

研报摘要

总量研究

【宏观经济】政治局会议部署下一步政策重点——宏观周报-20250427

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 沈美辰（分析师）证书编号：S0790524110002

国内宏观政策：加紧实施更加积极有为的宏观政策

过去两周（4月13日-4月26日）国内宏观主要聚焦以下几个方面：

经济增长方面，中央重要表态包括李强总理表示“推动各方面政策措施早出手、快出手”“必要时敢于打破常规”、4.18国常会提出“锚定经济社会发展目标，加大逆周期调节力度”、“扩大以工代赈等支持”、“促进养老、生育、文化、旅游等服务消费”“要持续稳定股市”等。

4月25日中央召开政治局会议，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。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。出口方面，多措并举扶困难企业，加快推动内外贸一体化；对受关税影响大的企业提高失业保险基金稳岗返还比例等。我们认为，中央对于经济目标的完成态度仍较坚决，政策发力节奏有望靠前（详见《低估增量政策的四大误区——看多中国系列之三》）。

基建与产业方面，近两周政策聚焦周边国家交通运输合作；服务业扩大开放综合试点工作方案落地；实施自由贸易试验区提升战略意见出台，涉及医药和汽车等产业。

货币方面，4.25政治局会议再次强调“适时降准降息”，并提出“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”。预计后续将出台精准支持科技企业、消费、出口的结构性货币政策工具。

消费方面，消费政策涉及商务部长明确后续将对旅游、体育、中医药等服务消费领域制定支持政策；服务消费提质惠民行动2025年工作方案出台；现代商贸流通体系试点城市开始申报等。政治局会议强调，要提高中低收入群体收入，大力发展服务消费。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。“两新”要扩围提质，“两重”要“加力”。

金融监管方面，监管政策涉及信托公司管理办法修订、保险监管细项明确等。政治局会议强调，持续稳定和活跃资本市场，中央稳股市的态度坚决。在加强融资支持方面，会议重点强调“创新推出债券市场的‘科技板’”，债市“科技板”有望加速落地。

贸易方面，欧盟和中国已同意研究为中国制造的电动汽车设定最低价格，以取消欧盟于2024年征收的关税；我国坚定不移推动海南自由贸易港建设等。中美贸易摩擦方面，23日特朗普转变态度表示对来自中国的商品征收高关税将“大幅下降，但不会为零”，24日商务部回应“如果美方真的想解决问题，就应该正视国际社会和国内各方理性声音，彻底取消所有对华单边关税措施”。此外，外交部澄清，中美双方并没有就关税问题进行磋商或谈判。

海外宏观政策：美联储尚未达到停止缩表的程度

美联储主席鲍威尔就特朗普贸易政策的通胀效应发出了强烈警告。鲍威尔表示，特朗普的关税政策“极有可能”刺激通胀暂时上升，并警告称这些影响可能会持续很长时间；目前尚未达到停止缩减资产负债表规模的程度；如果出现美元短缺情况，美联储随时准备向全球央行供应美元。特朗普23日再次要求鲍威尔降息。关于救市，美联储官员表示尚未看到美联储进行市场干预的必要性。

关税政策方面，美国政府启动了由商务部牵头的232国家安全调查，将调查“进口半导体和半导体制造设备”

以及“药品和药物成分，包括成品药”对美国国家安全的影响。

风险提示：国内外货币政策持续分化，国内政策执行力度不及预期。

【宏观经济】低估增量政策的四大误区——4月政治局会议学习——看多中国系列之三-20250426

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002

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。

我们认为，市场可能低估增量政策落地的决心和力度，存在几大误区。

误区1：考虑到美方态度软化的可能性，短期不需要出台有力的增量政策——我们认为：对美“奉陪到底”，谈判要建立在平等、尊重、互惠的基础上，指向中美谈判难有明确的时间表，我们要“坚定不移办好自己的事”

会议指出“统筹国内经济工作和国际经贸斗争”，明确这是现在的宏观主线。总体而言，中美谈判的前提是：(1)美国需要遵守世贸规则。会议指出“积极维护多边主义，反对单边霸凌行径”。商务部4月11日指出美方关税措施“严重违反世贸规则”，中方“坚定捍卫多边贸易体制”；(2)美方需要取消关税。4月24日商务部表示“如果美方真想解决问题，就应该彻底取消所有对华单边关税措施”。4月25日外交部指出“中美双方并没有就关税问题进行磋商或谈判”，指向中美谈判难有明确的时间表，因此会议指出“坚定不移办好自己的事”。

误区2：一季度经济很好，增量政策不着急，可以等数据下滑之后再出台对冲政策——我们认为：外部压力下政策逻辑可能发生变化，政策发力节奏有望靠前，只有“以我为主”扩大内需才能牢牢掌握主动权

会议肯定“经济呈现向好态势，社会信心持续提振”，因此市场认为增量政策将延缓出台。我们认为Q1经济高增并不影响后续政策的出台节奏，因为：(1)Q1GDP实际同比5.4%包含了抢出口抢转口等因素，4月对等关税超预期落地后出口面临下行压力，根据4月前24日高频数据，预计4月出口同比回落至-2%左右。会议也指出“向好基础还需稳固，外部冲击影响加大”。(2)Q2是美国库存与中国经济韧性的比拼，只有“以我为主”扩大内需，才能牢牢掌握主动权。会议指出“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”、“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”，突出加紧、早、及时，是一种主动作为的态度。我们认为，有别于过去几年“应对式”政策节奏，2025年在外部冲击下，政策决策、出台可能更为灵活，二季度是中美各自“压力测试”的关键期，是政策落地的合适窗口期。

误区3：会议没明确提“完成经济社会发展目标”，5%的GDP目标是否还要完成存在变数——我们认为：5%的经济目标还是要守

市场关注到本次会议没明确提及“完成目标”，5%的GDP目标是否还要完成存在变数。我们认为5%的经济目标还是要守：首先，3月刚开完两会明确全年经济社会发展预期目标，历史上4月政治局会议由于距离3月两会时间较近，较少强调完成目标，一般会放到7月年中的政治局会议上重申完成全年经济目标；其次，4.18国常会已明确“锚定经济社会发展目标，加大逆周期调节力度”。我们认为与疫情期间的不可抗力不同，今年5%的目标还是要完成，需要增量政策的支持。报告《政策可能超预期》中，我们测算54%-145%的关税对我国GDP的扰动约1-2个百分点，对应1.5-3万亿左右，可作为后续财政发力规模的参考。

误区4：“底线思维”的意思是保底线，即便政策出台，力度也不会大——我们认为：2025年的关键词是“超常规”，“底线思维”指向政策宜“满”不宜“亏”，政策的力度、手段都可能有别于以往

首先，会议指出“要强化底线思维，充分备足预案”，市场解读是保底线，而不是提经济，政策力度不会大。但我们认为“底线思维”指的是政策形成足够的安全垫，以保证底线绝不会被突破，政策宜“满”不宜“亏”。其次，会议指出“加强超常规逆周期调节”，“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”。我们认为，当下关税战冲击加剧符合“超常规政策”的触发条件，更多增量政策“蓄势待发”，主线是扩大内需，可能的方向为：(1)货币：适时降准降息，结构性政策工具进一步支持科技创新、扩大消费、稳定外贸，央行重启买债等；(2)出口：会议指出“多措并举帮扶困难企业，加快推动内外贸一体化”，预计将精准帮扶出口企业，“对受关税影响

大的企业提高失业保险基金稳岗返还比例”。进行外贸救济，例如出口转内销、开拓非美市场等；测算 54%-145% 的关税拖累对美出口 1-2 万亿元，可作为转内销和以旧换新加码规模的参考；(3)消费：会议指出“提高中低收入群体收入，大力发展服务消费，扩围提质实施‘两新’政策”，指向可能出台一揽子扩消费政策，例如消费品以旧换新扩容至出口转内销的产品，发放文旅等服务消费券，加大生育补贴力度，发放中低收入群体生活补贴等；(4)地产：会议指出“有力有序推进城中村和危旧房改造，优化存量商品房收购政策”，预计有望加大收储和城改旧改棚改力度，一线放开限购，进一步下调利率等；(5)股市：会议指出“持续稳定和活跃资本市场”，指向将继续发挥中国版“平准基金”的作用坚决稳住资本市场。(6)财政：会议指出加快专项债、超长债发行使用，指向财政支出节奏有望加快，增加对实体部门的支持。不排除必要时新增财政。

风险提示：政策变化超预期；地缘政治反复超预期。

【策略】特朗普 2.0 的实质，和政治局会议后的市场应对——投资策略专题-20250427

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002

中美波动不一致的背后：两国的核心目的不相同

当前中国区域的市场波动性有所下降，然而美国市场的波动性仍然较高，造成这个区别的核心原因是什么？我们认为在于中美两国的政策背后的核心目的不相同。本文当中，我们将详细分析特朗普 2.0 的实质，并结合 4.25 政治局会议，展望未来中国资产的配置思路。

理解特朗普 2.0 的实质：资本侵蚀下，经济产出外流

1、被忽视的美国金融账户风险。大家都认为贸易赤字和制造业回流是特朗普开启关税的核心目的，但在我们的研究下，更深层次的原因是资本侵蚀、及其驱动的美国经济产出的对外流失。鉴于市场对关税和特朗普行为的过度聚焦，市场可能低估了该问题的严重性和美国可能采取的行动，以及美元资产潜在的折价和违约风险。

