同花顺)
4. **商务部等 6 部门关于进一步优化离境退税政策扩大入境消费的通知**。通知指出, 下调离境退税起退点。境外旅客同日同店购买退税物品金额达到 200 元人民币, 且符合其他相关规定的, 可以申请办理离境退税。提升退税商品供给水平。指导退税商店根据境外旅客需求, 不断丰富和优化商品供给, 增加老字号产品、中国消费名品、智能产品、非遗产品、工艺美术产品、地理标志产品、文化创意产品、名优特产、体育用品等优质产品供应。优化离境退税支付服务。将现金退税限额上调至 20000 元人民币。推动退税代理机构与支付机构、清算机构等加强合作, 在风险可控的前提下, 通过移动支付、银行卡、现金等多种方式提供退税服务, 更好满足境外旅客多样化支付服务需求。(资料来源: 同花顺)
5. **统计局**: 一季度全国规模以上工业企业利润由去年全年下降 3.3% 转为增长 0.8%, 其中装备制造业和高技术制造业成为重要支撑。装备制造业利润同比增长 6.4%, 高技术制造业利润则由下降 5.8% 转为增长 3.5%。此

外，受“两新”政策影响，专用设备和通用设备行业利润大幅增长。尽管外部环境复杂，但宏观政策效果显现，工业经济持续恢复。（资料来源：同花顺）

6. **2025 年国内核电项目审批首次开闸。**据新闻联播 4 月 27 日消息，当天召开的国务院常务会议决定核准浙江三门三期工程等核电项目。记者从业内多方了解到，此次在国常会上获批的新项目分别是广西防城港核电三期(5、6 号机组)，广东台山核电二期(3、4 号机组)，浙江三门核电三期(5、6 号机组)，山东海阳核电三期(5、6 号机组)，福建霞浦核电一期(1、2 号机组)，共计 5 个工程、10 台新机组。至此，2022 年以来，我国已连续四年每年核准 10 台及以上核电机组，保持了常态化审批节奏。记者获悉，以上新项目均采用自主三代核电技术，其中包含 8 台华龙一号机组。核电工程历来是扩大有效投资的重要拉动力，以单台国产百万千瓦三代核电机组约 200 亿元的投资力度估算，此次新核准机组的投资总额超过 2000 亿元。（资料来源：同花顺）
7. **上交所：**4 月 26 日，上交所相关负责人在第三届中国(安徽)科技创新成果转化交易会(以下简称“科交会”)开幕式上介绍了科创板在支持国家科技创新和安徽高质量发展方面的工作情况。数据显示，当前，安徽共有沪市上市公司 79 家，首发募集资金 641 亿元；科创板公司 24 家，位列全国第六位，首发募集资金 297 亿元；22 家次沪市公司完成并购重组，有力推动了产业结构升级。据了解，安徽企业在上交所累计发行科技创新债券 245 亿元。去年，上交所在合肥设立了上交所科创安徽债券创新服务基地，致力于解决科创企业轻资产、高风险的融资痛点。在做好股债融资支持的同时，安徽坚持盘活存量，在上交所共发行 ABS 产品 54 项。中金安徽交控 REIT 成功发行，募集资金 109 亿元，成为全国盘活存量资产的标杆实践。（资料来源：同花顺）
8. **基金集中度：**数据显示，如果按股票仓位超过 50%的口径统计权益类基金，截至一季度，权益基金的平均持股集中度为 43.98%，相比去年末的 44.19%有所下降，其中约 2900 只权益类基金的持股集中度下滑，占比约 48%，这意味着将近一半的权益基金的持股集中度都进一步分散。多位基金经理在一季报中表示，当前市场不确定性较高、行情变化较快，下调持股集中度可以更好地防御风险、降低波动。同时，考虑到贸易摩擦的长期性，下一阶段的配置思路是在不确定性中寻找确定性的结构性机会。（资料来源：同花顺）
9. **香港金融管理局副总裁陈维民：**当前，香港金融体系保持稳健。一是港元汇率稳定，二是存款稳健上升，三是外汇储备丰厚，四是银行资本雄厚、流动性充裕。美国发动“关税战”以来，香港金融中心稳健向前、顺畅运行。陈维民介绍，当前港元汇率稳定在 7.75 港元至 7.85 港元兑 1 美元的区间。香港外汇储备约 4160 亿美元，相当于基础货币的约 1.6 倍。银行业资本雄厚，资金充足比率为 21.8%；流动性充裕，流动性覆盖比率为 178.4%。（资料来源：同花顺）
10. **商务部部长王文涛会见德国汽车工业协会主席穆勒，**双方就中德汽车产业合作、欧盟对华电动汽车反补贴案等议题进行交流。王文涛表示，中德汽车产业合作基础深厚，德国汽车企业是中国改革开放的见证者、参与者和受益者。中国对外开放的大门只会越开越大，利用外资的政策没有变也不会变，希望德国汽车企业把握机遇，坚定投资中国的信心。王文涛表示，当前国际形势复杂严峻，个别国家单边主义、保护主义做法严重破坏国际经贸秩序和全球供应链稳定，汽车行业首当其冲。中国和欧盟是捍卫多边主义和自由贸易的两大支柱，希望德国汽车工业协会继续发挥积极作用，推动德国和欧盟坚定维护多边贸易体制和全球供应链稳定，并同中方相向而行，在尊重国际经贸规则的基础上，早日妥善解决欧盟对华电动汽车反补贴案。（资料来源：同花顺）

每日研报**【东兴固收】关注增量对冲政策，债市或维持震荡——4月政治局会议点评（20250428）**

事件：中共中央政治局4月25日召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。

点评：

存量政策落实注重优化经济结构，更多增量对冲政策可期。会议指出“我国经济持续回升向好的基础还需要进一步稳固，外部冲击影响加大”，对经济形势判断进一步明确。结合“不断完善稳就业稳经济的政策工具箱，既定政策早出台早见效，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，全力巩固经济发展和社会稳定的基本面”的表述看，在前期存量政策基础上，更多增量对冲政策将在中美关税谈判落地前后出台。当前存量政策注重加快落实，调优结构。生产端注重优化新质生产力和帮扶困难企业，“培育壮大新质生产力，打造一批新兴支柱产业”，包括创新推出债券市场的“科技板”等；需求端，强调提高中低收入群体收入，大力发展服务消费，增强消费对经济增长的拉动作用。

货币宽松窗口渐行渐近，或更注重定向直达实体。上年9.24以来，适度宽松的货币政策定调明确，政策坚持支持性立场不变。回顾一季度，经济呈现开门红，延续修复态势。在此背景下，货币政策显现一定相机抉择性，主要关注长端利率风险和汇率贬值压力。此外，在一季度国有大行负债偏紧阶段，央行资金投放仍相对审慎，没有明显宽松迹象。而此次会议“适时降准降息”的提法或预示货币宽松窗口渐行渐近，呼应了4.6人民日报文章关于“未来根据形势需要，降准、降息等货币政策工具已留有充分调整余地，随时可以出台”的表述。降准降息落地具体时点，尤其是核心政策利率的调降时点，或需结合后续月度经济数据、融资数据以及关税落地情况考虑。此外，从一季度货币政策举措来看，货币政策对资金有效直达实体关注度提高。Q1货币政策例会重提防范资金空转。此次会议特别提及创设新型政策性金融工具或也出于此考虑，资金或定向聚焦科技创新、扩大消费、稳定外贸等方面。

房地产方面，会议侧重防范化解风险和优化存量商品房收购政策。此次会议指出加力实施城市更新行动，有力有序推进城中村和危旧房改造。棚改、城中村改造与前期政策表述较一致。会议同时提到“优化存量商品房收购政策”，预计主要针对当前收储推进不太快，与市场化法制化收储等机制建设有关。从债券投资角度看，市场关注房地产政策优化对经济负向影响逐步减小的同时，更加关注房价企稳带来居民资产负债表修复，进而改善需求不足、缓解通缩的拐点来到。因此，一系列地产优化政策出台后，房价止跌回稳的基础巩固将是利率中期拐点的重要判断指标之一。

投资策略：4.2以后，债券收益率急速下行至近1.60%，反映出债市交易的核心逻辑由一季度大行负债偏紧和央行谨慎投放转向中美关税政策博弈影响下的基本面现实影响和国内政策对冲下的货币宽松预期。整体来看，外需的压力与不确定性、叠加国内基本面的基础仍不牢靠。一季度基本面弱修复态势在二季度或遇到挑战，使得二季度国内的对冲政策有望进一步发力。