2、美国版资本侵蚀对美国的影响有多大？2024 年底，美国对外净负债约 26.2 万亿美元，占名义 GDP89.8%。以回报率 5%计，相当于美国经济总产出中 4.5%流向非美投资者。美国本土获得的产出增速约 4.39%，拖累约 -0.89%。

我们认为该指标反映了美元资产的信用风险显著提升。分配视角：海外净负债的高占比，使经济产出严重外流；经济增长视角：外流资产收益，难以转化为消费和投资，拖累本土经济增长；偿债主体视角：面对高偿付成本，消费和偿债主体不一致导致违约可能性提升（政党变更、前人消费、后人偿债等）。

3、特朗普 2.0 的核心目标及路径。经拆解美国海外净负债结构，我们判断：（1）为缩减海外净负债，缩减贸易赤字具有更高优先级，预计会延续较高的分级关税，制造业回流是对本土产出缺口的配套政策。（2）通过极不合理的关税水平极限施压，谋求各国增加对美订单、推动美元贬值、增加对美生产性投资等条件。

从政治局会议看中国应对：抓牢“底线思维”下的确定性

4.25 政治局会议可以看出，“集中精力办好自己的事”和“底线思维”是本轮政策应对“外部冲击”的核心思路。底线思维下，我们可以思考国内如何对冲对美出口的缺失，这对冲可以由三个维度提供：1、国内扩大内需以及财政刺激等政策；2、科技创新下的全要素生产力提振、3、对其他国家的出口和出海。而这三个维度其实就是“办好自己的事”，它们也刚好就对应了接下来确定性较高的投资方向。

投资抓牢“底线思维”：“自主可控”科技和军工+“内循环”消费+红利黄金

“4”个行业方向：（1）科技成长“自主可控+国产替代”：AI+赋能、机器人、军工、半导体、信创、卫星；（2）消费“政策+内生复苏”：服装鞋帽、汽车（包括两轮电动车）、零售、食品、美容护理以及新消费；（3）成本改善驱动：养殖、航空机场、饲料、小金属；（4）出海结构性机会：中欧贸易关系缓和下的预期差（对欧洲出口占比高品种）及小品类出海（如零食等）；

“1”个底仓逻辑：绝对收益思路下的中长期底仓“红利+黄金”，辅以高股息优化思路增强底仓收益：沪深300增强、央国企红利蓝筹。

风险提示：政策超预期变动；全球流动性及地缘政治风险；定价模型失效。

【策略】抓牢“底线思维”下的确定性——4.25 政治局会议学习-20250425

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002

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工作。

策略视角，我们认为本次政治局会议有5大重点表述需要关注

1、“要强化底线思维，充分备足预案”。自去年9.26以来，政治局会议当中时常出现新表述，而这句话也是新表述。基于“外部冲击影响加大”的经济形势判断，接下来将会有更多的政策储备适时推出；但从本次会议“备足预案”和“既定政策早出台早见效”的表述来看，当前政策的核心主旨是尽快推出已有的既定政策，新的储备政策的具体推出时点或仍需等待更细致的外部冲击落地等要素满足。同理，去年12月开始提出的“适时降准降息”也是储备政策当中的一部分。

2、“兜牢基层‘三保’底线”、“要提高中低收入群体收入”、“要着力保民生。对受关税影响较大的企业，提高失业保险基金稳岗返还比例。健全分层分类的社会救助体系”。刺激消费的核心在于催化资产负债表修复和对冲关税带来的冲击，而居民边际消费倾向的提升和资产负债表的修复，背后的最重要的锚点在于“收入预期拐点”和“生活医疗底线保障”。我们认为，本轮政策思路上已经抓住核心矛盾，但考虑到这两大锚点的变化并非一蹴而就，政策的推进也将是一步步稳扎稳打，我们继续建议“坚定政策信心，降低斜率预期”。

3、“大力发展服务消费，增强消费对经济增长的拉动作用。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”。在外部冲击影响下，政策的目标是进一步提升消费对于“内循环”的贡献。我们自去年11月持续强调消费作为2025年投资主线的地位。同时我们建议关注这一表述：“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。”我们在今年2月春季策略展望中提出消费的一个重要预期差是地方债务对消费存在压制：债务压力越高的省份，社零下行幅度越显著。化债进程加速后，消费将会获得内生性复苏的驱动力。

4、“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”。科技创新也是应对外部冲击的有效方式，在产业政策支持和金融政策支持下，2025年的另一主线科技成长需要更关注具备自主可控和国产替代特性的品种。

5、“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”“持续稳定和活跃资本市场”。这两句话是对去年12.9政治局会议首提的“稳住楼市股市”的落地化表述。相较于部分激进的市场预期，对于楼市股市的政策表态重在“稳”。

投资要抓牢“底线思维”下的确定性，配置自主可控+内循环+红利黄金

“4”个行业方向：（1）科技成长“自主可控+国产替代”：AI+赋能、机器人、军工、半导体、信创、卫星；（2）消费“政策+内生复苏”：服装鞋帽、汽车（包括两轮电动车）、零售、食品、美容护理以及新消费；（3）成本改善驱动：养殖、航空机场、饲料、小金属；（4）出海结构性机会：中欧贸易关系缓和下的预期差（对欧洲出口占比高品种）及小品类出海（如零食等）；

“1”个底仓逻辑：绝对收益思路下的中长期底仓“红利+黄金”。

风险提示：政策超预期变动；全球流动性及地缘政治风险。

【固定收益】政策未超预期，经济或超预期——事件点评-20250427

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 刘伟（分析师）证书编号：S0790524070008

2025年4月25日，中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。

政策符合预期下，经济有望继续回升

我们认为，经济回升的关键不是“政策超预期”。

比如，2024年四季度-2025年一季度，2024年9月26日之后市场期待特别国债、消费补贴、化债规模等增量政策加码，但实际上，2024年并未增发特别国债、化债方式为“偿还存量”，超预期政策并未出现，但2024年四季度-2025年一季度，经济持续“超市场预期”。

此外，2022年-2024年9月，政策多次降息，但债市持续下行、股市持续下跌；2023年10月增发特别国债，股市短暂上涨后重回下跌；2024年四季度没有增发特别国债，经济预期持续回升，股市持续上涨。

经济回升的关键，在于“现金流量表的方向”。

(1) 财政政策，此次政治局会议明确提出“加快地方政府专项债券、超长期特别国债等发行使用”，这意味着2024年四季度以来的广义财政支出增速上行有望继续，是经济回升的关键点之一；

(2) 化债方式，2024年9月之前，受地方债务限制，中央到地方、地方到企业和居民的现金流量表明显收缩，2024年9月之后，央行给与化债额度，地方政府、企业、居民的现金流量表方向转为扩张，同样是经济回升的关键；

(3) 货币政策，2024年底以来，社融存量增速持续温和上行，宽信用下同样有助于现金流量表的扩张，为经济回升提供重要支撑。

尽管此次政治局会议并未超出预期，但财政、货币、地产等增量政策，有望推动现金流量表方向进一步向上。

财政上，重点是加快发债和使用进度；货币上，重点是创设新的结构性货币政策工具等，提供增量信用政策；地产上，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、优化存量商品房收购政策，改善地产企业现金流量表。

我们认为，预计后续经济或维持良好水平。出口是全球动态平衡，不能直接把对美出口下降与GDP挂钩，后续出口或好于市场预期。比如，2019年中国对美出口大幅下行，但中国总出口增速要明显好于没有贸易问题的德国、韩国等，同时2019年出口下行背景下，市场预期和股市反而要显著好于2018年。

因此尽管美国对等关税影响下，出口或有所回落，但出口回落幅度或好于预期，另外考虑到2024年四季度之后，现金流量表已经由向下转变为向上，政策持续推动下，后续经济或维持良好水平。

降息的前提条件为经济处于下行，目前或并不具备

“适时”和“择机”，仅是适用层级不同，并未实质性差别。此次政治局会议提出“适时降准降息”，此前3月18日央行第一季度例会提出“择机降准降息”，“适时”适用于政治局和国务院，比如中央经济工作会议、政府工作报告、政治局会议等，“择机”则适用于央行。

我们认为，政治局会议“适时降准降息”的条件，或是经济出现明显下行趋势。

2024年12月至今已经5个月，“适时或择机降准降息”被多次提及但并未落地，或在于经济没有出现较为明显的下行趋势。

如果2025年二、三季度，内需（财政、信用、地产）向上、外需向下，经济总量延续企稳回升，或仍不会触发降息条件。

另外，2024年9月政治局会议提法为“实施有力度的降息”，与当前提法存在明显区别，因此即使之后触发条件（概率不高），央行更可能降息10BP，而不是类似于2020年3月、2024年9月降息20BP。

关注资金利率，10 年国债收益率存上行风险

目前，10 年国债收益率定价隐含了 DR007 下行 50BP，或者 OMO 降息 30BP 且资金利率下行幅度超过 OMO 降息幅度。

重点关注 4 月下旬-5 月的资金利率，如果资金利率没有大幅下行，我们维持观点，10 年国债仍然存在明显的收益率上行风险。

对于债市收益率上行的触发条件，可能包括资金、经济、股市。比如，2024 年四季度经济回升，2025 年 2 月长端国债收益率上行；2025 年 1 月资金收紧，2 月收益率上行；2025 年 2 月股市上涨，2 月收益率上行。

看好转债 2025 年上涨行情

2024 年 12 月政治局会议之后，市场认为政策不及预期，市场回调、但 2025 年 1 月中旬之后重回上涨趋势。对比当前，2025 年 4 月政治局会议并未超出预期，如果市场出现回调，则可能是类似于 2025 年 1 月的参与机会。

风格上，我们认为，二、三季度看好内需，四季度看好外需。四季度切换至外需的可能逻辑为中国产业链趋势、中欧谈判进展、中国替代美国出口等。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

行业公司

【中小盘】固态电池星辰大海，制造业板块本周表现占优——中小盘周报-20250427

周佳（分析师）证书编号：S0790523070004 | 张越（分析师）证书编号：S0790524090003

固态电池产业化渐近，关注产业链投资机会

固态电池通过使用固体电解质代替传统液态电解质，不仅解决了锂离子电池在安全性、能量密度和循环寿命方面的局限性，还为电动汽车、大规模储能系统、人形机器人、低空经济等领域提供了更高效、更可靠的解决方案。液态电解质有三大核心缺点：容量不可逆衰减、寿命受影响、安全性能方面存在隐患。固态电解质则以其不可燃性、高机械强度及宽电化学窗口等特性，为锂金属负极的实用化提供了革命性解决方案。但固态电池距离真正实现产业化、规模化应用仍有一段距离，需要突破几大难点，包括制造成本高、导电性较差等。固态电解质目前可分为聚合物、无机物固（包括氧化物、硫化物、卤化物）、复合电解质三大类，其中复合固态电解质有望成为未来技术发展的趋势。全固态电池技术有望于 2030 年实现能量密度>500Wh/kg、成本<\$100/kWh 的量产目标。

本周机器人及固态电池板块动态频出，关注小鹏机器人进展

小鹏 IRON 机器人身高 178cm，体重 70kg，全身 62 个主动自由度，22 个手部可动关节，720° 环境感知能力，搭配自研的 3000T 算力图灵 AI 芯片。动力系统采用“谐波+行星减速器+滚柱丝杠”的方案。小鹏在机器人领域已有多年的布局。2020 年收购四足机器人公司鹏行智能；2024 年 11 月发布 IRON。何小鹏将机器人分为 L1-L5 五个等级，当前行业整体处于 L2 阶段，小鹏目标到 2026 年实现 L3 级机器人的量产，将智驾的感知算法以及智能座舱的语音交互功能迁移到机器人身上，未来将应用于小鹏汽车工厂的制造环节。

本周涨幅靠前的板块以制造业为主，市场向关税缓和的方向交易

本周涨幅靠前的板块以制造业为主，市场向关税缓和的方向交易。本周汽车、电力设备、机械领涨中信一级行业，分别周涨幅达 4.98%/3.09%/2.50%。主要源于人形机器人本周催化较多，叠加关税缓和利好出口占比较多的板块。食品饮料、消费者服务、房地产等偏内需的板块领跌。

受益标的

固态电池相关厂商。受益标的冠盛股份（投建半固态磷酸铁锂电池）、纳科诺尔（干法电极设备）、长阳科技

（隔膜）、厦钨新能（固态电解质）等；小鹏汽车零部件&机器人相关厂商。受益标的禾川科技、美湖股份、凯众股份等。

风险提示：机器人商业化不及预期；固态电池进展不及预期；宏观经济波动的风险。

【地产建筑】政治局会议表态持续巩固房地产市场稳定态势——行业点评报告-20250427

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002 | 胡耀文（分析师）证书编号：S0790524070001 | 杜致远（联系人）证书编号：S0790124070064

事件：中共中央政治局召开会议，提出持续巩固房地产市场稳定态势

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，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。

政策调整成效显著，持续推动市场止跌回稳

本次中央政治局会议涉及房地产表述与2024年年末召开的中央经济工作会议和2025年两会政府工作报告“持续用力推动房地产市场止跌回稳”的表述相比，此次会议对房地产市场的表述变为“持续巩固房地产市场稳定态势”，反映2024年四季度以来，稳楼市各项政策显效，房地产市场持续向着止跌回稳的方向迈进。

基本面修复仍存修复空间，后续宽松政策值得期待

国家统计局数据显示，2025年3月份，70城商品住宅销售价格环比上涨城市个数增加；一线城市商品住宅销售价格环比上涨，二三线城市销售价格环比总体降幅收窄；各线城市同比降幅均继续收窄，一线城市新建商品住宅销售价格环比上涨0.1%，涨幅环比持平。其中，上海和深圳分别上涨0.7%和0.1%，北京和广州分别下降0.2%和0.1%。二手住宅销售价格环比由下降0.1%转为上涨0.2%。其中，北京、上海、深圳分别上涨0.5%、0.4%和0.3%，广州下降0.2%。全国商品房销售面积和金额分别同比-0.9%和-1.6%，单月销售数据降幅有所收窄。从全国房地产基本运行数据来看，止跌回稳趋势初步显现，房地产基本面修复仍存修复空间，政治局会议定调“持续巩固房地产市场稳定态势”“持续推动止跌回稳”后，针对后续基本面持续修复政策，仍然值得期待。

投资建议

本次政治局会议对房地产行业的表述“持续巩固房地产市场稳定态势”是对2024年9月至今以来密集地产调节政策成效的肯定，预计后续针对房地产的政策仍将保持积极温和，预计后续将有更多积极的财政及货币政策出台，助力行业稳健发展。推荐标的：（1）布局城市基本面较好、善于把握改善型客户需求的强信用房企：绿城中国、招商蛇口、中国海外发展、建发股份、滨江集团、建发国际集团、中国金茂；（2）住宅与商业地产双轮驱动，同时受益于地产复苏和消费促进政策：华润置地、新城控股、龙湖集团；（3）二手房交易规模和渗透率持续提升，房地产后服务市场前景广阔：贝壳-W、我爱我家。

风险提示：（1）行业销售恢复不及预期，融资改善不及预期，房企资金风险进一步加大。（2）政策放松不及预期。

【煤炭开采】政治局会议传递“稳”字当头，否极泰来重视煤炭配置——行业周报-20250427

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

本周要闻回顾：政治局会议传递“稳”字当头，否极泰来重视煤炭配置

（1）动力煤方面：从价格端来看，本周动力煤港口价格小跌，截至4月25日，秦港Q5500动力煤平仓价为655元/吨，环比下跌8元/吨，跌幅1.21%；CCTD动力煤现货价（Q5500）为665元/吨，环比下跌9元/吨，跌幅1.34%。从供给端来看，国内生产方面，晋陕蒙煤矿开工率整体延续微跌趋势，截至4月20日，晋陕蒙三省442

家煤矿开工率 81%，环比下跌 0.3 个百分点；进口方面，截至 4 月 25 日，进口印尼 3800 大卡华南到岸价为 457 元/吨，较同品种内贸煤价格优势为 -6 元/吨，随着印尼开斋节结束，印尼煤炭供应有望恢复，但考虑到当前印尼煤与国内煤价格仍有倒挂，预计进口量难有明显增长。从库存端来看，截至 4 月 25 日，环渤海港库存 3109.9 万吨，环比下跌 84.9 万吨，跌幅 2.7%，当前库存仍处于近年来相对高位，4 月大秦线检修期间受需求低迷叠加阶段性封航天气影响，环渤海港库存不降反升，当前大秦线检修收官，日均运量预计从检修期的 100 万吨恢复至 120 万吨以上，而电厂尚未开启夏季补库、产地开工率虽连续几周小幅下行但幅度有限，且临近五一假期市场交易活跃度或有下降，预计短期内港口库存仍以高位去库状态运行。从需求端来看，截至 4 月 24 日，沿海八省电厂日耗合计 181.8 万吨，环比上涨 4.4 万吨，涨幅 2.48%，国内水泥开工率 49.04%，环比下跌 1.82pct，国内甲醇开工率 80.4%，环比上涨 0.2pct，4 月仍处于非电需求旺季，一定程度上支撑动力煤需求。(2) 炼焦煤方面：从价格端来看，本周焦煤港口价格持平，截至 4 月 25 日，京唐港主焦煤报价 1380 元/吨。从需求端来看，截至 4 月 25 日，国内主要钢厂盈利率 57.6%，周环比+2.6pct，国内主要钢厂铁水日均产量 244.4 万吨，周环比上涨 4.4 万吨，涨幅 1.82%，自 2024 年 12 月以来下游钢厂盈利率整体持续回升，本周铁水日均产量亦再创新年内新高，支撑焦煤需求；本周山西、陕西、邢台市场焦炭价格计划提涨，其中湿熄焦上调 50 元/吨、干熄焦上调 55 元/吨，亦有望进一步支撑焦煤价格。从政策端来看，本周召开中央政治局会议，提出“要着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期”，强调要用好用足更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，同时继续沿用了“适时降准降息”表述，地产政策方面则提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、优化存量商品房收购政策等，此外会议强调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，表明政策还留有“后手”；根据财政部安排，2025 年超长期特别国债总计 1.3 万亿元，规模较 2024 年增加了 3000 亿元，发行时间为 4 月至 10 月，较 2024 年提前近 1 个月，其中 8000 亿元用于更大力度支持“两重”项目，5000 亿元用于加力扩围实施“两新”政策，预计后期基建投资增速将逐步提升，进一步支撑非电需求。