短期来看，当前实际基本面影响仍有待于贸易谈判的落地与政策对冲效果的确认。而当前债券收益率已隐含一定降息预期，10Y国债收益率距离前低（1.6%左右）并不远，降息落地或带来利率回调。中期维度，我们

继续看好债券收益率震荡下行，主要是在地产、人口等结构性问题尚难根本性解决；叠加关税政策博弈推动央行态度重回呵护，后续货币政策易松难紧；从机构行为来看，国有大行资本补充到位，年内银行体系资产负债两端矛盾将逐步缓解。资金面、基本面对债市仍偏利好。

策略上，目前债市赔率空间相对有限，建议 10Y 国债在 1.60%-1.75% 区间波段交易；品种上，建议选择高流动性的 10Y 活跃券。

风险提示：关税政策超预期影响、流动性及资本市场预期外波动等。

（分析师：林瑾璐 执业编码：S1480519070002 电话：021-25102905 分析师：田馨宇 执业编码：S1480521070003 电话：010-66554013）

【东兴房地产】房地产基金重仓持仓 2025Q1：基金对地产股的低配程度降低，地产股持仓市值增加（20250428）

2025Q1 地产板块持仓：

2025Q1，基金重仓持股总市值为 30161.7 亿元，持仓市值较上季度增加 2.32%；其中地产股重仓持仓市值较上季度增加 6.93%。

2025Q1，31 个行业板块中，地产板块持仓市值及占比分别为 289.2 亿元和 1.0%，在 31 个板块中排名第 20；持仓占比较上季度增加 0.04%，在 31 个板块中排名第 12；持仓市值较上季度增加 6.93%，在 31 个板块中排名第 11。

2025Q1，基金重仓持有的 A 股总市值为 25760.4 亿元，其中 A 股地产股重仓持仓市值为 200.3 亿元，A 股地产股重仓持仓占比为 0.8%；A 股地产股重仓持仓占比与申万房地产板块流通市值占比之差为 -0.56%，上季度为 -3.84%。

2025Q1 地产股持仓：

2025Q1，地产股票中，重仓持仓市值最大的三家公司为保利发展、招商蛇口、滨江集团；持仓市值分别为 62.5 亿元、37.3 亿元、22.8 亿元；重仓持仓市值环比增加金额分别为 -3.1 亿元、0.4 亿元、10.7 亿元；重仓持有的基金数分别为 127 只、97 只、54 只；重仓持股占流通股的比例分别为 6.3%、4.9%、8.1%。

2025Q1，地产股票中，重仓持仓市值环比增加金额最大的三家公司为滨江集团、金地集团、恒隆地产；金额分别为 10.7 亿元、3.9 亿元、2.4 亿元；

2025Q1，地产股票中，重仓持仓市值环比减少金额最大的三家公司为保利发展、万业企业、上海临港；金额分别为 -3.1 亿元、-2.9 亿元、-2.3 亿元。

投资建议：

2025Q1 基金对地产股的低配程度降低，地产股持仓市值有所增长。我们认为，当前政策方向明确，政治局会议提出了持续化解行业风险，以城中村改造为核心抓手，以高品质住房为发展方向的基调。我们建议短期关注政策增量落地带来的估值修复机会，中长期聚焦具备核心城市优质产品资源和不动产运营能力的龙头企业。推荐保利发展、新城控股；华润置地、龙湖集团等也有望受益。

风险提示：盈利能力继续下滑、销售不及预期、资产减值的风险等

（分析师：陈刚 执业编码：S1480521080001 电话：010-66554028）

【东兴非银行金融】非银行金融行业：持续稳定和活跃资本市场，行业估值修复可期（20250426）

事件：中共中央政治局4月25日召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。

点评：

政策加力预期不改，金融创新仍有空间。会议强调，要加紧实施更加积极有为的宏观政策，用好用足更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策。加快地方政府专项债券、超长期特别国债等发行使用。兜牢基层“三保”底线。适时降准降息，保持流动性充裕，加力支持实体经济。创设新的结构性货币政策工具，设立新型政策性金融工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。强化政策取向一致性。

会议再提“稳定和活跃资本市场”，更多政策利好或在路上。年初以来，国际局势发生深刻变革，地缘事件高发。美国新一届政府提出大幅增加关税的方案，对全球贸易环境产生巨大且深远的负面影响。随着美国关税政策波及范围愈发广泛，全球政经格局走势的不确定性日益增加，中美博弈全面升级，与国内资本市场表现高度相关的利率、汇率、流动性等核心参考指标的波动性显著加强。针对上述问题，前期一系列的稳定市场的政策举措正在发挥更大作用，如回购增持再贷款、提升险资权益投资比例等。但面对复杂多变的内外部形势，资本市场的稳定和活跃仍需更多且更具持续性的政策支持。