投资逻辑：煤炭黄金时代 2.0，煤炭核心价值资产有望再起

煤炭股稳健红利投资逻辑：当前国内经济运行偏弱，海外面临特朗普上台之后关税政策打压，美国处于降息周期且国内利率也进入下行通道，煤炭稳健红利仍可配置，此外保险资金已在 24 年 11 月底完成考核，当前已开始新的布局期，煤炭等红利板块且国资背景风险小，或成为险资布局的首选方向。煤炭股周期弹性投资逻辑：3 月两会召开之后，无论动力煤还是炼焦煤价格均处于低位，随着供需基本面的持续改善，两类煤种有望企稳反弹，其中动力煤存在区间内弹性而炼焦煤是完全弹性；当前宏观政策已表现力度很大，市场更期待政策落地后反映在需求上的真实效果，2025 年“两会”之后，政策方案落实以及开春施工季的来临，煤炭的需求和价格均有望体现出向上趋势，煤炭股周期属性将显现。煤炭板块有望迎来重新布局的起点：一是宏观政策利多和资本市场支持力度。2024 年 9 月 24 日以来，高层持续出台稳增长政策，降准降息，且加大房地产的支持政策，力度和密集程度高于以往，且强化对资本市场的重视和政策支持；二是高分红且多分红已成趋势。2024 年以来多家上市煤企公告中期分红方案（兖矿能源/陕西煤业/电投能源/冀中能源/上海能源/中煤能源/辽宁能源），凸显 2024 年市值管理改革对央企国企分红政策的促进作用；煤炭板块作为国资重地，积极响应政策号召，且有从央企向地方国企推开之势，未来分红比例及频次均有望持续提升，煤炭板块高分红高股息投资价值更加凸显。三是产业资本入局预示行情底部来临。2024 年下半年来，广汇能源、兖矿能源、平煤股份、淮北矿业等相继披露股东增持和上市公司回购方案，或预示产业资本认可当前为板块价值底部，且增持成本显著低于一级市场购买或二级资产注入，复盘历史股东增持后市场表现，后续股价上行概率或明显提高。四主线精选煤炭个股将受益：主线一，红利逻辑：【中国神华、陕西煤业、中煤能源（分红潜力）】；主线二，周期逻辑：【平煤股份、淮北矿业】；主线三，多元化铝弹性：【神火股份、电投能源】；主线四，成长逻辑：【广汇能源、新集能源】。

风险提示：经济增速下行风险，供需错配风险，可再生能源加速替代风险。

【地产建筑】新房成交面积环比增长，持续巩固房地产市场稳定态势——行业周报-20250427

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002 | 胡耀文（分析师）证书编号：S0790524070001 | 杜致远（联系人）
证书编号：S0790124070064

核心观点：新房成交面积环比增长，持续巩固房地产市场稳定态势

本周我们跟踪的 68 城新房成交环比增长，同比下降，20 城二手房成交面积环比下降，同比增长。土地成交面积同比下降，溢价率环比下降。国内信用债发行规模环比增长。本周中央政治局召开会议，对房地产行业提出“要持续用力防范化解重点领域风险。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”。杭州公积金发布公众号披露杭州住房公积金管理委员会关于优化完善住房公积金提取若干政策的通知，大力支持缴存职工购买保障性住房。2025 年前三月销售初步企稳，在更加积极的财政政策、适度宽松的货币政策下，存量收储及城中村改造工作有望加速推进，改善现有住房供求关系，加快止跌回稳进程，维持行业“看好”评级。

防范化解房地产领域风险，杭州完善公积金购房政策

中央层面：中央政治局：中央政治局召开会议，对房地产行业提出“要持续用力防范化解重点领域风险。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”。

地方层面：杭州：杭州公积金发布公众号披露杭州住房公积金管理委员会关于优化完善住房公积金提取若干政策的通知，大力支持缴存职工购买保障性住房。

市场端：土地成交面积同比下降，土地成交溢价率下降

销售端：根据房管局数据，2025 年第 17 周，全国 68 城商品住宅成交面积 212 万平米，同比下降 23%，环比增加 14%；从累计数值看，年初至今 68 城成交面积达 3957 万平米，累计同比下降 4%。2025 年第 17 周，全国 20 城二手房成交面积为 233 万平米，同比增速+6%，前值+5%；年初至今累计成交面积 3355 万平米，同比增速+18%，前值+19%。

投资端：2025 年第 17 周，全国 100 大中城市推出土地规划建筑面积 1915 万平方米，成交土地规划建筑面积 1314 万平方米，同比下降 31%，成交溢价率为 4.3%。

南京：南京迎来多宗地块出让，其中住宅用地共 8 宗，地块位置涉及秦淮区、雨花台区和浦口区，8 宗宅地总出让面积 309050.5 m²，总规划建筑面积 599043.8 m²，总起始价 83.83 亿元。最终 8 宗宅地全部成交，共收金 84.57 亿元。

融资端：国内信用债发行规模同比减少

2025 年第 17 周，信用债发行 116.5 亿元，同比减少 29%，环比增加 21%，平均加权利率 2.52%，环比减少 23BP。信用债累计发行规模 1337.6 亿元，同比减少 24%。

风险提示：市场信心恢复不及预期，政策影响不及预期。

【农林牧渔】2025Q1 农业板块公募重仓持股占比下降，中宠股份获逆势增持——行业周报-20250427

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001 | 王高展（联系人）证书编号：S0790123060055 | 朱本伦（联系人）证书编号：S0790124060020

周观察：2025Q1 农业板块公募重仓持股占比下降，中宠股份获逆势增持

2025Q1 农业板块公募重仓持股环比下降，受中美关税升级催化，2025Q2 农业板块公募重仓持股或环比提升。2023Q4 以来农业板块公募重仓持股环比持续下降，2025Q1 农业板块总流通市值降至 12367 亿元，环比-0.40%，占 A 股流通市值比重降至 1.69%，环比-0.03pct。从公募重仓持股看，2025Q1 农业板块重仓持股市值占公募股票投资总市值 0.40%（环比-0.03pct，自 2023Q4 高点-0.44pct）。2024 年 3 月末以来中美互加关税加码升级，农业板

块避险属性凸显投资逻辑增强，预计 2025Q2 农业板块公募重仓持股或环比提升。

细分板块看，2025Q1 养殖细分板块公募重仓持股同比下降明显，其他子板块持股占比相对稳定。2025Q1 农业细分板块中养殖/饲料/种植/动保/农产品加工公募重仓持股占比分别为 0.19%、0.17%、0.03%、0.01%、0.003%，分别同比-0.31%、-0.01%、-0.03%、-0.01%、0.00pct，因持仓占比绝对点位已处低水平，故各农业细分板块持仓占比环比均微降。受猪周期影响，养殖板块因投资逻辑弱化而公募重仓持股占比同比下降明显，其他子板块同比下降较小。

个股看，海大集团等饲料及养殖龙头持仓市值居前，中宠股份增持市值居前。2025Q1 农业板块公募持仓市值排名，海大集团、温氏股份、牧原股份、中宠股份、乖宝宠物公募基金持仓市值居前，分别为 82.5、62.3、48.3、10.7、10.4 亿元，季度环比-3%、-6%、-13%、+532%、-7%。增仓市值排名中，中宠股份获公募大幅增持，季度环比增持 9 亿元，远高于其他农业标的。

周观点：生猪板块低位配置价值显现，宠物板块国货崛起逻辑持续强化

盈利修复向上叠加消费复苏提振，生猪板块低位配置价值显现。推荐：牧原股份、温氏股份、巨星农牧、华统股份、天康生物等。

饲料板块国内市场受益禽畜后周期，海外强劲需求支撑价格。推荐：海大集团、新希望等。

消费升级叠加关税壁垒，宠物板块国货崛起逻辑持续强化。国内宠物主消费态度趋于理性化，单宠消费投入持续升级，叠加宠物食品进出口关税壁垒加剧，国货崛起逻辑持续强化。推荐：乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份。

本周市场表现（4.21-4.25）：农业跑输大盘 0.72 个百分点

本周上证指数上涨 0.56%，农业指数下跌 0.16%，跑输大盘 0.72 个百分点。子板块来看，宠物食品板块领涨。个股来看，中宠股份（+15.47%）、乖宝宠物（+15.30%）、瑞普生物（+15.01%）领涨。

本周价格跟踪（4.21-4.25）：本周牛肉、鲈鱼等农产品价格环比上涨

生猪养殖：4 月 25 日全国外三元生猪均价为 14.95 元/kg，较上周下跌 0.02 元/kg；仔猪均价为 36.96 元/kg，较上周下跌 0.15 元/kg；白条肉均价 19.31 元/kg，较上周上涨 0.05 元/kg。4 月 25 日猪料比价为 4.46:1。自繁自养头均利润 100.16 元/头，外购仔猪头均利润 53.62 元/头。