我们认为，当前国内经济破局的核心点仍是代表新质生产力的科技创新企业的快速壮大，资本市场需为其提供发展的沃土。对于高科技创新企业而言，以保险资金为代表的长久期价值投资资金成为其快速发展壮大的重要助推器，保险资金的长期属性和对短期业绩波动的高容忍度与科技初创企业的发展模式高度契合，有能力全流程伴随高科技创新企业成长。证券公司作为资本市场的核心中介，也将在科技企业做大做强过程中发挥巨大的支持和辅助作用。国家对科技企业的政策支持亦有望从拓展业务和提升资本回报层面对证券和保险行业提供正向的支持和催化。

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证券和保险行业全方位的参与和支持。随着政策的持续推动和证券、保险行业自身功能的有效发挥，“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，亦将有力提升行业自身经营业绩，助力估值修复。

整体上看，当前证券、保险行业马太效应不断增强，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，未来估值上升空间更大，建议持续重点关注。此外，在 ETF 蓬勃发展的背景下，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）

【东兴房地产】中央政治局会议点评：加力实施城市更新行动，加大高品质住房供给（20250426）

事件：中共中央政治局 4 月 25 日召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。会议指出，要持续用力防范化解重点领域风险。继续实施地方政府一揽子化债政策，加快解决地方政府拖欠企业账款问题。加力实施城市更新行动，有力有序推进城中村和危旧房改造。加快构建房地产发展新模式，加大高品质住房供给，优化存量商品房收购政策，持续巩固房地产市场稳定态势。

点评：

继续实施地方政府一揽子化债政策，加快解决地方政府拖欠企业账款问题。我们认为，地方政府拖欠账款的清理将直接缓解房企及工程企业的资金压力，降低短期偿债风险，利好与政府合作密切的地方国企。债务化解也有助于修复市场信心，带动房地产开发投资边际改善。

加力实施城市更新行动，有力有序推进城中村和危旧房改造。我们认为，加大城市更新的实施力度，有利于盘活城市核心区土地资源，增加优质地块供应，拉动房地产投资和释放增量需求，利好具备旧改资源与经验的地方国企。

加大高品质住房供给，优化存量商品房收购政策。我们认为，保障性住房与商品房市场分化将会加速，保障房将分流刚性住房需求，商品房将更注重提升品质承接改善性需求。具备“好房子”开发能力及租赁运营优势的房企将更具竞争力。优化存量商品房收购政策，更好的推动存量房收储政策落地，将缓解房企现金流压力，首先对地方国资构成利好，随着土储专项债规模提升，收储对象有望从地方国企传到至央企，然后传导至民企。

投资建议：我们认为，本次政策会议提出了持续化解行业风险，以城中村改造为核心抓手，以高品质住房为发展方向的基调。政策短期聚焦行业流动性修复和城中村改造发力，长期推动行业向高质量发展转型。我们建议短期关注政策增量落地带来的估值修复机会，中长期聚焦具备核心城市优质产品资源和不动产运营能力的龙头企业。推荐保利发展、新城控股；华润置地、龙湖集团等也有望受益。

风险提示：盈利能力继续下滑、销售不及预期、资产减值的风险等

（分析师：陈刚 执业编码：S1480521080001 电话：010-66554028）

【东兴金属及金属新材料】铂科新材（300811.SZ）：三线布局共驱，公司业绩强成长性显现（20250428）

事件:公司发布 2024 年年报及 2025 年一季度报告。2024 年,公司实现营业收入 16.63 亿元,同比增长 43.54%;实现归母净利润 3.76 亿元,同比增长 46.90%;基本每股收益 1.34 元,同比增长 45.65%。2025 年一季度,公司业绩稳步增长,实现营业收入 3.83 亿元,同比增长 14.40%;实现归母净利润 0.74 亿元,同比增长 3.13%。报告期内,公司芯片电感业务延续爆发性增长,金属软磁粉芯业务维持稳定强增长,金属粉末业务增长曲线稳步推进,共同促进公司业绩强成长性显现。