风险提示：宏观经济下行，消费持续低迷，动物疫病不确定性等。

【建材】政治局会议巩固地产稳定态势，关注建材投资机会——行业周报-20250427

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

政治局会议巩固地产稳定态势，关注建材投资机会

4 月 25 日，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，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。会议并指出，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。4 月 23 日，郑州住房公积金管理中心发布《郑州住房公积金管理中心关于调整住房公积金个人住房贷款借款人年龄上限的通知（征求意见稿）》，其中提出上调住房公积金个贷借款人年龄上限，贷款到期时间男性可延长到 68 岁、女性可延长到 63 岁，或延长到借款人法定退休年龄后 5 年。OptimusGen3 或将陆续在丝杆部件及外壳覆盖件“以塑代钢”，PEEK 材料具有耐高温、轻量化、且散热强的性质，有望陆续代替金属覆盖件。消费建材板块推荐：三棵树（渠道下沉，零售扩张）、东方雨虹（防水龙头，经营结构优化）、伟星新材（经营优质，零售业务占比高）、坚朗五金；受益标的：北新建材（石膏板龙头，多元化扩张涂料、防水板块业务）等。国家发展改革委等部门印发《水泥行业节能降碳专项行动计划》要求到 2025 年底，水泥熟料产能控制在 18 亿吨左右，能效标杆水平以上产能占比达到 30%，能效基准

水平以下产能完成技术改造或淘汰，水泥熟料单位产品综合能耗比 2020 年降低 3.7%，预计会加快节能降碳与能用设备的迭代更新。水泥板块受益标的：海螺水泥、华新水泥、上峰水泥等。“对等关税”有望利好在海外有生产基地的玻纤龙头择时提价，进而巩固玻纤盈利优势。LowDk 电子布相关产业链关注度升温，产品主要应用于 5G 通信、人工智能（AI）、IC 封装、智能手机、高速数据中心、航空航天等领域。玻纤板块推荐：中国巨石；受益标的：中材科技、长海股份、国际复材等。“一致性评价+集采”政策促进中硼硅药用渗透率加速提升，药用玻璃板块推荐：力诺药包、山东药玻。

本周（2025 年 4 月 21 日至 4 月 25 日）建筑材料指数上涨 0.22%，沪深 300 指数上涨 0.38%，建筑材料指数跑输沪深 300 指数 0.16pct。近三个月来，沪深 300 指数下跌 1.20%，建筑材料指数上涨 3.00%，建材板块跑赢沪深 300 指数 4.19pct。近一年来，沪深 300 指数上涨 5.66%，建筑材料指数上涨 2.03%，建材板块跑输沪深 300 指数 3.63pct。

板块数据跟踪

水泥：截至 4 月 25 日，全国 P.O42.5 散装水泥平均价为 332.84 元/吨，环比下跌 0.03%；水泥-煤炭价差为 241.84 元/吨，环比上涨 0.23%；全国熟料库容比 63.80%，环比上升 2.46pct。

玻璃：截至 4 月 25 日，全国浮法玻璃现货均价为 1331.00 元/吨，环比持平；光伏玻璃均价为 139.06 元/重量箱，环比持平。浮法玻璃-纯碱-石油焦价差为 14.67 元/重量箱，环比上涨 3.56%；浮法玻璃-纯碱-重油价差为 12.19 元/重量箱，环比上涨 8.29%；浮法玻璃-纯碱-天然气价差为 14.27 元/重量箱，环比上涨 1.99%；光伏玻璃-纯碱-天然气价差为 84.64 元/重量箱，环比上涨 0.17%。

玻璃纤维：无碱 2400tex 直接纱报 3800-4500 元/吨(个别厂报价较高)，无碱 2400texSMC 纱报 4800-5400 元/吨，无碱 2400tex 喷射纱报 5600-6700 元/吨，无碱 2400tex 毡用合股纱报 4700-5400 元/吨，无碱 2400tex 板材纱报 4850-5400 元/吨，无碱 2000tex 热塑直接纱(普通级)报 4200-4500 元/吨。不同区域价格或有差异，实际成交存灵活空间。

消费建材：截至 2025 年 4 月 25 日，原油价格为 67.33 美元/桶，周环比下跌 1.95%，较 2025 年年初下跌 12.25%，同比下跌 24.46%；沥青价格为 4390 元/吨，周环比下跌 1.13%，较 2025 年年初持平，同比下跌 4.98%；丙烯酸价格为 8000 元/吨，周环比上涨 5.26%，较 2025 年年初上涨 1.27%，同比上涨 32.23%；钛白粉价格为 14300 元/吨，周环比持平，较 2025 年年初持平，同比下跌 11.18%。

风险提示：经济增速下行风险；原材料价格上涨风险；房地产销售回暖进展不及预期风险；国内保交楼进展不及预期；房企流动性风险蔓延压力；基建落地进展不及预期风险。

【化工】铬盐产业链价格持续上行，本周多家维生素 ADE 厂家停报——行业周报-20250427

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 李思佳（联系人）证书编号：S0790123070026

本周行业观点 1：金属铬需求旺盛，推动铬盐产业链价格持续上行

2025 年 2 月 10 日，振华股份发布产品价格调价通知，将金属铬调涨 3000 元/吨。2 月 13 日，振华股份再次发布调价函，将重铬酸钠、重铬酸钾价格上调 500 元/吨，将铬酸酐、氧化铬绿价格上调 1000 元/吨。此后 3 月 13 日及 4 月 18 日，公司金属铬分别再次调涨 2000 元/吨、5000 元/吨。目前，国内铬盐竞争格局稳定，行业集中度较高，下游金属铬及高温合金需求旺盛，供需共振背景下，后续铬盐价格有望继续提涨。【受益标的】振华股份。

本周行业观点 2：本周多家维生素 ADE 厂家停报，推动价格止跌企稳

据百川盈孚资讯，本周维生素 A、维生素 E 厂家集中停报，推动维生素 A 行情止跌企稳、维生素 E 行情止跌小幅反弹。维生素 D3 受厂家提高报价或停报消息推动，贸易渠道出货情况有所好转，前期部分低价有约 3-5 元/公斤的涨幅。【推荐标的】新和成等；【受益标的】安迪苏、花园生物、能特科技、浙江医药、金达威、天新药业、

广济药业、兄弟科技等。

本周行业新闻：桂林蓝宇获颁国产大飞机子午线轮胎 CTSOA 批准书等

【航空轮胎】据中国化工信息周刊报道，4月18日，中国中化旗下桂林蓝宇航空轮胎有限公司正式获得中国民用航空中南地区管理局颁发的国产大飞机子午线轮胎中国民用航空技术标准规定项目批准书（CTSOA）。该规格轮胎为我国自主研制的大飞机配套，是国产民用航空子午胎首次配套国产大型客机，标志着中国在关键航空零部件领域实现自主可控，中国航空轮胎创新达到国际先进水平，为国产大飞机安全飞行提供了有力保障。

推荐及受益标的

推荐标的：【化工龙头白马】万华化学、华鲁恒升、恒力石化、荣盛石化、赛轮轮胎、扬农化工、新和成、龙佰集团、盐湖股份等；【化纤行业】新凤鸣、桐昆股份、华峰化学等；【氟化工】金石资源、巨化股份、三美股份、昊华科技等；【农化&磷化工】兴发集团、利民股份、云天化、亚钾国际、和邦生物等；【硅】合盛硅业、硅宝科技；【纯碱&氯碱】远兴能源、三友化工等；【其他】黑猫股份、振华股份、苏博特、江苏索普等。【新材料】OLED：瑞联新材、莱特光电、奥来德、万润股份、濮阳惠成；胶膜：洁美科技、东材科技、长阳科技；其他：彤程新材、阿科力、松井股份、利安隆、安利股份等。受益标的：【化工龙头白马】卫星化学等；【化纤行业】聚合顺等；【氟化工】东岳集团等；【农化&磷化工】云天化、川恒股份、苏利股份、川发龙蟒、湖北宜化等；【硅】新安股份；【纯碱&氯碱】中盐化工、新疆天业等。【新材料】国瓷材料、圣泉集团、蓝晓科技等。【其他】华锦股份等。

风险提示：油价大幅波动；下游需求疲软；宏观经济下行；其他风险详见倒数第二页标注1。

【医药】关注左侧中药板块的结构性机会——行业周报-20250427

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 巢舒然（联系人）证书编号：S0790123110015 | 石启正（联系人）证书编号：S0790125020004

2025 年中药板块有望迎来相对复苏，关注主线及个股机遇

2020 年疫情以来，中药各细分领域企业业绩面临一定压力，伴随 2022-2023 年疫情逐步进入尾声，整体市场受疫情放开、流感等因素作用需求逐渐复苏，因此为 2024 年带来一定的高基数、渠道库存消化压力，叠加中药材价格波动、消费市场不景气、中药集采降价等宏观因素影响，2024 年经营业绩相对承压。展望 2025 年，高基数、去库存以及一系列宏观扰动影响逐步平缓，行业有望健康发展、景气度持续。

从基本面来看，据康美中国中药材价格指数，2024 年 7 月中下旬以来，中药材价格指数持续回落，2025 年中药企业的毛利率压力有望随之缓解；同时家庭和渠道库存已逐步消化，终端动销有望回暖。从政策面来看，2025 年 3 月国务院办公厅提出《关于提升中药质量促进中医药产业高质量发展的意见》，其中对于“创新研发-配备使用-集采优化”全链条进行支持，其中特别提及优化中药集中采购、招标采购政策，实现优质优价，我们认为这有利于激发创新中药企业研发热情，推动更多疗效好、质量佳的产品上市并快速商业化放量。

我们看好四大投资主线，（1）创新研发路径长坡厚雪，具备较强研发能力的创新中药企业，长期有望受益于创新审批加速、集采优化，推荐标的：方盛制药、悦康药业、天士力、以岭药业等；（2）经营质效优化的国企改革企业，推荐标的：东阿阿胶、江中药业、昆药集团，受益标的：华润三九等；（3）强品牌力+产品相对稀缺，推荐标的：佐力药业、羚锐制药等；（4）困境反转带来估值修复，推荐标的：济川药业等。

4 月第 4 周医药生物上涨 1.16%，医疗研发外包涨幅最大

2025 年 4 月第 4 周汽车、美容护理行业涨幅靠前，食品饮料、房地产跌幅靠前。本周医药生物上涨 1.16%，跑赢沪深 300 指数 0.77pct，在 31 个子行业中排名第 15 位。

本周医疗研发外包板块涨幅最大，上涨 6.34%；原料药板块上涨 4.72%，化学制剂板块上涨 2.34%，其他生物制品板块上涨 1.93%，体外诊断板块上涨 1.52%；疫苗板块跌幅最大，下跌 3.78%，血液制品板块下跌 3.26%，线

下药店板块下跌 2.63%，中药板块下跌 0.5%，医院板块下跌 0.5%。

推荐及受益标的

推荐标的：制药及生物制品：泽璟制药-U、诺诚健华、科伦博泰生物-B、一品红、和黄医药、海思科、艾力斯、艾迪药业、人福医药、恩华药业、京新药业、健康元；中药：东阿阿胶、江中药业、天士力、济川药业、羚锐制药、悦康药业、方盛制药、佐力药业；科研服务：昊帆生物、毕得医药、百普赛斯、皓元医药、海尔生物、奥浦迈、阿拉丁；原料药：普洛药业、健友股份、华海药业、奥锐特、博瑞医药；医疗器械：奥泰生物、安杰思、英科医疗、万孚生物、可孚医疗、圣湘生物、迈瑞医疗、开立医疗、澳华内镜、康拓医疗；CXO：药明康德、药明合联、药明生物、诺泰生物、博腾股份、泓博医药；医疗服务：爱尔眼科、通策医疗、美年健康、海吉亚医疗、锦欣生殖；零售药店：益丰药房。

风险提示：产品研发失败、集采优化不及预期、行业竞争格局恶化

【地产建筑】首单权益型资产支持证券成功发行，发行市场持续活跃——行业周报-20250427

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002 | 胡耀文（分析师）证书编号：S0790524070001 | 杜致远（联系人）证书编号：S0790124070064

首单权益型资产支持证券成功发行，发行市场持续活跃

2025 年第 17 周，中证 REITs（收盘）指数为 858.24，同比上涨 6.62%，环比下跌 0.53%；中证 REITs 全收益指数 1058.94，同比上涨 11.55%，环比下跌 1.43%。本周 REITs 市场交易规模成交量达 6.77 亿份，同比增长 23.32%；成交额达 29.47 亿元，同比增长 39.67%；区间换手率 3.61%，同比下降 18.69%。本周保障房、环保、高速公路、产业园区、仓储物流、能源、消费类 REITs 一周涨跌幅分别为-2.15%、-1.03%、-0.47%、-5.07%、-0.75%、-2.23%、-1.02%；一月涨跌幅分别为+3.44%、-3.32%、-0.98%、-5.53%、-2.27%、-2.45%、+3.03%。我们认为，债券市场利率中枢下行压力下，“资产荒”逻辑有望继续演绎，REITs 作为高分红、中低风险的资产，在政策力度加强以及社保金和养老金入市预期下，有望持续提升配置性价比，板块具备较好的投资机会，维持行业“看好”评级。

南方顺丰物流 REIT 成功上市，首单权益型资产支持证券(ABS)成功发行

顺丰控股股份有限公司（股票代码：002352.SZ, 06936.HK）——旗下基础设施公募 REIT“南方顺丰物流 REIT”（基金代码：180305）正式在深圳证券交易所挂牌上市。中信证券-万国数据 2025 年第 1 期数据中心持有型不动产资产支持专项计划”成功发行，中国数字基础设施领域首单权益型资产支持证券(ABS)的诞生。万国数据 ABS 是国内首单民营主体持有型不动产 ABS，首单 IDC 资产的持有型不动产 ABS 产品，也是首单涉及 VIE 架构的持有型不动产 ABS 产品。

一周行情：保障房 REITs 单周下跌 2.15%，单月累计上涨 3.44%

2025 年第 17 周，中证 REITs（收盘）指数为 858.24，同比上涨 6.62%，环比下跌 0.53%，2024 年年初至今累计上涨 13.46%，同期沪深 300 指数累计上涨 10.37%，累计超额收益+3.09%；中证 REITs 全收益指数 1058.94，同比上涨 11.55%，环比下跌 1.43%，2024 年年初至今累计上涨 22.88%，同期沪深 300 指数累计上涨 10.37%，累计超额收益+12.51%。本周保障房、环保、高速公路、产业园区、仓储物流、能源、消费类 REITs 一周涨跌幅分别为-2.15%、-1.03%、-0.47%、-5.07%、-0.75%、-2.23%、-1.02%；一月涨跌幅分别为+3.44%、-3.32%、-0.98%、-5.53%、-2.27%、-2.45%、+3.03%。

一级跟踪：13 只 REITs 基金等待上市，发行市场持续活跃

2025 年第 17 周，共有 13 只 REITs 基金等待上市，本周中金亦庄产业园封闭式基础设施证券投资基金首发申请已通过，华夏凯德商业资产封闭式基础设施证券投资基金首发申请已受理，发行市场保持活跃。

风险提示：(1) 公募 REITs 价格变动及运营风险；(2) 调控政策超预期变化，行业波动加剧；(3) 各类别资金入市进度不及预期；(4) 项目长期分派率不及预期。

【非银金融】关注 1 季报超预期标的，万能险新规利于改善利差损——行业周报-20250427

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 卢崑（分析师）证书编号：S0790524040002

周观点：关注 1 季报超预期标的，万能险新规利于改善利差损

4 月 25 日中央政治局会议召开，会议强调：用好用足更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策；适时降准降息，保持流动性充裕，加力支持实体经济；持续稳定和活跃资本市场。政策延续稳经济、稳股市表态。本周进入 1 季报密集披露期，关注 1 季报超预期标的投资机会。江苏金租 2025 年 1 季度营收和拨备前利润均实现 20% 的增速，增速超预期，同时 2024 年公司分红率提升 0.6pct 至 53.1%，当前股息率 5.2%，业绩稳健增长(2024 年和 2025 年 1 季度归母净利润分别+11%/+8%)且资产质量稳健，继续推荐。同时看好低估值、1 季报高景气的传统券商和香港交易所。

券商：受益于交易量同比增长，金融科技标的 1 季报业绩增长较好

(1) 本周日均股基成交额 1.38 万亿，环比+2%，本周新成立股+混基金规模 102.3 亿份，环比+48%。(2) 本周部分金融科技标的披露 2025 年 1 季报，受益于 1 季度股市交易量同比明显改善，金融科技标的业绩增长明显，2025 年 Q1 归母净利润和同比增速：同花顺 1.2 亿，同比+16%；东方财富 27.2 亿，同比+39%；指南针 1.4 亿，同比+726%，从扣非业绩角度看，金融科技标的业绩增速符合我们预期。(3) 券商板块估值和机构持仓位于低位，宏观层面稳经济稳股市举措延续，叠加传统券商一季报业绩超预期，继续看好券商板块机会。三条选股主线：业绩弹性突出的零售优势券商、金融科技和并购主线。

保险：市场波动拖累险企 1 季度净利润，严监管万能险利于降低负债成本

(1) 本周部分险企披露 1 季报，受 1 季度资本市场尤其是债券市场下跌对投资收益的拖累，两家上市险企归母净利润同比有所下降；不回溯(非可比)口径或更能体现预定利率和投资收益率假设下调对 NBV 和价值率的影响，不回溯口径下，中国平安 NBV 同比持平，中国太保 NBV 同比+11.3%，整体符合我们预期。(2) 为从严监管万能险，金监总局 4 月 25 日印发《关于加强万能型人身保险监管有关事项的通知》，核心要点：A.可以对万能险最低保证利率设置保证期间，保证期满后合理调整最低保证利率；B.引导险企拉长万能险保障期限，万能险的保险期限不得低于五年；C.需结合当期投资收益率和特别储备情况审慎确定结算利率；D.强化资金运用监管和销售管理要求。上述文件 2025 年 5 月 1 日起实施，对不符合文件要求的存量业务，给予一年过渡期。预计“调整保证利率”的权利主要赋予新单，存量保单不受影响，进一步严监管万能险利于降低险企利差损风险，使万能险负债成本浮动效果更加明显。(3) 关注险企一季报，NBV 增速或降档，关注资本市场波动对险企净资产和净利润的影响。