芯片电感业务延续爆发式增长。2020-2024 年期间,公司芯片电感业务营收 CAGR 高达 279%,占总营收比重由 20 年的 0.38%增至 24 年的 23.21%。其中,2024 年该业务同比增长 275.76%,显示磁性电感业务已正式成为公司的第二增长极,并有效提升了公司的成长弹性。2025 年 2 月,公司完成 2024 年度以简易程序向特定对象发行股票,成功募集资金约 3 亿元用于“新型高端一体成型电感建设项目”(计划总投资额约 4.54 亿元),将在惠州市打造自动化、智能化和精细化的芯片电感生产基地,建设周期约 30 个月占地约 45.6 亩。项目有助于公司芯片电感产品性能优化迭代、产能快速扩容并且增强批量交付能力,并且夯实公司第二增长曲线。从产能观察,公司 24 年产能将根据市场需求由 500 万片扩充至 1000 万片-1500 万片/月。鉴于公司已设立控股子公司惠州铂科新感推进芯片业务的规模化及专业化运作,我们认为在公司四五规划阶段电感业务占公司总业务比重将升至 50%左右,这意味着芯片电感业务将推动公司成长属性的有效优化。从市场扩展情况观察,公司与现有客户持续深化合作,并于 2024 年新增进入了多家国内外知名半导体厂商供应商名录及更多应用领域(比如 ASIC 等),目前已交付大量样品供客户验证,后续有望实现量产。从研发情况观察,公司持续加大基础材料的研发力度,随着大算力需求下沉,公司芯片电感可在更多的应用场景提供最佳解决方案,公司电感元件业务的持续领先性将推动公司成长性与数字经济发展共振。

合金软磁粉芯业务维持行业领先地位。合金软磁粉芯业务是公司具有市场领先性的支柱业务,2024 年该业务收入同比增长 20.2%至 12.34 亿元。2024 年公司电子元器件产销量双升,且产销率明显优化。其中产量+17.72%至 3.8 万吨,销量+27.85%至 3.9 万吨,产销率同比增加 8 个百分点至 103%。公司持续推进 GPV、GPC 系列(基于 NPV、NPC 优化升级)市场投放并取得积极反响。在新能源汽车及充电桩领域,公司已获得比亚迪、华为等造车新势力的认可与合作,并在海外市场取得较大突破;在光伏及储能领域与空调应用领域等方面,公司销售收入同比均取得大幅增长,终端市场占比明显提升。此外,鉴于公司铁硅 5 代磁粉芯在实验室已取得突破性进展且其损耗特性在 4 代基础上进一步降低约 50%,这有助于公司产品绝对竞争力的提升及市场占有率的持续攀升。考虑到新基建及人工智能的爆发将持续推动通讯、服务器电源市场规模的放大,而公司惠州基地技改叠加河源基地产能释放或推动公司总产能至 2025 年增长 112%至约 7 万吨,公司金属软磁粉芯业务强成长性将持续优化公司盈利能力。

金属软磁粉末构建公司第三增长极。金属软磁粉末是制造金属软磁粉芯的核心原材料。公司生产的铁硅粉、铁硅铝粉主要用于生产公司的金属软磁粉芯产品,铁硅铬粉主要供给下游客户生产一体成型电感。受益于新能源汽车、AI 服务器等新兴应用领域对高性能软磁材料的需求提升,2024 年公司金属软磁粉末实现销售收入同比大幅上涨 47.31%至 3994 万元,但对外销售产能不足对该业务扩张形成制约。公司年内已开始筹建年产能达 6,000 吨/年的粉体工厂,并已于 24 年下半年建成首期工程,新增年产能 2000 吨,全部工程计划于 2025 年完成建设。当前公司高球形超细铁硅铬粉末的量产及非晶纳米晶粉末的导入已获得客户验证,预计随着新增产能逐步投产,金属软磁粉末业务对外销售的扩张会推动公司的增长动能。

财务数据稳中有进,着重研发提升公司核心竞争力。公司销售毛利率由 23 年的 39.61%升至 24 年的 40.70%

(行业中位数 21.41%)，净利率由 23 年的 22.06 增至 24 年的 22.48% (行业中位数 6.02%)，ROE 由 23 年的 14.49% 涨至 24 年的 17.84% (行业中位数 5.23%)，综合反映公司具有的产品优势、成本管控优势及高回报优势；公司资产负债率由 23 年的 24.06% 升至 24 年的 24.66%，较行业中位数 39.93% 仍处低位，显示公司具有强持续扩张能力；此外，报告期内公司研发费用+56% 至 1.17 亿元，占营业收入 7.04%，公司提出“梧桐树”业务发展规划，即以材料技术（气雾化、水雾化和高能球磨）、预处理技术（新树脂、绝缘包覆）和成型技术（流延工艺、模压成型、热等静压）等技术和工艺为“组分”打造综合性的“沃土”——金属软磁粉末制备平台，充分利用公司主业一体化优势以推动技术创新，持续提升公司核心竞争力。

公司在多维度构筑强竞争优势。作为金属软磁材料领域产业链一体化龙头企业，公司具有明显的技术优势及模式优势，并且已经具有从发电端到负载端电能变化的全产品线布局。金属磁材新材料制造行业处于高景气成长期且行业具有高行业壁垒（上游资金、技术及量产壁垒，下游客户认证壁垒），新企业在短期内很难形成有效竞争。公司拥有强品牌影响力及高拓展性与高粘性的客户群体且金属粉末新材料行业获国家重点政策性支持。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2025-2027 年实现营业收入分别为 22.37 亿元、25.75 亿元、30.57 亿元；归母净利润分别为 5.12 亿元、6.28 亿元和 7.54 亿元；EPS 分别为 1.82 元、2.23 元和 2.68 元，对应 PE 分别为 22.32x、18.19x 和 15.15x，维持“推荐”评级。

风险提示：原材料价格大幅波动，市场需求不及预期，产能释放不及预期，毛利下降风险，技术创新风险，存货风险，市场竞争及政策风险。

（分析师：张天丰 执业编码：S1480520100001 电话：021-25102914 研究助理：闵泓朴 执业编码：S1480124060003 电话：021-65462553）

【东兴农林牧渔】中宠股份（002891.SZ）：全球产业链优势凸显，自主品牌快速成长（20250428）

事件：公司公布 2024 年报和 2025 年一季报，24 全年实现营收 44.65 亿元，yoy19.15%，实现归母净利润 3.94 亿元，yoy68.89%；25Q1 实现营收 11.01 亿元，yoy25.41%，实现归母净利润 0.91 亿元，yoy62.13%。

境外业务订单充足，北美产能具备稀缺性。公司 24 年实现境外收入 30.51 亿元，同比增长 14.62%，毛利率 24.90%，同比提升 0.62 个百分点。公司具备全球产业链布局，特别是公司的北美产能属于稀缺产能，在中美贸易摩擦加剧情况下，北美订单无忧，有望持续带动公司境外业务收入业绩增长。此外公司积极推进自主品牌出海，24 年新增 9 个国家覆盖，新西兰 Zeal 风干粮成功上线美国 Amazon 和 TikTok；双拼干粮成功进军“一带一路”沿线市场。多元化的产能布局、客户结构和自主品牌出海的持续推进，构成了公司境外业务的安全垫，我们判断公司境外业务有望在 25 年维持稳健增长。

毛利率持续提升，费用率略有增加。24 公司销售毛利率 28.19%，相比 23 年提升 1.88 个百分点，25Q1 公司销售毛利率 31.87%，同比提升 4.02 个百分点。费用率方面，公司 24 年销售费用、管理费用、研发费用和财务费用率分别为 11.08%、4.71%、1.63% 和 0.40%，四项费用率合计上升 1.61 个百分点，主要来自于品牌营销费用和薪酬差旅等费用的增加。

国内聚焦三大自主品牌，主粮品类快速增长。24 年公司境内业务收入 14.14 亿元，同比增长 30.26%，毛利率

同比提升 4 个百分点。宠物主粮实现收入 11.07 亿元，同比增长 91.85%。公司持续聚焦三大自有品牌，Wanpy 顽皮完成品牌调整，25 年重点打造小金盾系列产品，并通过 315 人民网“透明工厂”直播全方位展示生产流程；Toptrees 领先重点发展烘焙粮品类，24 年通过“甄嬛传”联名破圈，25 年获得央视权威认证；新西兰 ZEAL 重点推广风干粮和主食罐头，24 年与超头主播深度绑定，今年将完成产品 VI 升级。公司自主品牌定位清晰，营销与渠道建设稳步推进，预计收入业绩维持高速增长。

公司盈利预测及投资评级：我们看好公司海外产业链布局带来的抗风险能力和国内自主品牌的高速增长。预计公司 25-27 年归母净利润分别为 4.53、5.61 和 7.09 亿元，EPS 为 1.54、1.91 和 2.41 元，PE 为 35、28 和 22 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：国内市场拓展不及预期，原材料价格波动风险，汇率波动风险等。

（分析师：程诗月 执业编码：S1480519050006 电话：010-66555458）

【东兴食品饮料】洽洽食品（002557.SZ）：短期业绩承压，或逐步改善（20250428）

事件：2024 年实现营收 71.3 亿元，同比+4.8%，归母净利润 8.5 亿元，同比+5.8%，扣非归母净利润 7.7 亿元，同比+8.9%。25Q1 实现营业收入 15.7 亿元，同比-13.8%，归母净利润 7724.8 万元，同比-67.9%，扣非归母净利润 5808.5 万元，同比-73.8%。受竞争加剧以及春节错期影响，25Q1 业绩承压。

主营产品均保持个位数增长，海外市场平稳发展。2024 年葵花籽/坚果营收分别为 43.8/19.2 亿元，分别同比+2.6%/9.7%。葵花籽保持低个位数增长，坚果连续两年增速下滑至个位数。分渠道来看，公司经销及其他渠道/直营（包含量贩零食、电商、KA 等）24 年营收分别为 56.7/14.6 亿元，分别同比-1.4%/38.3%。分区域来看，东方区/电商/海外增速高于公司整体，收入分别为 21.2/7.8/5.7 亿元，分别同比+9.5%/8.9%/10.3%，其中东方区销售占比 29.8%，为业绩主要增长动力，电商和海外销售占比分别为 10.9%/8.0%。公司在国际市场上的影响力也在不断提升，产品远销亚、欧、美等近 70 个国家和地区，是出口国家最多、出口区域最广的民族品牌之一。公司持续深耕东南亚市场，加拿大市场进驻 Costco 渠道，公司海外发展前景广阔。

葵花籽原料价格上涨，坚果竞争激烈，毛利率承压。24/25Q1 公司毛利率分别为 28.8%/19.5%，分别同比+2.0/-11.0pct。24 年葵花籽/坚果毛利率分别为 29.7%/27.2%，同比+4.5/-4.4pct，24 年四季度之前葵花籽原材料价格较 23 年有所下降，24 年葵花籽毛利率提升。坚果毛利率下降主因市场竞争激烈，推测市场坚果价格带有所下移。公司一般从四季度开始采购葵花籽原材料，24 年四季度因内蒙古天气原因导致采购的葵花籽成本上涨，加上 25Q1 销售额下降，对 25Q1 毛利率造成影响。由于巴旦木主要依赖美国进口，推测贸易战对坚果整体价格有影响，预计今年坚果整体毛利率依然承压。

今年一季度净利润率下降。24 年/25Q1 销售费用率分别同比+0.9/-1.8pct，管理费用率分别同比+0.1/0.9pct，我们推测公司因 25Q1 收入增长承压，主动控制销售费用，而管理费用较为刚性，规模效应减弱致使费用率有所上升。24/25Q1 净利润率分别为 11.9%/4.9%，分别同比+0.1/-8.3pct。

盈利预测与评级：25Q1 业绩下滑主因春节错期、葵花籽原料因天气涨价以及坚果竞争加剧影响，其中春节错期和原料问题为短期因素，后续有望改善，公司后续业绩或逐步好转。我们预测公司 25-27 年归母净利润分别

为 7.56/9.19/9.90 亿元，同比增长-10.97%/21.50%/7.79%，EPS 分别为 1.49/1.81/1.95 亿元，对应 PE 分别为 16/13/12，维持“推荐”评级。

风险提示：消费复苏不及预期；消费降级，中低端产品占比提升；行业竞争加剧带来价格战；公司创新不及预期，第三曲线不及预期；食品安全风险。

（分析师：孟斯硕 执业编码：S1480520070004 电话：010-66554041 分析师：王洁婷 执业编码：S1480520070003 电话：021-25102900）

【东兴计算机】中科创达（300496.SZ）：业绩持续改善，端侧智能逐步构筑新增长极——2024 年报业绩点评（20250426）

事件：

中科创达披露 2024 年年报，公司 24 年实现营收、归母净利润、扣非净利润分别为 53.85（同比+2.72%）、4.07（同比-12.60%）、1.75（同比-48.49%）亿元，其中单四季度实现营收、归母净利润、扣非净利润分别为 16.90（同比+23.76%，环比+30.67%）、2.55（同比+282.76%，环比+436.76%）、0.48（同比+125.73%，环比+25.31%）亿元。

点评：

四季度业绩环比改善，端侧智能研发投入持续。24 年公司手机、汽车、物联网业务线分别实现收入 14.23（同比+0.49%）、24.16（同比+3.42%）、15.45（同比+3.73%）亿元，汽车业务已稳健成为公司主要收入来源，三大业务板块毛利率分别为 34.67%（同比-8.42pct）、44.30%（同比-1.32pct）、18.27%（同比+0.76pct）。受下游车企竞争加剧影响，汽车厂商验收周期加长，部分厂商车型出货不及预期，创达智能汽车业务增速虽有所放缓，但仍维持相对较高的毛利水平。费用方面公司 24 年销售、管理、研发费用率分别为 3.71%（同比-0.08pct）、8.88%（同比-0.51pct）、19.09（同比+0.96pct），公司在提升运营效率的基础上加强对机器人等端侧智能领域的研发投入。从边际趋势上来看，公司四季度实现归母净利润 2.55 亿元，同比扭亏，环比大幅提升，经营活动净现金流达 2.88 亿元（同比+37.46%，环比+63.35%），下半年特别是四季度环比改善明显。

以 OS 为核心把握汽车“中央集中式架构”与“端云混合架构”机会。中科创达发布的整车操作系统“滴水 OS”深度聚焦中央计算架构与车端 AI 应用两大产业前沿，将座舱、智驾、舱驾融合等全部打通，向行业合作伙伴提供全开放、全白盒的选项。开放层面，滴水 OS 构建了一套全面且灵活的 AI 中间件与系统框架，能够无缝对接各类主流芯片与大模型，同时通过与主流大模型厂商展开合作，打造出一套强大的 AI 中间件，降低大模型部署难度，此外借助多 Agent 联合技术，实现对多个复杂场景的深度赋能。业务模式层面，我们认为白盒的交付方式有望提升客户接受度加快合作落地。目前，滴水 OS 已与瑞典数字音频先驱 Dirac、全球领先的地图数据服务公司 HERE Technologies 等数十家伙伴建立良好的生态合作。

端侧智能领域多点开花，深化合作有望构筑新增长极。除了整车操作系统外，中科创达的“端侧智能”主要布局在机器人、AI 眼镜与 MR、AIPC、AI 手机、创新 AI 硬件等领域，当前产品实现逐步落地。机器人产品主要是面向工业领域的移动机器人（AMR、无人叉车、多关节复合机器人），当前在汽车及零部件、锂电、3C、食

品及饮料等行业形成落地应用；AI眼镜与MR方面创达子公司创通联达推出基于高通芯片平台的轻量化AI眼镜SmartGlasses和混合现实MRHMDPro；AIPC方面创通联达推出四款AIMiniPC参考设计，同时中科创达与微软、高通保持紧密合作，并且在AIPC生态上与主流PC厂商建立合作，帮助厂商端侧模型落地。我们认为多年积累的操作系统技术与广泛且深入的生态合作是创达的核心竞争力，2024年中科创达进一步扩大与深化生态合作，例如与字节火山引擎共建联合实验室赋能端侧智能，与火山引擎的扣子、豆包大模型、火山方舟、火山云等云端服务实现深度整合，同时创达与Arm合作成立ArmSystemReadyDevicetree合规实验室，助力芯片厂商、OEM等更加便捷、高效地进行设备开发。

盈利预测及投资评级：受汽车行业阶段性竞争加剧影响，叠加公司在端侧智能方向的持续研发投入，中科创达业绩当前增速有所放缓，但我们认为人工智能对终端设备的改造是大方向，同时创达的软件能力与开放生态能帮助其分散风险、打造差异化竞争优势，随着软硬件一体化趋势及软件价值量的提升实现份额增长。我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为4.44/5.53/6.68亿元，当前股价对应PE值分别为55/44/36倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：智能驾驶推进不及预期、端侧智能业务成长性及盈利释放不及预期、公司与字节、高通等的合作不及预期、汇率波动风险、海外业务风险等。

（分析师：张永嘉 执业编码：S1480523070001 电话：010-66554016 分析师：刘蒙 执业编码：S1480522090001 电话：010-66554034）

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不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。