推荐及受益标的组合

推荐标的组合：江苏金租，中国财险，香港交易所；指南针，东方财富，财通证券；中国人寿，中国太保。

受益标的组合：国信证券，九方智投控股，中国银河，招商证券，同花顺，新华保险。

风险提示：资本市场波动对投资收益带来波动风险；保险负债端不及预期。

【商贸零售】年报一季报陆续披露，关注高景气板块优质公司——行业周报-20250427

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 陈思（联系人）证书编号：S0790124070031

年报一季报陆续披露，关注高景气板块优质公司

上市公司陆续披露 2024 年报及 2025 年一季报，我们选取各板块代表性上市公司进行梳理分析。(1) 零售：

情绪消费趋势崛起，优秀零售企业积极变革探索，通过转型品质零售、跨界潮玩经济、联名时尚 IP 等方式进行转型，长期有望迎来经营业绩修复和估值重塑。(2) 化妆品：行业表现持续分化，国货崛起旋律不变，重组胶原蛋白、婴童护理等细分赛道景气度持续，珀莱雅、润本股份、丸美生物等年报一季报均有不错表现，短期需跟踪 618 大促前夕品牌推新节奏及营销蓄水情况，长期建议关注深耕高景气细分赛道且综合实力不断迭代的品牌方。(3) 医美：2025 年一季度我们预计终端机构受高基数和环境影响表观经营有所承压，但锦波生物等差异化上游厂商表现依旧强势，建议关注重组胶原蛋白、再生类等差异化品类。开年来内需政策持续加码释放积极信号，顺周期复苏态势明显；微观层面谷子潮玩经济、品质折扣零售、宠物经济等的火热，表明悦己消费和情绪消费趋势凸显。展望后续，零售板块部分优质公司有望迎来新消费需求，实现持续稳健的增长，或迎来经营层面的转机。

行业关键词：资生堂、欧莱雅、重百调改、智慧供应链、胖东来等

【资生堂】资生堂官宣新品牌 RQPYOLOGY 律曜。

【欧莱雅】欧莱雅关联基金首投中国底妆品牌。

【重百调改】未来 3 年重百新世纪 50 家商场将调改。

【智慧供应链】汇通达网络发布智慧供应链平台。

【胖东来】胖东来创始人于东来称 2025 年自有品牌销售额将达 60 亿元。

板块行情回顾

本周（4 月 21 日-4 月 25 日），商贸零售指数报收 2127.02 点，上涨 0.07%，跑输上证综指（本周上涨 0.56%）0.49 个百分点，板块表现在 31 个一级行业中位居第 24 位。零售各细分板块中，本周超市板块涨幅最大，2025 年年初至今钟表珠宝板块领跑。个股方面，本周步步高（+61.1%）、东方创业（+18.1%）、ST 通葡（+17.6%）涨幅靠前。

投资建议：关注消费复苏主线下的高景气赛道优质公司

投资主线一（传统零售）：关注顺应消费趋势积极变革探索，把握流量回归机会的线下零售龙头，重点推荐永辉超市、爱婴室等，受益标的重庆百货等；

投资主线二（黄金珠宝）：关注具备差异化产品力和消费者理解洞察力的黄金珠宝龙头品牌，重点推荐老铺黄金、潮宏基、周大生等；

投资主线三（化妆品）：关注深耕高景气细分赛道、综合能力不断迭代的国货美妆品牌，重点推荐毛戈平、上美股份、珀莱雅、巨子生物等；

投资主线四（医美）：关注受益医美消费恢复、盈利能力具备更强确定性的上游差异化医美产品厂商，重点推荐爱美客、科笛等，受益标的锦波生物等。

风险提示：消费恢复不及预期、行业竞争加剧、政策风险等。_x000c_x000c_

【电子】半导体行业月度点评：下游回暖，景气度改善可期——行业点评报告-20250427

陈蓉芳（分析师）证书编号：S0790524120002 | 陈瑜熙（分析师）证书编号：S0790525020003

行情回顾：关税博弈下全球半导体指数承压，国内受益自主可控相对坚韧

受关税政策的影响，本月（截至 4 月 24 日）全球半导体指数均出现不同程度的下滑，全球半导体指数涨跌幅分别为半导体指数（-1.3%）、费半（-1.5%）、台湾半导体指数（-5.3%）、日经半导体指数（-6.8%），同期沪深 300 指数跌 2.6%。国内半导体行业受益自主可控或迎来增量空间，走势相对更具韧性。从国内半导体行业细分板块来看：本月（截至 4 月 24 日）指数涨跌幅分别为模拟芯片设计（6.8%）、半导体设备（2.4%）、分立器件（-3.1%）、

数字芯片设计 (-3.2%)、半导体材料 (-4.0%)、集成电路封测 (-7.4%)。模拟及设备自主可控受益明显的细分方向走势相对更强。

台股跟踪：3月代工&数字景气度延续，模拟&存储景气度复苏可期

从台股3月营收进行跟踪，各细分板块景气度结构性分化。(1) 代工：延续高景气，台积电在AI加持下，营收同比+42%领跑行业，联电、世界先进及力积电分别实现6%/24%/3%的同比稳健增长；(2) 封测：呈现结构性增长，日月光与京元电子受益于先进封装需求分别实现12%/22%的同比增长，而力成因存储客户去库存拖累营收同比下滑15%，公司预计一季度为业绩低点；(3) 存储：板块出现环比改善但同比仍承压，旺宏/华邦/南亚科3月营收环比增长约20%，但同比仅旺宏实现+7%正增长，南亚科与华邦仍处于同比收缩区间；展望未来，TrendForce预计2025年二季度nand将涨价NANDFlashWafer合约价将上涨10-15%，DRAM供应商也同步将DRAM现货价格上调8-10%；(4) 数字：延续2024年以来的上升趋势，联发科/瑞昱/达发分别录得15%/38%/36%的同比高增，或主要受益于AI应用/消费电子补库；(5) 模拟&数模混合：新唐科技营收同比持平，矽力杰仅实现7%的弱增长，不过据TI1Q2025法说会，工业市场已经迎来复苏，同时库存比较紧张，我们认为模拟行业的底部或已出现；(6) 硅片：代工高景气带动硅片产业继续复苏，环球晶圆3月同比增长3%，环比增长2%。

下游跟踪：2025Q1政策与创新驱动下，下游呈现结构性增长分化

(1) 消费电子：政策驱动温和复苏。2025一季度全球智能手机出货3.05亿部(+1.5%)；国内受益国补销量7160万部(+3.3%)，增速超全球平均。PC方面，据CounterPoint，2025Q1PC出货同比增长6.7%，达到6140万台，增长主要受PC厂商赶在美国加征关税前加速出货。(2) 汽车：增长稳健，新能源车出货占比超4成：一季度我国汽车销量为747万辆，同比+14.5%，新能源车销量为307.5万辆，同比+47.1%，汽车行业开局运行良好。(3) 服务器：AI需求持续。从信骅营收跟踪服务器市场，信骅三月营收达7.55亿元，月增23.93%，年增110.27%，受益于AI服务器拉货，收入创单月新高。(4) 工业：底部反转，库存紧张。据TIFY2025Q1业绩会，工业市场在连续7个季度环比下滑后首次实现了高个位数百分比的增长，此外，TI还表示工业市场周期已经触底，开始迎来“真正的复苏”，客户库存同样非常紧张。

受益标的：(1) 存储模组：江波龙、佰维存储、德明利、香农芯创；(2) 光刻机产业链：张江高科、福晶科技、茂莱光学、汇成真空、永新光学、炬光科技；(3) 汽车芯片：兆易创新、地平线机器人、圣邦股份、北京君正、纳芯微、国芯科技、裕太微、雅创电子。

风险提示：终端需求不及预期；半导体国产替代进程不及预期；行业竞争加剧等。

【食品饮料】基金持仓更加集中，零食板块表现较好——行业周报-20250427

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 张思敏（联系人）证书编号：S0790123070080

核心观点：3月社零增速环比回升，释放消费政策预期加强

4月21日-4月25日，食品饮料指数跌幅为1.4%，一级子行业排名第28，跑输沪深300约1.7pct，子行业中零食(+4.5%)、软饮料(+2.2%)、其他酒类(+0.1%)表现相对领先。本周基金一季报持仓情况公布，从基金重仓持股情况来看(Wind中全部市场基金，一级子行业)，2025Q1食品饮料配置比例由2024Q4的10.6%回落至9.8%水平，环比回落0.8pct，处于2020年以来新低位置。我们选取主动权益基金(普通股票、偏股混合、灵活配置三类基金)，从基金重仓持股情况来看，2025Q1食品饮料配置比例为8.1%，和2024Q4的8.3%相比，下降0.2pct，说明一季度主动权益基金仍减少食品饮料配置。我们从主动权益基金持仓口径分析，从子行业分解来看，基金重仓白酒比例由2024Q4的6.46%回升至2025Q1的6.57%水平，环比回升0.11pct。如果观察全市场基金口径，基金重仓白酒比例由2024Q4的9.0%回落到2025Q1的8.5%。两者配置情况出现背离，主动权益基金加配白酒，而被动基金在减仓白酒。从基金加仓的情况分析，今世缘、泸州老窖、山西汾酒被基金一致增持较多，整体来看一季度白酒持仓更加集中。

本周中共中央政治局会议召开，会议指出，要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

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

增长的拉动作用。本次会议延续的此前基调，我们对于消费政策释放的预期更加坚定，对消费板块后续呈乐观态度。当前多数上市公司披露一季报，从已公布的情况来看，白酒、调味品、速冻食品等一季度业绩普遍仍有压力，一方面来自于同期的高基数效应，另一方面也体现出当前弱复苏的消费环境。一季度相对表现较好的是具备单品逻辑的零食板块，如盐津铺子抓住魔芋品类的红利期，叠加全渠道拓展，2025Q1 实现收入 25.7% 的高增长。有友食品的脱骨鸭掌贡献一季度主要收入增量，山姆会员店的素食品类也已推出，预计全年有望持续高增。西麦食品的复合燕麦持续领跑，积极拥抱新零售渠道，一季度收入与利润均有较快增长。我们判断全年节奏应是前低后高，一季度可能是多数公司的业绩增速低点，后续多数公司业绩应是逐季向好。而零食板块全年仍可保持较高成长性，建议积极关注。

推荐组合：山西汾酒、贵州茅台、甘源食品、西麦食品

(1) 山西汾酒：汾酒短期面临需求压力，但中期成长确定性较高。汾牌产品结构升级同时杏花村、竹叶青同时发力，全国化进程加快。(2) 贵州茅台：公司将深化改革进程，以更加务实的姿态，强调未来可持续发展。公司分红率提升，此轮周期后茅台可看得更为长远。(3) 甘源食品：公司持续保持营收稳定增长，出海战略初见成效，看好公司出海战略下的中长期发展。(4) 西麦食品：燕麦主业稳健增长，线下基本盘稳固，新渠道开拓快速推进。原材料成本迎来改善，预计盈利能力有望提升。

风险提示：经济下行、食品安全、原料价格波动、消费需求复苏低于预期等。

【电力设备与新能源】低空经济行业周报：（4 月第 4 周）美团获全国首张低空物流全境覆盖 OC，欣旺达与航天飞鹏合作——行业周报-20250427

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001

资金支持+场景开发为低空发展铺路，上海车展多款产品亮相加速商业化落地

政策资金支持：中央层面，4 月 24 日，2025 年超长特别国债发行正式开闸，其中，2000 亿元用于设备更新，低空装备被纳入重点扶持领域，消费级无人机、电动垂直起降飞行器（eVTOL）等有望直接受益。地方层面，4 月 25 日，广州低空经济产业发展有限公司成立，注册资本 3 亿元；4 月 23 日，四川省首只低空经济基金备案落地，重点投向 eVTOL 整机制造；4 月 22 日，吉林省印发《吉林省提振消费专项行动实施方案》，扩大“低空+”应用，开发低空消费项目。**物流场景开发：**4 月 22 日，美团自研第四代无人机近日通过民航局审查，获得了全国首张低空物流全境覆盖运营合格证（简称“OC”）；同日，京东宣布，京东外卖的日订单量成功突破 1000 万单，其中无人机配送为重要助力。**eVTOL 产品：**4 月 23 日，上海车展开幕，共有超过 15 家国内外企业携 eVTOL 产品亮相，包括奇瑞、红旗、小鹏、峰飞航空等，标志着低空经济正从概念加速迈向商业化落地。我们认为，低空经济已经迎来从宏观（国家层面产业规划）到中观（各地地方补贴）再到微观（基建主机招标、应用场景打造）的纵向落地，建议关注低空经济后续板块行情，推荐标的卧龙电驱、绿能慧充，受益标的：（1）低空制造：万丰奥威、宗申动力等；（2）低空基建：莱斯信息、深城交等；（3）低空运营：深圳机场、中信海直、祥源文旅、岭南控股、西域旅游等。

本周板块行情：关税趋缓、风偏回升下板块表现出色

4 月 21 日-4 月 25 日低空经济 A 股相关标的平均涨跌幅为+3.6%，行业核心受益关税预期趋缓下的风险偏好回升，其中涨幅前五标的分别为新晨科技(+37.2%)、万丰奥威(+14.7%)、光洋股份(+13.1%)、星源卓镁(+11.3%)、应流股份(+10.9%)；跌幅前五的标的分别为吉峰科技(-9.7%)、川大智胜(-7.9%)、立航科技(-7.4%)、广电计量(-6.9%)、航宇微(-3.8%)。美股方面，亿航智能上涨+14.2%。

欣旺达与航天飞鹏实现合作，英搏尔为亿航开发的电推进系统实现样机交付

4 月 25 日，在第二十一届上海国际车展上，航天飞鹏与欣旺达动力正式签署战略合作协议，展会上，航天飞鹏 FP-981C “射手座”垂起复合翼无人机系统（eVTOL）搭载欣旺达高性能动力电池精彩亮相，为无人机注入“汽车级”动力基因。4 月 21 日，英搏尔与丰立智能签署了《战略合作协议》，推进 eVTOL 等领域的深度合作，丰立

智能为小鹏汽车开发低空飞行器减速器产品，此外英搏尔为亿航智能开发的新机型的电推进系统已完成样机交付，并为 EH216-S 机型建设了专用的电推进系统产线，同样实现了样机交付。4 月 18 日，吉峰科技发布公告，安徽澜石及其一致行动人分别斥资 5.83 亿元和 2 亿元通过股权交易将控制总股本 19.65% 的表决权，公司实控人变更为安徽澜石的实控人田刚印。

风险提示：产业政策落地速度不及预期，低空应用场景在 C 端普及不及预期。

【计算机】积极把握 AI Agent 投资机遇——行业周报-20250427

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 李海强（分析师）证书编号：S0790524070003

市场回顾：

本周（2025.4.21-2025.4.25），沪深 300 指数上涨 0.38%，计算机指数上涨 0.99%。

周观点：积极把握 AIAgent 投资机遇

中美科技巨头密集布局 MCP 协议，有望加速 AIAgent 场景落地

MCP 由 Anthropic 提出并开源，旨在创建一个开放、标准的规范，让大型语言模型能够快速与各种外部数据源和工具进行交互。此后 OpenAI、Google、阿里、腾讯等巨头宣布支持 MCP，MCP 正加速成为被广泛接受的标准。

MCP 是一种标准协议，用于解决 Agent 开发中调用外部工具的技术成本过高的问题，它用统一的协议的方式让各个应用的开发者为大模型提供 Tool。MCP 底层依然使用了 FunctionCall 的概念，但是它有着更高的工业化程度，激发了协议统一的工具涌现。我们看好 MCP 协议有望显著提升 AIAgent 与外部工具的配置效率，加快 AI 应用场景拓展。

顶层政策支持国产 AI 发展，AIAgent 产品落地加速

4 月 25 日中共中央政治局就加强人工智能发展和监管进行第二十次集体学习。中共中央总书记习近平在主持学习时强调，面对新一代人工智能技术快速演进的新形势，要充分发挥新型举国体制优势，坚持自立自强，突出应用导向，推动我国人工智能朝着有益、安全、公平方向健康有序发展。Manus 破圈，3 月不到一月的时间访问量快速攀升至 2376 万。4 月 18 日，字节官宣扣子空间（CozeSpace）正式开启内测，官方介绍扣子空间是用户和 AIAgent 协同办公的最佳场所，具有精通各项技能的通用实习生，各行各业的“领域专家”。智谱 4 月 14 日在北京证监局办理辅导备案，16 日宣布完成北京市人工智能产业投资基金追加 2 亿元投资。我们看好 2025 年政策、产业、资本共振下的 AIAgent 产业趋势。

投资建议

我们持续坚定看好 2025 年 AIAgent 产业崛起趋势，政策催化下巨头产业落地加速。应用推荐金山办公、科大讯飞、卓易信息、同花顺、中科创达、合合信息、鼎捷数智、拓尔思、金蝶国际、焦点科技、税友股份、上海钢联、致远互联、普元信息等，受益标的包括石基信息、汉得信息、赛意信息、泛微网络、用友网络、每日互动、高伟达、汉王科技、金桥信息、汉仪股份、三六零、万兴科技、润达医疗、彩讯股份、福昕软件、兴图新科等。

算力领域，推荐中科曙光、淳中科技、海光信息、浪潮信息等，受益标的包括寒武纪、紫光股份、工业富联、景嘉微、远东股份等；华为昇腾生态，推荐神州数码、软通动力等，受益标的包括高新发展、广电运通、烽火通信、拓维信息等。

风险提示：产业落地不及预期；市场竞争加剧风险；公司研发不及预期风险等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

¹ 根据新凤鸣 2024 年三季报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团有限责任公司控股孙公司共青城胜帮投资管理有限公司持有新凤鸣 5.43% 的股份。尽管开源证券与共青城胜帮投资管理有限公司分别属于陕西煤业化工集团有限责任公司的控股子公司和孙公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对共青城胜帮投资管理有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与新凤鸣不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn