

晨会纪要

数据日期: 2025-04-18	上证综指	深证成指	沪深300指数	中小板综指	创业板综指	科创50
收盘指数(点)	3276.73	9781.64	3772.52	10755.47	2616.68	1008.59
涨跌幅度(%)	-0.11	0.23	0.00	0.22	-0.03	-0.80
成交金额(亿元)	3803.13	5343.42	1731.09	1872.77	2341.20	167.11

晨会主题

【常规内容】

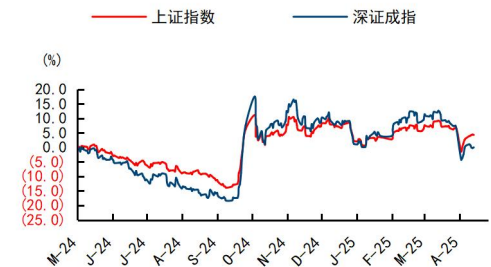
宏观与策略

宏观快评: 2025年3月财政数据快评-收入回正, 支出提速
宏观月报: 宏观经济宏观季报-一季度内需继续回暖, 二季度“以内补外”是关键
宏观周报: 高技术制造业宏观周报-国信周频高技术制造业扩散指数回落
宏观周报: 宏观经济宏观周报-高频指标延续走弱, 房地产景气保持稳定
固定收益快评: 可交换私募债跟踪-私募EB每周跟踪 (20250414-20250418)
固定收益周报: 转债市场周报-转债表现逊于权益, 短期仍以防御为主
固定收益周报: 公募REITs周报(第14期)-超额收益延续, 各板块普涨
固定收益周报: 超长债周报——关税走向不明, 市场横盘震荡
策略专题: 估值周观察(4月第3期)-中美科技股估值差再度收敛
策略快评: AI赋能资产配置追踪(2025.4)-模型提示股市倾向亚太, A股关注农业军工

行业与公司

电新行业周报: 风电产业链周评(4月第3周)-阳江海风项目密集开工, 生铁价格下跌助力零部件盈利修复
电新行业周报: AIDC 电力设备/电网产业链周评(4月第3周)-虚拟电厂定位与发展目标明确, 24-28年全球AI总投资CAGR有望达33%
电新行业周报: 锂电产业链双周评(4月第2期)-动力电池新国标安全要求持续提升, 宁德时代一季度利润快速增长
非银行业专题: 谋而后动-金融机构财报里的配置动向
非银行业专题: 从“类存款”到“多资产”——中国机构配置手册(2025版)之银行理财篇
社服行业专题: 餐饮行业2024年年报总结: 行业供需重构变局之年, 重视供应链与品牌流量价值
通信行业周报 2025年第16周: 中国推进6G国际合作, 华为昇腾新一代芯片规模化商用
海外市场专题: 美股市场速览-大盘持续震荡, 风格与行业分化
海外市场专题: 港股市场速览-大盘震荡修复, 资金流入互联网与金融
农业行业周报: 农产品研究跟踪系列报告(156)-牛肉价格淡季不淡, 生猪价格稳中偏强
普洛药业(000739.SZ) 财报点评: 全年营收增长4.77%, 利润端略有承压
奥浦迈(688293.SH) 财报点评: 产品业务收入同比增长42%, 净利润短期

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

主要市场指数 04月21日

	收盘指数	涨跌幅%
道琼斯	33597.92	0
纳斯达克	10961.46	-0.48
S&P500	3801.78	-0.44
法国CAC40	6000.24	-0.72
德国DAX	14261.19	-0.57
日经225	27574.43	-0.4
恒生	21395.14	1.6

基金指数 04月21日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3238.62	-0.01
股票基金指数	9677.79	0.27
混合基金指数	8988.64	0.18

汇率 04月21日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.13	0.27
美元兑人民币	7.22	-0.13
美元兑港币	7.76	-0.02
美元兑日元	142.18	-0.19

非流通股解禁 04月21日

名称	解禁数量(万股)	流通股增加%	解禁日期
鸿富瀚	3833.55	100.00	2025-04-21
丽臣实业	3072.00	100.00	2025-04-14
星华反光	3856.49	100.00	2025-03-31
匠心家居	6000.00	100.00	2025-03-13
长安汽车	2590.64	45.92	2025-03-05
山水比德	2525.00	100.00	2025-02-13
霍普股份	2880.00	100.00	2025-01-28
浙版传媒	180000.02	100.00	2025-01-23

承压

普洛药业(000739.SZ) 财报点评:原料药业务承压,CDMO 业务彰显韧性
豪鹏科技(001283.SZ) 财报点评:深耕消费电池多年, AI 端侧新产品赋能公司长期发展
平高电气(600312.SH) 财报点评:高压板块表现亮眼,电网投资上行可期
猫眼娱乐(01896.HK) 财报点评:电影大盘疲软及重点影片不佳致 24 年承压,积极进行股东回报
沪电股份(002463.SZ) 财报点评:AI 算力基建进入兑现期,季度业绩大幅环增
华虹半导体(01347.HK) 海外公司财报点评:产能利用率维持高位,关注成熟制程国产化带来的增量空间
华工科技(000988.SZ) 财报点评:2024 年归母净利润同比增长 21%,高速光模块逐步放量
江苏银行(600919.SH) 财报点评:业绩稳中有升,资产质量稳健
春风动力(603129.SH) 财报点评:2025 年一季度利润高增长,全地形车、极核等多元业务持续突破
爱玛科技(603529.SH) 财报点评:2024 年利润率改善,产品、渠道完善有望促进量价齐升
福耀玻璃(600660.SH) 财报点评:归母净利润同比增长 46%,持续推进提质增效
天山铝业(002532.SZ) 财报点评:受益于全产业链优势,冶炼利润充分释放
税友股份(603171.SH) 财报点评:利润逐步恢复,持续构建财税 AIBM 生态
启明星辰(002439.SZ) 财报点评:24 年承压较大,与移动协同打造新增长点

金融工程

金融工程专题报告:海外资管机构月报-3 月美国大盘成长风格基金回撤中位数超 8%,今年以来表现持续落后于价值风格基金
金融工程周报:热点追踪周报-由创新高个股看市场投资热点(第 190 期)
金融工程周报:港股投资周报-低估值板块领涨,港股精选组合年内上涨 12.72%
金融工程周报:主动量化策略周报-红利与微盘领涨,成长稳健组合本年排名主动股基前 11%
金融工程周报:多因子选股周报-成长价值因子共振,三大指增组合本周均跑赢基准
金融工程周报:ETF 周报-上周沪深 300ETF 净申购金额超 320 亿元
金融工程周报:基金周报-全市场 ETF 规模突破 4 万亿,首批 4 只科创综指增强策略 ETF 申报
金融工程日报:沪指缩量调整,6G 概念爆发、银行、地产持续走强

【常规内容】

宏观与策略

◆ 宏观快评:2025 年 3 月财政数据快评-收入回正，支出提速

一般公共预算收入由负转正，支出有所提速。一般公共预算收入 3 月当月同比 0.3%，前值-1.6%。税收收入当月同比-2.2%，高于前值-3.9%；非税收入当月同比 5.9%，前值 11%，增速继续回落。四大税种除个人所得税外增速均提高。主要税种中个人所得税同比-58.5%，一季度累计同比 7.1%，反映收入有所改善；企业所得税同比 16%，较前值（-10.4%）大幅上行，拉动税收 2.3 个百分点，为收入最大拉动项；增值税同比增速由上个月 1.1%提高至 4.9%，拉动税收收入 2.2 个百分点，与经济数据改善一致；消费税同比 9.6%，较前值（0.3%）显著上行，与较好的社零数据相互印证。

支出端，一般公共预算支出 3 月当月同比 5.7%，较前值（3.4%）抬升。结构上，民生支出继续占优，基建支出显著改善。民生类支出同比增速 7.5%，前值 5.4%，仍然表现较好。其中，教育支出同比增长 7.9%，社保就业支出 9%，卫生健康支出同比 4.5%，文体娱乐体育传媒支出增速 2.4%。基建相关支出同比增速 0.5%，前值-5.6%，有明显改善。交通运输支出同比-8.1%，城乡社区事务支出增速 0.6%，农林水事务支出同比 2.5%，环保支出 16.3%。债务付息支出同比 16%。

政府性基金预算，土地收入继续下滑，支出显著回升。3 月政府性基金收入同比降幅-11.7%，前值-10.7%。土地出让收入（-16.5%）拖累加深，较前值（-15.7%）降幅扩大。政府性基金支出同比 27.9%显著提速（前值 1.2%），主要是土地出让收入相关支出大幅回升（5%），其余支出增速较快（66.6%）。

总体来看，3 月财政政策力度指数继续提高。广义支出增速 10.1%，较前值 2.9%显著提高，一季度广义财政支出增速为 5.6%。广义财政收入当月同比增速-1.7%，前值-2.9%，当月进度 6.8%。后续来看，对冲关税政策影响可能需要一定规模的财政扩张，而在此之前势必加速存量政策的落地，关注 4 月底政治局会议定调。

证券分析师：董德志（S0980513100001）

联系人：王奕群

◆ 宏观月报:宏观经济宏观季报-一季度内需继续回暖，二季度“以内补外”是关键

2025 年 4 月 16-17 日国家统计局发布一季度 GDP 相关数据：

- 1、一季度，国内现价 GDP 约为 31.9 万亿元，不变价 GDP 同比增长 5.4%，持平去年四季度的高点；
- 2、一季度，第一、第二、第三产业现价 GDP 分别约为 1.2、11.2、19.5 万亿元，不变价同比分别增长 3.5%、5.9%、5.3%；
- 3、一季度最终消费、资本形成总额、货物和服务净出口对 GDP 当季同比的拉动分别为 2.8、0.5、2.1 个百分点，对 GDP 同比的贡献率分别为 51.9%、9.3%、38.9%。

一季度外需对中国经济的贡献处于高位，二季度或明显走弱。

2020-2024 年，中国最终消费、资本形成总额、净出口对 GDP 同比的拉动平均值分别为 2.7、1.5、0.8 个百分点，合计约为 5.0%。这意味着，只要国内三大需求增速回归过去五年的历史平均水平，则 2025 年国内就能实现 5.0%的经济增速目标。

2025 年一季度最终消费的拉动上升至 2020-2024 年均值上方，资本形成总额低于历史均值，净出口对 GDP 同比的拉动仍然明显高于历史均值。二季度美国加征关税很可能对中国出口带来较大的负面冲击，从而明显拖累二季度国内经济增长。“以内（需）补外（需）”是二季度中国经济增长的主要立足点。服务需求修复将增强二季度“以内补外”效果。

中国政府全面扩大内需举措形成的合力集中体现在国内服务需求复苏上。一方面，服务需求本身是内需的重要组成部分；另一方面，服务需求可以很好地带动就业，从而发挥出较大的乘数效应。

2025 年 1 月以来，国内服务业零售额当月同比持续上升，虽然上升幅度还不是很大，但其持续向上的趋势表明中国服务需求企稳回升的动能较强，中国内循环的力量由此逐渐增强，这无疑有利于扩大二季度“以内补外”的效果。

二季度国内实际 GDP 同比或回落至 5.0% 下方。

在内需增速上升较为平缓而外需回落幅度较大的大背景下，2025 年二季度或呈现全年 GDP 同比增速的阶段性低点，该季度主要经济指标的环比收缩可能达到年度峰值。预计二季度国内实际 GDP 同比回落至 5.0% 下方，CPI 同比维持在零附近。

风险提示：政策刺激力度减弱，海外经济政策不确定性。

证券分析师： 李智能（S0980516060001）、田地（S0980524090003）、董德志（S0980513100001）

◆ 宏观周报:高技术制造业宏观周报-国信周频高技术制造业扩散指数回落

国信周频高技术制造业扩散指数回落。截至 2025 年 4 月 12 日当周，国信周频高技术制造业扩散指数 A 录得-0.6，较上期有所回落；国信周频高技术制造业扩散指数 B 为 51.6，较上期回落。从分项看，丙烯腈、动态随机存储器、六氟磷酸锂价格下降，航空航天、半导体、新能源行业景气度下降；6-氨基青霉烷酸、中关村电子产品价格指数不变，医药、计算机行业景气度不变。

高技术产业跟踪方面：

高技术制造业高频数据跟踪上，6-氨基青霉烷酸价格 280 元/千克，与上周持平；丙烯腈价格 9150 元/吨，较上周下降 50 元/吨；动态随机存储器（DRAM）价格 0.8630 美元，较上周下降 0.002 美元；晶圆（Wafer）价格最新一期报 2.78 美元/片，与上周持平；六氟磷酸锂价格 5.90 万元/吨，较上周下降 0.15 万元/吨；中关村电子产品价格指数：液晶显示器最新一期报 91.04，与上周持平。

高技术制造业政策动向上，4 月 16 日，工信部召开智能网联汽车产品准入及软件在线升级管理工作推进会。会议强调，汽车生产企业要充分开展组合驾驶辅助测试验证，明确系统功能边界和安全响应措施，不得进行夸大和虚假宣传，严格履行告知义务，切实担负起生产一致性和质量安全主体责任，切实提升智能网联汽车产品安全水平。

高技术制造业前沿动态上，4 月 15 日，英伟达向监管机构提交的文档显示，美国政府 14 日通知英伟达，H20 芯片出口中国必须先取得许可，而且这项规定是“未来无限期的”。

风险提示：高技术制造业发展和结构调整带来指标失灵；经济政策和产业政策干预；经济增速下滑。

证券分析师： 邵兴宇（S0980523070001）、董德志（S0980513100001）

◆ 宏观周报:宏观经济宏观周报-高频指标延续走弱，房地产景气保持稳定

主要结论：高频指标延续走弱，房地产景气保持稳定。

经济增长方面，本周（4 月 18 日所在周）国信高频宏观扩散指数 A 维持负值，指数 B 继续回落，走势偏弱。从分项来看，本周投资、消费领域景气均有所回落，房地产领域景气变化不大；从季节性比较来看，春节后 2-3 个月内指数 B 均会季节性上行，平均每周上升 0.17，本周指数 B 标准化后下降 0.43，表现明显弱于历史平均水平，指向国内经济增长动能有所回落。

基于国信高频宏观扩散指数对资产价格进行预测，显示当前国内利率偏低，上证综合指数偏高，从均值回归的角度看，预计下周（2025 年 4 月 25 日所在周）十年期国债利率将上行，上证综合指数将下行。

周度价格高频跟踪方面：

（1）本周食品、非食品价格均下跌。预计 4 月 CPI 食品价格环比约为 0.5%，非食品价格环比约为 0.1%，整体 CPI 环比约为 0.2%，CPI 同比上升至零。

（2）4 月上旬流通领域生产资料价格定基指数继续下跌。预计 4 月 PPI 环比约为-0.5%，PPI 同比回落至-2.8%。

风险提示：海外市场动荡，存在不确定性。

证券分析师： 李智能（S0980516060001）、田地（S0980524090003）、董德志（S0980513100001）

◆ 固定收益快评:可交换私募债跟踪-私募 EB 每周跟踪（20250414-20250418）

我们定期梳理从公开渠道可获得的最新的可交换私募债（私募 EB）项目情况，对私募可交换债项目做基本要素跟踪，私募发行条款发行过程可能有更改，请以最终募集说明书为准，发行进度请与相关主承销商咨询。

本周新增项目信息如下：（部分项目因合规原因未予列示）

1. 深圳华强集团有限公司 2025 年面向专业投资者非公开发行可交换公司债券项目获交易所通过，拟发行规模为 24 亿元，正股为深圳华强（000062.SZ），主承销商为金圆统一证券，交易所更新日期为 2025 年 4 月 17 日；
2. 江苏盛虹科技股份有限公司 2025 年面向专业投资者非公开发行可交换公司债券项目获交易所反馈，拟发行规模为 80 亿元，正股为东方盛虹（000301.SZ），主承销商为华泰联合证券，交易所更新日期为 2025 年 4 月 15 日；
3. 北京和谐恒源科技有限公司 2025 年面向专业投资者非公开发行可交换公司债券项目获交易所反馈，拟发行规模为 8 亿元，正股为四川双马（000935.SZ），主承销商为红塔证券，交易所更新日期为 2025 年 4 月 15 日；
4. 万安集团有限公司 2025 年面向专业投资者非公开发行可交换公司债券项目获交易所反馈，拟发行规模为 6 亿元，正股为万安科技（002590.SZ），主承销商为浙商证券，交易所更新日期为 2025 年 4 月 15 日；

风险提示

项目获批进度不及预期，经济增速下滑。

证券分析师： 王艺熹（S0980522100006）、赵婧（S0980513080004）、董德志（S0980513100001）

联系人： 吴越

◆ 固定收益周报:转债市场周报-转债表现逊于权益，短期仍以防御为主

上周市场焦点（4 月 14 日-4 月 18 日）

股市方面，上周权益市场总体震荡，市场成交量低迷，银行、煤炭等防御类板块、以及有望受益内需相关政策的地产板块涨幅居前，油价回暖下石油石化板块表现也较好，而前周因关税影响涨幅较大的农林牧渔及军工板块调整较多。

债市方面，在超长期国债发行节奏有所前置、3 月经济数据表现较佳、中美贸易摩擦形势依旧焦灼、地产相关传闻等多重因素影响下，上周债市窄幅震荡，10 年期国债利率基本维持在 1.65%附近；周五收于 1.65%，较前周下行 0.75bp。

转债市场方面，上周转债个券多数下跌，中证转债指数全周-0.58%，价格中位数-0.42%，我们计算的转债平价指数全周+0.96%，全市场转股溢价率与上周相比-1.04%。个券层面，中宠转 2（宠物食品）、京源（水处理）、中旗（光刻机概念）、中装转 2（园林建筑）、红墙（环氧丙烷概念）转债涨幅靠前；回盛（生物科技概念）、火炬（已公告强赎）、惠城（废催化剂处理）转债跌幅靠前。

观点及策略（4 月 21 日-4 月 25 日）

上周关税形势依旧焦灼，股市及债市全周基本维持震荡，而转债周内表现不佳，日均成交额仅为前周一半左右，价格中位数小幅回落，且各平价区间转股溢价率均有一定程度压缩，转债跌幅在-0.5%以内的多数个券的正股均收涨。

3 月经济数据表现较好、国常会发声要持续稳定股市等利好下，尽管当前市场交投情绪较为低迷，但股市向下风险不大。转债方面，在权益市场短期无强劲上行动力、而当前转债整体估值并不低的情况下，

仍以结构性机会为主。

考虑到进入4月下旬年报密集披露期、评级调整尚未落地，及中美关税情况不确定性较高，短期仍建议优先布局盈利稳定的红利板块或年报预告预喜公司。此外近期转债预案各阶段及发行速度仍相对较快，可多加关注优质新券机会。对于前期跌幅较大、当前转债价格低于中位数之下有较强价格保护的标的，可关注：（1）国产化比例较低的高科技产品，在美国进口商品失去价格优势，且供应链稳定性下降、部分产品关税反复的情况下，中国供应商迎发展机遇，典型如半导体及相关封测服务、医疗器械等；（2）出口链中对美出口比例较低的产品，如工程机械、两轮车等，或存在一定错杀，后续相关板块有望继续迎来修复；（3）内需主导领域，关注猪养殖、药店、电网设备等内需驱动板块的机会；（4）光伏大盘品种，或因出口比例较高、评级调整担忧、以及个别个券下修未通过等影响，近期光伏转债调整较多，天23、晶能、晶澳、双良转债相继破面，关注后续市场风险偏好修复阶段的相关机会；

风险提示：海外市场动荡，存在不确定性。

证券分析师：王艺熹（S0980522100006）、赵婧（S0980513080004）、董德志（S0980513100001）

联系人：吴越

◆ 固定收益周报：公募REITs周报（第14期）-超额收益延续，各板块普涨

主要结论：本周中证REITs指数表现依然优于市场其他主要指数：中证REITs>沪深300>中证全债>中证转债，REITs全周日均换手率较前一周略有下降，市政设施类REITs交易活跃度最高。全市场各类型REITs普涨，消费、仓储物流、保障房类REITs平均涨幅领先。截至4月18日，公募REITs年化现金分派率均值为5.7%，显著高于当前主流固收资产的静态收益率。当前产权REITs股息率比中证红利股息率均值低266BP，经营权类REITs内部收益率均值与十年期国债收益率利差为259BP。

中证REITs指数周涨跌幅为+1.2%，年初至今涨跌幅为+9.9%。截至2025年4月18日，中证REITs（收盘）指数收盘价为862.8点，整周（2025/4/14-2025/4/18）停止回调，变动幅度为+1.2%，表现强于沪深300指数（0.6%）、中证转债指数（-0.6%）和中证全债指数（0.0%）。年初至今，各类主要指数涨跌幅排序为：中证REITs（+9.9%）>中证转债（+0.9%）>中证全债（+0.3%）>沪深300（-4.1%）。截至2025年4月18日，近一年中证REITs指数回报率为9.2%，波动率为6.9%，回报率高于中证转债指数、沪深300指数和中证全债指数，波动率低于沪深300指数和中证转债指数，高于中证全债指数。REITs总市值在4月18日上升至1881亿元，较上周增加24亿元；全周日均换手率为0.69%，较前一周下降0.07个百分点。

各板块普涨，消费、仓储物流、保障房类REITs平均涨幅领先。截至2025年4月18日，从不同项目属性REITs来看，产权类REITs平均周涨跌幅为1.80%，特许经营权类REITs平均周涨跌幅为0.76%。从不同项目类型REITs来看，各板块表现分化。其中平均涨幅最大的三个项目类型分别为消费基础设施类（3.5%）、仓储物流类（2.1%）和保障性租赁住房类（1.5%）。分具体标的来看，周度涨幅排名前三的三只REITs分别为华安百联消费REIT（+6.64%）、嘉实京东仓储基础设施REIT（+4.89%）、嘉实物美消费REIT（+4.63%）。

市政设施类REITs交易活跃度最高，园区基础设施类REITs成交额占比最高。前者区间日均换手率为1.1%，成交额占REITs总成交额1.1%。后者区间日均换手率为0.8%，成交额占REITs总成交额25.6%。从本周不同REITs产品资金流向来看，主力净流入额前三名分别为华夏华润商业REIT（2755万元）、国泰君安东久新经济REIT（719万元）、华夏北京保障房REIT（667万元）。

风险提示：公开资料数据滞后，二级市场价格波动风险，基础设施项目运营风险，税收等政策调整风险，流动性风险等。

证券分析师：戴丹苗（S0980520040003）、赵婧（S0980513080004）、董德志（S0980513100001）

◆ 固定收益周报：超长债周报——关税走向不明，市场横盘震荡

超长债复盘：上周公布的一季度GDP同比5.4%，显著高于今年5%的目标，3月经济数据显著好转，但是债市关注点仍集中在关税走向，市场处于横盘状态，超长债小幅回调。成交方面，上周超长债交投活跃

度小幅下降，交投比较活跃。利差方面，上周超长债期限利差走阔，品种利差走平。

超长债投资展望：

30 年国债：截至 4 月 18 日，30 年国债和 10 年国债利差为 25BP，处于历史偏低水平。从国内经济数据来看，开年经济不错。一季度 GDP 为 5.4%，显著高于今年全年 5% 的经济目标。通胀方面，3 月 CPI 为 -0.1%，通缩风险依然明显。综合基本面数据，我们认为经济依然处于底部区域，央行货币政策收紧的概率较低。近期全球贸易摩擦加剧，导致全球资本市场大震，进而全球经济下行压力加大，预期短期避险情绪依然较强，债市震荡偏强。不过当前 30 年国债期限利差极低，期限利差保护度有限。

20 年国开债：截至 4 月 18 日，20 年国开债和 20 年国债利差为 2BP，处于历史极低位置。从国内经济数据来看，开年经济不错。一季度 GDP 为 5.4%，显著高于今年全年 5% 的经济目标。通胀方面，3 月 CPI 为 -0.1%，通缩风险依然明显。综合基本面数据，我们认为经济依然处于底部区域，央行货币政策收紧的概率较低。近期全球贸易摩擦加剧，导致全球资本市场大震，进而全球经济下行压力加大，预期短期避险情绪依然较强，债市震荡偏强。不过当前 20 年国开债品种利差极低，品种利差保护度有限。

一级发行：上周超长债发行量较多。和上上周相比，超长债总发行量小幅下降。

成交量：上周超长债交投比较活跃。和上上周相比，上周超长债交投活跃度小幅下降。

收益率：上周公布的一季度 GDP 同比 5.4%，显著高于今年 5% 的目标，3 月经济数据显著好转，但是债市关注点仍集中在关税走向，市场处于横盘状态，超长债小幅回调。

利差分析：上周超长债期限利差走阔，绝对水平偏低。上周超长债品种利差走平，绝对水平偏低。

风险提示：海外市场动荡，全球不确定性上升。

证券分析师： 赵婧（S0980513080004）、季家辉（S0980522010002）、董德志（S0980513100001）

◆ 策略专题：估值周观察（4 月第 3 期）-中美科技股估值差再度收敛

•近一周（2025.4.14-2025.4.18）海外市场指数涨跌互现，美股宽基指数整体下跌估值收缩，亚欧等国的主要市场指数整体上涨，估值顺势扩张。纳斯达克指数、纳斯达克 100、道琼斯工业指数估值收缩幅度较大，PE 分别较 2025 年 4 月 11 日收缩 0.15x、0.27x、0.33x；德国 DAX 指数、印度 SENSEX30 指数估值扩张幅度较大，PE 较 2025 年 4 月 11 日扩张 1.05x、1.00x。分位数方面，除道琼斯工业指数、德国 DAX 指数、香港地区主要指数估值分位数较高外，其他地区主要指数多位于 50% 以下；恒生科技指数 PE、PB、PS 分位数分化较大，PE 位于相对低位。

•A 股核心宽基估值转为扩张，各风格指数估值多数收缩。近一周（2025.4.14-2025.4.18），A 股核心宽基小幅上涨，估值顺势扩张。规模上来看，国证 2000、中证 1000 的 PE、PB、PS 和 PCF 扩张幅度相对较大，其中 PE 扩张幅度分别达 0.34x、0.29x。风格上来看，国证价值、大盘价值估值有所扩张，小盘指数、小盘成长估值收缩较大，PE 收缩幅度分别为 0.19x、0.21x。截至 4 月 18 日，A 股主要宽基指数近一年整体估值水平较上周有所扩张，PE、PB、PS 多数位于 45%-70% 分位数，PCF 位于近三年 80%-85% 分位数。大盘成长中短期分位数水平占优，其中 PE、PB、PS、PCF 滚动一年分位数水平分别为 16.12%、24.38%、48.76%、31.82%。三年分位数视角，PB、PCF 分位数水平整体低于 PE、PS，大盘成长估值分位数水平依然占优。五年分位数视角，大盘价值估值分位数水平较高，均在 69% 以上。

•一级行业方面，各行业估值涨跌不一。本周一级行业涨跌互现，周期&金融起舞，中游材料&制造、TMT 行业多数下跌，军工领跌（-2.55%）。估值方面，一级行业估值变化不一，国防军工、计算机估值收缩幅度最大，环保、综合行业 PE 扩张幅度最大，分别扩张 1.71x、1.85x。

•必选消费行业估值性价比占优，双低（低估值、低协方差）资产仍是优质底仓选项。综合看 PE、PB、PS、PCF 分位数，食品饮料三年分位数四项均值仅为 16.84%，五年分位数四项均值仅为 10.13%；农林牧渔滚动 1 年、3 年、5 年 PCF 均位于 10% 分位数以下，下游必选消费板块估值一年分位水平整体优于可选板块；上游资源 PB 三年和五年分位数水平均低于 PE；TMT 相关行业有所下跌，受制于“对等关税”影响，股价驱动估值分位数下滑，但部分细分领域仍处于历史高位。

•新兴产业估值跌多涨少，HK 电力设备估值扩张 12.33x。新兴产业各板块股价整体收跌，高端装备制造、生物科技板块跌幅相对较大，生物科技跌幅达 2.19%；估值方面，新兴产业估值多数收缩，集成电路本

周估值回调幅度较大，PE 收缩幅度高达 4.22x；IDC 估值扩张，本周 PE 扩张 0.51x。热门概念中，HK 电力设备指数 PE 扩张幅度较大，达 12.33x。

风险提示：海外货币政策节奏和幅度的不确定性；文中所列指数仅作为历史复盘，不构成投资推荐的依据

证券分析师：王开（S0980521030001）、陈凯畅（S0980523090002）

◆ 策略快评:AI 赋能资产配置追踪（2025.4）-模型提示股市倾向亚太，A 股关注农业军工

国信总量团队开发了 AI 赋能投研体系，本文主要针对对于对被动和行业配置的月度观点更新。在被动策略中，我们用人工智能动态调整风险平价模型，实现风险的动态赋权和回溯周期的动态调整；在行业配置中，我们利用 AI 对行业因子和轮动机制的优化，实现行业配置的优化。

证券分析师：王开（S0980521030001）、陈凯畅（S0980523090002）、董德志（S0980513100001）

联系人：郭兰滨

行业与公司

◆ 电新行业周报:风电产业链周评（4 月第 3 周）-阳江海风项目密集开工，生铁价格下跌助力零部件盈利修复

【行业要闻】

2025 年至今，全国风机累计公开招标容量 34.7GW（+73%），其中陆上风机公开招标容量 32.2GW（+74%），海上风机公开招标容量 2.6GW（+64%）。2025 年陆上风机（不含塔筒）平均中标价格为 1,510 元/kW。2024 年全年，全国风机累计公开招标容量 107.4GW（+61%），其中陆上风机公开招标容量 99.1GW（+70%），海上风机公开招标容量 8.4GW（-3%）。2024 年陆上风机（不含塔筒）平均中标价格为 1,359 元/kW。

根据风芒能源的统计，2025 年 1-3 月我国 11 家风电整机制造商国内项目合计中标规模 32.85GW（不含框架采购及自建），其中中标规模前三的企业是运达股份（7.11GW）、金风科技（6.35GW）、以及远景能源（3.31GW）。2024 年我国 12 家风电整机制造商合计中标规模 162.96GW（国内项目，不含框架采购及自建），同比+64%，其中中标规模前三的企业是金风科技（30.2GW）、运达股份（22.5GW）以及远景能源（22.2GW）。

根据国家能源局数据，2025 年 1-2 月我国新增风电装机 9.28GW，同比-6%；截至 2025 年 2 月末我国累计风电装机 529.8GW，占发电装机总容量的 15.6%。

近两周黑色类原材料价格环比小幅下跌，铜价格环比下跌 3.9%，环氧树脂价格上涨 1.4%。

【板块行情】

近两周风电板块普遍下跌，跌幅前三板块为叶片（-12.1%）、轴承（-12.0%）和整机（-10.9%）。个股方面，近两周跌幅前三分别为宝胜股份（-21.8%）、力星股份（-19.8%）和五洲新春（-14.8%）。

【行业观点】

海风方面，25 年上半年江苏、广东重大项目有望迎来正式开工；全国已核准待招标项目超 25GW，25 年有望成为创纪录的招标大年，持续形成催化。25 年是国管海风开发元年，预计规划、竞配、招标、政策会密集落地，“十五五”期间年均海风装机有望超 20GW，远超“十四五”水平。陆风方面，25 年行业装机有望超 90GW 创历史新高，主机价格预计保持平稳，技术降本推动盈利触底反弹。中国风机出海方兴未艾，25-26 年预计订单保持高增，制造业务迎来显著利润弹性。22-24 年零部件盈利能力持续下行，25 年有望迎来修复。

【投资建议】

建议关注四大方向：1）导管架产能占比较高、远期出口空间较大的塔筒/管桩龙头；2）预期修复、出

口空间逐步打开的海缆龙头企业；3）国内盈利筑底、出口加速的整机龙头；4）零部件企业 25 年量利齐增机会。建议关注金风科技、东方电缆、时代新材、禾望电气、三一重能、大金重工、日月股份、中际联合、金雷股份。

【风险提示】

原材料价格大幅上涨，风电下游建设节奏不达预期。

证券分析师： 王蔚祺（S0980520080003）、王晓声（S0980523050002）

◆ 电新行业周报：AIDC 电力设备/电网产业链周评（4 月第 3 周）-虚拟电厂定位与发展目标明确，24-28 年全球 AI 总投资 CAGR 有望达 33%

【AIDC 电力设备】

当地时间 4 月 15 日，英伟达发布公告称，美国政府将其“特供”中国市场的 AI 芯片 H20 列入出口管制，需要申请许可证方可出口，该禁令于 2025 年 4 月 14 日起无限期生效。英伟达表示，考虑到 H20 库存及订单承诺，公司将在 2026 财年第一季度（截至 2025 年 4 月 27 日）计提约 55 亿美元相关费用。

电力设备容量可达算力芯片 3-5 倍，2026 年供配电市场空间达 730 亿元。2024-2026 年全球数据中心新增 IT 负载为 7.7/12.3/16.9GW，CAGR 为 48%，26 年变压器、开关柜、UPS、HVDC、AFP 市场空间分别达到 76/304/304/46/60 亿元。

近两周 AIDC 电力设备板块普遍下跌，跌幅前三分别为跌幅前三分别为电池后备电源 BBU（-13.1%）、变压器及开关柜（-12.8%）和铅酸电池（-11.5%）。个股方面，近两周跌幅前三分别为金盘科技（-24.7%）、麦格米特（-24.5%）和禾望电气（-21.6%）。

行业观点：数据中心电力设备品类众多，电力传输链路较长，包括维谛、伊顿、施耐德等在内的全球巨头深耕细分领域多年，已形成完整的产品序列和强大的解决方案提供能力；国内企业聚焦数据中心行业时间较短，但在各细分产品和环节已具备较强的竞争优势，头部企业正逐步建立解决方案提供能力。此外，随着算力芯片国产替代的持续推进，数据中心价值链有望整体向中国企业转移。2025 年有望成为全球 AIDC 建设元年，国内外主要云厂资本开支有望迎来放量。算力建设高度依赖电力，变压器、开关柜、HVDC/UPS、PSU 等环节龙头有望受益。

产业链梳理：从事变压器/开关柜业务的公司包括金盘科技、明阳电气、伊戈尔、伊顿等，从事 UPS/HVDC 业务的公司包括中恒电气、科士达、科华数据、维谛技术等，从事服务器电源业务的公司包括麦格米特、欧陆通、泰嘉股份等，从事 BBU 业务的公司包括蔚蓝锂芯、豪鹏科技、亿纬锂能等，从事铜连接业务的公司包括沃尔核材、安费诺等。

【电网】

2025 年 1-2 月全国电源工程投资完成额为 753 亿元，同比-1.1%；2024 年全年累计完成额为 11687 亿元，同比+20.8%。2025 年 1-2 月全国电网工程投资完成额为 436 亿元，同比+33.3%；2024 年全年累计完成额为 6083 亿元，同比+15.3%。

3 月 29 日，2025 年国网输变电设备 2 批招标公告发布，本批次招标物资共 18 个分标，521 个标包，同比减少 123 包，环比减少 33 包。3 月 28 日，国网特高压设备 2025 年第 1 批招标结果公布，中标金额 19.59 亿元，同比+98%；中标标包 59 个，同比+49%。

近两周原材料价格普遍下跌，其中聚乙烯 LLDPE 价格环比下跌 5.0%，铜价格环比下跌 3.9%。

近两周电网设备板块普遍下跌，跌幅前三分别为配电设备（-11.6%）、电工仪器仪表（-10.8%）和线缆部件及其他（-9.0%）。个股方面，近两周跌幅前三分别为良信股份（-15.3%）、炬华科技（-13.1%）和三星医疗（-12.6%）。

行业观点：国内网内 25-27 年具有极强的业绩确定性和稀缺性，25 年国网投资首次超过 6500 亿，23-25 年连续创新高。“十五五”期间电网投资有望维持高位，初步估计年均投资超 7000 亿。24 年特高压招标、开工进度不及预期，25 年有望迎来大幅增长。近日国家发改委、能源局发布《关于加快推进虚拟电厂发展的指导意见》，明确虚拟电厂定义、功能和发展目标，25 年虚拟电厂商业模式有望逐步成熟。

【投资建议】

AIDC 电力设备：建议关注四大方向：1) 变压器/开关柜环节；2) UPS/HVDC 环节；3) 有源滤波器 APF 环节；4) 服务器电源环节。建议关注金盘科技、明阳电气、伊戈尔、禾望电气、盛弘股份、蔚蓝锂芯。电网：建议关注三大方向：1) 特高压与主网投资订单、交付双重景气，关注换流阀、组合电器等环节；2) 配电网升级改造，重点关注行业龙头；3) 虚拟电厂与电力交易。建议关注国电南瑞、平高电气、许继电气、思源电气、东方电子、四方股份、金杯电工、三星医疗、海兴电力。

【风险提示】

AI 投资力度不达预期，特高压核准开工进度不达预期，行业竞争加剧，政策变动风险。

证券分析师： 王蔚祺（S0980520080003）、王晓声（S0980523050002）

◆ 电新行业周报:锂电产业链双周评（4 月第 2 期）-动力电池新国标安全要求持续提升，宁德时代一季度利润快速增长

【行业动态】

宁德时代一季报业绩亮眼:公司 2025Q1 营收 847.05 亿元,同比+6%、环比-18%;实现归母净利润为 139.63 亿元,同比+33%、环比-5%。我们估计公司 2025Q1 动储电池出货量超 124GWh,同比增长超 30%、环比下滑 14%。我们估计公司 2025Q1 动储电池扣非单位净利约为 0.096 元/Wh 以上,环比提升约 0.005 元/Wh 以上。动力电池新国标安全要求进一步提升:4 月 3 日,工信部正式发布动力电池新国标。新国标相较原有版本主要变化:1) 电池包或系统或整车进行热扩散分析和验证时由着火、爆炸前 5min 提供热事件报警信号,修改为应不起火、不爆炸(仍需报警)。修订热扩散测试方法,新增内部加热触发方法。2) 新增“电池包或系统或整车进行底部撞击试验,应无泄露、外壳破裂、起火或爆炸现象”。3) 新增“快充循环后安全试验,应不起火、不爆炸”。新国标将于 2026 年 7 月 1 日起实施。固态电池产业化持续推进:近日,上汽集团表示新一代固态电池将于 2025 年底在全新 MG4 上量产应用。2027 年,上汽首款全固态电池“光启电池”将落地。近日,赣锋锂业表示公司正积极推动固态电池的商业化应用,目前已与某国际头部车企签订联合开发协议,高比能锂负极电池开发及装车验证工作正在推进。

【新能源车产业链数据】

国内新能源车:3 月国内新能源车销量为 123.7 万辆,同比+40%、环比+39%;国内新能源车渗透率 42.4%,同比+9.7pct,环比+0.5pct。1-3 月国内新能源车累计销量为 307.3 万辆,同比+47%。欧洲&美国新能源车:3 月,欧洲九国新能源车销量为 28.62 万辆,同比+26%、环比+64%;新能源车渗透率为 25.2%,同比+4.6pct、环比+1.2pct。1-3 月欧洲九国新能源车累计销量为 63.18 万辆,同比+23%。3 月,美国新能源车销量为 15.61 万辆,同比+21%、环比+30%;新能源车渗透率为 9.8%,同比+0.9pct、环比持平。1-3 月美国新能源车累计销量为 39.51 万辆,同比+7%。

【锂电材料及锂电池价格】

锂盐价格小幅下跌,电芯报价随原料价格波动。本周末碳酸锂价格为 7.15 万元/吨,较两周前下跌 0.24 万元/吨。相较两周前,磷酸铁锂、三元正极、电解液报价下跌,隔膜、负极报价稳定。本周方形三元动力电芯/铁锂动力电芯/储能用 100Ah 电芯/储能用 280Ah 电芯报价为 0.385/0.330/0.350/0.303 元/Wh,较两周前下跌-0.003/0.004/0.000/0.000 元/Wh。

【投资建议】

建议关注:1) 低空经济与机器人产业布局领先企业(卧龙电驱、宁德时代、亿纬锂能、蔚蓝锂芯、科达利);2) 固态电池材料布局领先企业(厦钨新能、容百科技、当升科技、天奈科技);3) 需求持续回暖的消费电池企业(珠海冠宇、豪鹏科技);4) 充电桩行业领先企业(特锐德、盛弘股份);5) 电动自行车铅酸电池领军企业(天能股份);6) 高压直流继电器领先企业(宏发股份)。

【风险提示】电动车销量不及预期,行业竞争加剧,原材料价格大幅波动,政策变动风险。

证券分析师: 王蔚祺(S0980520080003)、李全(S0980524070002)、徐文辉(S0980524030001)

◆ 非银行业专题：谋而后动-金融机构财报里的配置动向

1. 新一轮降息周期正在启动。中美贸易对抗持续升级，正在重塑全球货币政策的底层逻辑，对我国而言，货币政策保持宽松周期以对冲经济下行压力。宏观冲击下，避险情绪加速存款定期化趋势。居民部门和企业为应对不确定性，活期存款逐步定期化，这导致了银行资产端与负债端下行的不对称。在这种情况下，削减高成本存款，加速存款搬家，促进我国商业银行业负债成本下行，这既是贸易战冲击下经济系统与金融机构自我调节的必然选择，更是宏观总量上逆周期调控政策传导的关键枢纽之一。

2. 商业银行存款迁徙推动资管行业破局和转型。在利率下行与资本市场改革的双重驱动下，中国居民金融资产正经历从储蓄存款向财富管理产品的历史性迁徙。银行理财、公募基金、保险资管三大资管主力军，正依托各自禀赋构建差异化竞争力。银行理财以固收型产品为主，筑牢零售理财基本盘；保险资管守护长期财富安全，资产端加大红利资产配置，负债端推动产品净值波动化；公募基金被动化转型方兴未艾，共同构建起多层次金融市场和资本市场生态，匹配低利率环境资产配置方向，为居民财富保值增值提供解决方案。

3. 风险提示：资本市场波动、长端利率下行、宏观经济的不确定性等。

证券分析师： 孔祥（S0980523060004）、王剑（S0980518070002）、陈俊良（S0980519010001）、田维伟（S0980520030002）、王德坤（S0980524070008）

联系人： 王京灵

◆ 非银行业专题：从“类存款”到“多资产”——中国机构配置手册（2025 版）之银行理财篇

1. 自资管新规实施以来，银行理财转型经历了两个阶段：（1）资管新规前的理财业务，仍属于商业银行表内经营的延伸，资管新规后，银行理财业务正式被纳入大资管体系中，在统一的监管政策指引下开启全面的净值化转型，其中 2019-2021 年，伴随非标转标推进，理财加大权益等多元资产配置，拓展产品创新，银行理财从原有的“资产—负债”资金池管理模式向独立运作、单独核算的净值化产品转型；

（2）2022-2024 年，股债市场的波动冲击下，产品出现了较大范围的产品净值回撤和破净，渠道维护和客诉压力集中出现，理财在产品布局和资产配置中强化低波稳健手段，强化重视业绩达标、客户体验的绝对收益策略定位，但也在净值管理方面针对资管新规要求做了突破，引起了监管关注。

2. 截至 2025 年 4 月，银行理财行业规模突破 30 万亿元，但进一步发展存在结构性障碍。一方面，过去今年理财的低波产品甚至存款替代品的定位，虽然满足客户需要，稳住市场规模，但同时也进一步强化了产品低风险属性，导致产品短期化明显、需借助类资金池（如信托）模式、采取“类摊余成本法估值”才能实现净值平稳，另一方面，产品结构上 95%为固收型产品，资产配置以存款和信用债为主，主动管理空间有限，对理财子而言，存在规模增收收入收缩的盈利模式困局。

3. 长期看，理财子差异化转型来自于产品形态多元化，产品整改和转型的“赛跑”仍将持续。判断银行理财利用平滑收益的手段空间（包括不限于平滑基金、收盘价估值等）将逐步收缩，这倒逼理财子在产品设计上增加风险预算，通过多资产和多策略增厚收益。具体针对固收资产，机构将持续配置高票息资产，同时通过债券交易策略增厚产品收益；针对多元资产，转债、黄金、权益、商品 CTA 等均是传统债券和存款之外的有效资产策略。这种情况下，为适应理财大体量资金运作，理财子也将加大平台化、工业化、一体化的投研模式转变。

风险提示：资本市场震荡；长端利率下行等。

证券分析师： 孔祥（S0980523060004）、王德坤（S0980524070008）

联系人： 王京灵

◆ 社服行业专题：餐饮行业 2024 年年报总结：行业供需重构变局之年，重视供应链与品牌流量价值

行业趋势：消费需求趋于理性，品牌打造&扩张渠道重塑。国家统计局数据显示，2024 年限额以上

餐饮收入同增 3.0%，低于社零总额增速 3.5%，行业需求温和复苏。消费需求针对品牌溢价的支付意愿逐渐降低，转而追求价格与品质的平衡。需求新的变化之下，传统“大单品”策略的红利成长期在逐渐缩短，下沉以及线上流量的崛起也在重构扩张渠道。整体而言，过往行业粗放型发展基本告一段落，餐饮企业越来越注重如供应链、会员运营等基本功的修炼。

财报总结：2024 年，已披露财报的上市餐企龙头展现出了优于行业大盘的成长韧性及控费能力。2024 年，餐饮行业收入同增 11%，超限上餐饮企业水平（+3%），系品牌、运营效应及资金支撑下，龙头餐企增收能力突出，其中咖啡茶饮（23%）>中式正餐（除火锅外，6%）>快餐（6%）>火锅（2%），咖啡茶饮赛道增速居首，正餐、快餐平稳；同期盈利能力具备较强韧性，经调净利率同比略降 0.3pct。分赛道看经调净利率，2024 年火锅（+1.1pct）>快餐（+0.1pct）>咖啡茶饮（-1.8pct）>中式正餐（除火锅外，-3.1pct），火锅赛道逆风环境下修炼内功、提升盈利能力。

子行业梳理：1）咖啡&茶饮：市场规模 CAGR（2024-2028 年）预计达 16%+、系成长性最强赛道，下沉扩张&加盟助力、拓店扩份额依旧是行业共识，2024 年末门店数同比霸王茶姬（+83%）>瑞幸（+38%）>蜜雪（+24%）>星巴克中国（+10%）>古茗（+10%）>奈雪（+9%）>茶百道（+8%）；同店销售除霸王茶姬外均有个位数至低双位数幅度下滑，其中霸王茶姬（大单品战略）&蜜雪集团（强供应链赋能）逆势下经调净利率仍逆势走高；2）快餐：下沉&加盟助力下，门店扩张同样系收入增长核心驱动，借力外卖下同店边际也有助力，2024 年末门店数同比达势股份（+31%）>肯德基（+13%）>必胜客（+12%），其中达势股份凭借首店效应连续 31 季度实现同店正增；百胜中国交易量同比维持增长，驱动同店销售额降幅收窄；3）火锅：仍系中式正餐最大规模品类，但市场规模增速趋于平稳 2024-28 年 CAGR 预计约 7.2%。2024 年火锅品牌更加重视修炼内功、优化经营效率，赛道收入增速慢于大盘、但经营效率提升显著；4）中式正餐（火锅除外）：同店销售普遍承压，收入增长更多依赖门店扩张。2024 年末门店数同比绿茶集团（+33%）>小菜园（+24%）>广州酒家（+16%）>太二（+10%）>九毛九西北菜（-8%）。部分细分赛道休闲餐饮龙头维持逆势扩店、门店调改，此外如小菜园等借力外卖业务增厚单店收入。

投资建议：连锁化率带来品牌护城河及更高的经营效率。2024 年连锁餐企龙头展现出优于全国餐饮行业大盘的成长韧性及控费能力。且随促内需政策密集出台，行业景气度也有望边际向好，维持板块“优于大市”评级。1、餐饮需求变化已倒逼供给侧变革，参考借鉴日本餐饮的发展史，强供应链与会员运营能力的餐企具备穿越周期的能力。建议关注蜜雪集团、古茗、达势股份；2、若外部宏观经济复苏趋势向好，已被验证过经营效能的老牌餐企龙头有望展现更强盈利弹性，重点推荐海底捞、百胜中国、同庆楼、广州酒家；3、此外，餐饮企业目前均在积极调整经营思路以适应需求变化，建议同步关注小菜园、锅圈、茶百道、九毛九、奈雪的茶、海伦司、呷哺呷哺。

风险提示：消费力复苏不及预期；食品安全风险；行业竞争加剧；加盟商质量控制不力损害品牌形象；门店扩张导致现金流承压。

证券分析师： 曾光（S0980511040003）、张鲁（S0980521120002）

联系人： 周瑛皓

◆ 通信行业周报 2025 年第 16 周：中国推进 6G 国际合作，华为昇腾新一代芯片规模化商用

行业要闻追踪：中国加强 6G 国际合作，5G 欧洲市场或迎政策转机。

（1）6G 领域，我国取得成果显著：国际合作方面，4 月 18 日，工信部信息通信发展司司长谢存表示进一步深化与欧盟、韩国、印度等国家和地区在 6G 领域的国际交流合作。标准制定方面，ITU 数据显示，中国提交的 6G 标准提案占全球总量的 37%。截至 2025 年初，中国在 6G 相关专利的申请和授权数量上位居全球前列，占比超过 48%，超美国的 35.2%和日本的 9.9%。

（2）5G 领域，德国新政府联盟删除华为排除条款。4 月 17 日，德国《经济周刊》等媒体称，德国新政府联盟协议删除针对华为的“可信国家”限制条款，转而采用“可信技术标准”。这标志着欧洲在 5G/6G 技术博弈中出现重要政策转向，华为或可继续参与德国 5G 网络建设，还有可能在 6G 研发中获得更多机会。在当前背景下，5G 在欧洲市场迎来政策转机，有望进一步拓展海外份额。6G 在技术研发上和国际合作上稳步推进，有望加速产业落地。双转机为未来的通信产业发展奠定坚实基础。

华为昇腾新一代芯片规模化商用，助推 AI 训练集群国产替代。4 月 10 日，华为云推出 CloudMatrix 384 超节点，并宣布已在芜湖数据中心规模上线。CloudMatrix 384 超节点以 910C 芯片/卡为核心，一套完整的 CloudMatrix 系统可提供 300 PFLOPs 的密集 BF16 算力，接近英伟达 GB200 NVL72 的两倍。商用化来看，华为云 CloudMatrix 384 超节点 25 年上半年将有数万规模的上线，未来 CloudMatrix 超节点可以构建超过万片的大集群来提供算力。

行情回顾：本周通信（申万）指数上涨 0.53%，沪深 300 指数上涨 0.59%，相对收益-0.06%，在申万一级行业中排名第 13 名。分领域看，5G、运营商、物联网控制器表现相对靠前。

投资建议：关注出海光通信企业及 5G/6G 产业，兼顾运营商高股息价值

1) 短期视角，算力基础设施持续受益全球 AI 发展，关税负面影响有望逐步缓解。推荐关注光模块中际旭创、新易盛、天孚通信、太辰光、博创科技、仕佳光子等。我国持续推动 5G/6G 产业发展，加强全球合作，推荐关注基站领军企业中兴通讯等。

2) 长期视角，中国移动和中国电信规划 2024 年起 3 年内将分红比例提升至 75%以上，高股息价值凸显，建议关注三大运营商红利资产属性。

2025 年第 16 周重点推荐组合：中国移动、中兴通讯、广和通。

风险提示：宏观经济波动风险、数字经济投资建设不及预期、AI 发展不及预期、中美贸易摩擦等外部环境变化。

证券分析师：袁文冲（S0980523110003）、徐文辉（S0980524030001）

◆ 海外市场专题：美股市场速览-大盘持续震荡，风格与行业分化

价格走势：大盘震荡，风格与行业分化

本周，美股仍处于方向不明的震荡状态，标普 500 跌 1.5%，纳斯达克跌 2.3%。

风格：小盘价值（罗素 2000 价值+1.9%）>小盘成长（罗素 2000 成长+0.3%）>大盘价值（罗素 1000 价值+0.1%）>大盘成长（罗素 1000 成长-2.5%）。

12 个行业上涨，11 个行业下跌，1 个基本不变。涨幅居前的行业：房地产（+3.9%）、制药生物科技和生命科学（+3.6%）、能源（+3.2%）、家庭与个人用品（+2.2%）、食品与主要用品零售（+2.1%）；跌幅居前的行业：半导体产品与设备（-6.6%）、医疗保健设备与服务（-4.8%）、零售业（-4.3%）、汽车与汽车零部件（-3.4%）、媒体与娱乐（-3.3%）。

资金流向：流出科技板块，流入传统行业

本周，美股资金流出。标普 500 成分股本周估算资金流为-89.3 亿美元，上周为+512.2 亿美元，近 4 周为-304.1 亿美元，近 13 周为-1041.7 亿美元。

13 个行业资金流入，10 个行业资金流出，1 个基本持平。资金流入量较大的行业：制药生物科技和生命科学（+11.1 亿美元）、能源（+3.4 亿美元）、房地产（+2.4 亿美元）、食品与主要用品零售（+2 亿美元）、银行（+1.9 亿美元）；资金流出量较大的行业：半导体产品与设备（-47.3 亿美元）、医疗保健设备与服务（-40.1 亿美元）、汽车与汽车零部件（-11.8 亿美元）、零售业（-6.1 亿美元）、媒体与娱乐（-5.7 亿美元）。

盈利预测：业绩持续下修

本周，标普 500 成分股动态 F12M EPS 预期下调 0.2%，上周下调 0.3%。

10 个行业盈利预期上升，11 个下降，3 个基本持平。上修幅度领先的行业有：制药生物科技和生命科学（+0.2%）、食品饮料与烟草（+0.2%）、软件与服务（+0.2%）、公用事业（+0.1%）、电信业务（+0.1%）；下修幅度的行业有：耐用消费品与服装（-2.5%）、能源（-2.3%）、汽车与汽车零部件（-2.1%）、医疗保健设备与服务（-0.9%）、运输（-0.8%）。

风险提示：经济基本面的不确定性，国际政治局势的不确定性，美国财政政策的不确定性，美联储货币政策的不确定性。

证券分析师： 王学恒（S0980514030002）、张熙（S0980522040001）

◆ 海外市场专题:港股市场速览-大盘震荡修复, 资金流入互联网与金融

股价表现: 大盘震荡修复, 金融板块领先

本周, 恒生指数涨 2.3%, 恒生科技跌 0.3%。风格上, 大盘(恒生大型股+2.5%)>中盘(恒生中型股+0.7%)>小盘(恒生小型股+0.6%)。

概念指数有所分化, 上涨的主要有: 恒生金融(+4.6%)、恒生香港 35(+4.1%)、恒生公用事业(+3.8%); 下跌的主要有: 恒生汽车(-1.7%)。

港股通行业中, 18 个行业上涨, 12 个行业下跌。上涨的主要有: 商贸零售(+5.2%)、非银行金融(+4.7%)、纺织服装(+4%)、银行(+3.8%)、石油石化(+3.7%); 下跌的主要有: 电子(-4.8%)、消费者服务(-4.1%)、国防军工(-2.6%)、汽车(-2%)、轻工制造(-1.9%)。

资金强度: 资金流入互联网与金融

本周, 资金小幅流入, 港股通总体日均资金强度(日均涨跌 x 日均成交量)为+3.3 亿港元/日, 上周为-42.3 亿港元/日, 近 4 周平均为-12.8 亿港元/日; 近 13 周为+3.4 亿港元/日。

分行业看, 20 个行业资金流入, 9 个行业资金流出, 1 个基本持平。资金流入的主要有: 商贸零售(+1.7 亿港元/日)、传媒(+1.3 亿港元/日)、非银行金融(+0.9 亿港元/日)、银行(+0.6 亿港元/日)、有色金属(+0.6 亿港元/日); 资金流出的主要有: 电子(-1.7 亿港元/日)、消费者服务(-0.7 亿港元/日)、汽车(-0.5 亿港元/日)、计算机(-0.2 亿港元/日)、农林牧渔(-0.1 亿港元/日)。

盈利预测: 大盘回归业绩上修状态

本周, 港股通总体法 EPS 预期上修 0.2%, 上周下修 0.4%。

结构上, 24 个行业 EPS 预期上修, 4 个行业 EPS 预期下修, 1 个基本持平。上修的行业主要有: 钢铁(+2.4%)、电力设备及新能源(+1.2%)、建材(+1.1%)、汽车(+1%)、国防军工(+0.8%); 下修的行业主要有: 石油石化(-0.5%)、商贸零售(-0.2%)、机械(-0.1%)、有色金属(-0.1%)。

风险提示: 经济基本面的不确定性, 国际政治局势的不确定性, 美国财政政策的不确定性, 美联储货币政策的不确定性。

证券分析师: 王学恒(S0980514030002)、张熙(S0980522040001)

◆ 农业行业周报:农产品研究跟踪系列报告(156)-牛肉价格淡季不淡, 生猪价格稳中偏强

周度农产品价格跟踪: 牛肉价格稳步上行, 橡胶价格短期调整。

生猪: 产能维持低波动, 预计 2025 年猪价景气有望延续。4 月 18 日生猪价格 14.90 元/公斤, 周环比+2.26%; 7kg 仔猪价格约 525 元/头, 周环比-1.61%。

白鸡: 中期父母代同比减量且存在结构变化, 消费或逐步上移。4 月 18 日, 鸡苗价格 2.79 元/羽, 周环比+7.31%; 毛鸡价格 7.40 元/千克, 周环比+0.82%。

黄鸡: 供给维持底部, 有望率先受益内需改善。4 月 17 日浙江快大三黄鸡/青脚麻鸡/雪山草鸡斤价分别为 5.0/5.1/8.7 元, 周环比+0.0%/+0.0%/+0.0%。

鸡蛋: 祖代引种充裕, 远月供给压力较大。4 月 18 日, 鸡蛋主产区价格 3.54 元/斤, 环比+8.59%, 同比-27.01%。

肉牛: 牛肉价格淡季不淡, 看好 2025 年牛周期反转上行。4 月 18 日, 国内牛肉市场价为 59.25 元/kg, 环比+0.85%, 同比+19.10%。

豆粕: 新季美豆种植面积调减, 中长期供需支撑走强。4 月 18 日大豆现货价 3887 元/吨, 周度环比+0.15%; 豆粕现货价 3502 元/吨, 周度环比+1.39%。

玉米: 价格底部已现, 远期供需宽松有望收紧。4 月 18 日国内玉米现货价 2259 元/吨, 周环比+0.18%,

较去年同期下降 4.44%。

白糖：短期海外供给趋紧催化，中期关注南半球天气。4 月 18 日，国内广西南宁糖现货价为 6160 元/吨，较上周环比-0.32%。

橡胶：贸易战施压需求，中期看好景气向上。4 月 18 日，泰标现货价为 1740 美元/吨，周环比-1.69%；全乳胶山东市价为 14250 元/吨，周环比-2.73%。

核心观点：看好饲料白马海大集团与猪禽养殖龙头，关注粮价景气对种植链提振。1) 宠物：稀缺成长赛道，国产消费保持高增长，出口维持较好表现。2) 种植链：关注转基因变革下的种业成长机会；看好玉米、豆粕低位修复，天然橡胶中长期景气上行。3) 生猪：产能预计维持低波动，拥抱高 ROE 价值标的。4) 黄鸡：上游补栏谨慎，供给维持底部，需求有望随宏观修复。5) 白鸡：中期父母代同比减量且存在结构变化，消费中枢或稳步上移。6) 动保：关注宠物疫苗等新品研发进展。7) 肉制品：看好双汇发展现金高分红。8) 饲料：饲料会向技术服务类企业集中，核心看好海大集团等。

投资建议：推荐肉牛及猪禽养殖、饲料、种业。1) 生猪：牧原股份、华统股份、温氏股份、神农集团、新五丰、巨星农牧、唐人神、天康生物等 2) 禽：立华股份、益生股份、圣农发展等；3) 饲料：海大集团等；4) 种业：看好荃银高科、隆平高科、丰乐种业、登海种业、大北农等；5) 宠物：乖宝宠物、中宠股份、瑞普生物等；6) 动保：科前生物、回盛生物等。

风险提示：恶劣天气带来的不确定性风险；不可控动物疫情引发的潜在风险

证券分析师： 鲁家瑞（S0980520110002）、李瑞楠（S0980523030001）、江海航（S0980524070003）

◆ 普洛药业(000739.SZ) 财报点评:全年营收增长 4.77%，利润端略有承压

全年营收稳步增长、利润端略有下滑。2024 全年公司实现营收 120.22 亿元(+4.77%)，归母净利润 10.31 亿元(-2.29%)，扣非归母净利润 9.84 亿元(-4.09%)。其中，四季度单季营收 27.31 亿元(-8.15%)，归母净利润 1.61 亿元(-20.85%)，扣非归母净利润 1.53 亿元(-22.81%)。2024 年全年公司整体毛利率 23.85%，同比下降 1.81pp；净利率 8.57%，同比下降 0.63pp。

剔除 CDMO 大项目影响，三大业务全面增长。2024 年公司原料药中间体、CDMO、制剂板块营收分别为 86.51/18.84/12.56 亿元(+8.32%/-6.05%/+0.51%)，剔除 2023 年同期 CDMO 业务新冠项目基数影响，三大业务全面增长，毛利为 12.95/7.73/7.64 亿元(-7.68%/-8.78%/+15.02%)，毛利率 14.97%/41.06%/60.81%(-2.59pp/-1.23pp/+7.67pp)。

管线丰富，研发费用持续增加。2024 年公司研发费用 6.41 亿元，同比增加 2.66%，强力支撑公司业务开展，项目数量快速增长。2024 年公司拥有 CDMO 报价项目 1601 个，同比增长 77%；进行中项目 996 个，同比增长 35%；API 项目共 116 个，同比增长 40%。公司获批产品数量也不断增加，2024 年共有 12 个 API 品种国内外注册获批；5 个制剂国内获批，2 个制剂品种美国 FDA 注册获批；公司新申报项目显著增长，完成 20 个 API 品种 DMF 申报，17 个制剂品种 ANDA 申报。

国际战略布局深化，质量管理持续优化。公司将继续推进深度国际化战略，通过在美国波士顿、德国法兰克福、日本东京和印度孟买等地设立 BD 办公室，进一步拓展全球市场。此外，公司还将继续优化全球供应链，确保原料药和 CDMO 业务的稳定供应。2024 年公司下属各子公司共接受 265 次审计并顺利通过，其中国内官方 33 次，国内外客户 232 次。

风险提示：景气度下行风险；地缘政治风险；安全环保风险；价格风险。

投资建议：收入增长稳步，利润端略有承压，维持“优于大市”评级。

医药行业 2024 年受到地缘政治冲突、经济形势复杂多变等诸多外部环境影响，对公司经营和发展带来了较大的压力和挑战。基于原料药业务的价格端压力及地缘政治带来的海外拓展压力，下调 2025/2026 年盈利预测、新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 11.23/12.57/13.99 亿元（原 2025/2026 年 13.25/15.94 亿元），同比增速 8.9%/11.9%/11.4%，当前股价对应 PE=13.9/12.4/11.2x。

证券分析师： 彭思宇（S0980521060003）、陈曦炳（S0980521120001）

联系人： 凌珑

◆ 奥浦迈(688293.SH) 财报点评:产品业务收入同比增长 42%，净利润短期承压

产品业务收入同比增长 42%，净利润短期承压。2024 全年公司实现营收 2.97 亿元（+22.3%），归母净利润 0.21 亿元（-61.0%），扣非归母净利润 659 万元（-81.0%），净利润短期承压，主要由于募投项目之一“奥浦迈 CDMO 生物药商业化生产平台”正式投入运营，新增固定资产折旧、能源耗用、设备维护费用等固定成本，并且由于 CDMO 业务的订单增长速度和项目执行进度未能完全符合预期，公司对相关资产计提 1003 万元减值损失等影响。

分具体业务看，2024 全年公司实现产品销售 2.44 亿元（同比+42.0%），毛利率 70.0%（同比+0.5pp）；CDMO 服务实现营收 5256 万元（同比-25.7%），预计主要由于生物医药行业持续面临不确定性和市场波动的背景下，部分客户的融资进程受阻，导致部分项目暂停或取消，收入明显下降，分季度看 2024Q1/2/3/4 分别实现销售 805/1162/1584/1705 万元，季度营收环比持续改善。

分地区看，公司海外业务的增长势头依然强劲，实现境外收入较上年同期增加 144.0%。

产品管线数量创新高。服务客户管线方面，截至 2024 年末，共有 247 个已确定中试工艺的药品研发管线使用公司的细胞培养基产品，其中处于临床前阶段 141 个、Ph1 临床阶段 41 个、Ph2 临床阶段 28 个、Ph3 临床阶段 29 个、商业化生产阶段 8 个，整体相较 2023 年末增加 77 个，其中商业化生产阶段产品增加 5 个。

投资建议：根据公司年报，我们对盈利预测进行调整，预计 2025-2026 年归母净利润分别为 0.78/1.12 亿元（前值为 0.97/1.42 亿元），新增 2027 年归母净利润为 1.53 亿元，目前股价对应 PE 分别为 58/41/30x，维持“优于大市”评级。

风险提示：估值的风险、盈利预测的风险、产品研发不达预期的风险、下游客户产品推进不达预期的风险等。

证券分析师： 马千里（S0980521070001）、陈曦炳（S0980521120001）、彭思宇（S0980521060003）

◆ 普洛药业(000739.SZ) 财报点评:原料药业务承压，CDMO 业务彰显韧性

公司 2025 年一季度营收承压，归母净利润微增。2025 年一季度公司实现营收 27.30 亿元（-14.63%），归母净利润 2.49 亿元（+1.98%），扣非归母净利润 2.06 亿元（-14.05%），经营活动产生的现金流净额-0.15 亿元（-105.35%）。

原料药及中间体板块：收入承压，毛利率同比明显降低。原料药及中间体板块 2025 年一季度实现营收 18.83 亿元（-20.08%），毛利润 2.55 亿元（-34.95%），毛利率 13.52%（-3.10%）。国内抗生素市场需求疲软，产能过剩导致产品竞争加剧。展望未来，公司有望通过拓展海外市场、优化生产流程及布局合成生物学技术等措施，系统性提升原料药及中间体板块竞争力。

CDMO 板块：稳步增长，全球化布局显成效。CDMO 板块 2025 年一季度实现营收 5.49 亿元（+9.58%），毛利润 2.22 亿元（+19.35%），毛利率 40.4%（+3.30%）。增长动能主要来自漏斗型项目池的持续扩容、国内外客户结构的持续优化、新引进国际顶尖技术团队赋能下的技术提升，及产能利用率的稳步爬坡。基于现有订单及管线情况，预计 2025 年该板块营收有望保持较高增长，产品结构升级驱动板块毛利率持续提升。

制剂板块：收入短期波动，毛利率韧性凸显。制剂板块 2025 年一季度实现营收 2.98 亿元（-12.87%），毛利润、毛利率均有下滑。公司将巩固左乙拉西坦、琥珀酸美洛托尔、左氧氟沙星等核心产品的竞争优势，并拓宽国际化注册和销售。随着产品注册的增多，制剂板块有望在 2026 年进入新的增长阶段。

风险提示：景气度下行风险；地缘政治风险；安全环保风险；价格风险。

投资建议：原料药业务承压，CDMO 业务彰显韧性，维持“优于大市”评级。维持盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 11.23/12.57/13.99 亿元，同比增速 8.9%/11.9%/11.4%，当前股价对应 PE=14.1/12.7/11.3x。

证券分析师： 彭思宇（S0980521060003）、陈曦炳（S0980521120001）

联系人： 凌琰

◆ 豪鹏科技(001283.SZ) 财报点评:深耕消费电池多年, AI 端侧新产品赋能公司长期发展

公司 2024 年实现归母净利润 0.91 亿元, 同比+81%。根据业绩快报, 2024 年公司实现营业收入 51.08 亿元, 同比+13%; 实现归母净利润 0.91 亿元, 同比+81%; 估计实现净利率 1.8%、同比+0.7pct。根据业绩预告, 2025Q1 公司实现营收 11.50-12.50 亿元, 同比增长 16%-26%; 实现归母净利润 0.30-0.35 亿元, 同比增长 847%-1004%; 净利率估计为 2.4%-3.0%, 同比增长超 2.1pct。

公司深耕消费电池多年, 产品布局全面。公司成立于 2002 年, 成立之初聚焦于镍氢电池行业。2008 年公司业务拓展至软包锂电池领域。2011 年公司开始布局锂电池模组业务。公司目前产品包括方形锂电池、圆柱锂电池、扣式软包电池与扣式钢壳电池、镍氢电池等; 产品应用场景涵盖笔记本电脑、手机、智能穿戴、音箱、便携式储能、车载 T-box 等。根据 EV Tank 数据, 2024 年公司在全球小软包电池领域出货量位列全球第六。

消费电池需求回暖, AI 端侧新场景赋能公司长期发展。在换机周期等推动下, 笔电、手机等消费电子产品需求在 2024 年开始显著回暖。后续伴随国内以旧换新政策持续发力, 市场需求有望稳中向好。公司与惠普、戴尔、索尼、哈曼等头部消费电子品牌深入合作, 营收有望伴随市场回暖而显著增长。此外, 人工智能快速发展背景下, AI 眼镜、AI 耳机、AI 玩具、机器人等新场景蓬勃发展。公司积极与行业领先客户合作, 新场景发展有望赋能公司持续增长。

公司布局新技术卡位行业竞争, 积极进行产能归集提高运营效率。公司布局硅负极、钢壳电池、半固态电池与固态电池等新技术, 打造更高性能、高性价比的产品, 以此实现市场份额的持续提升。此外, 公司 2023-2024 年将相对分散的几个深圳工厂搬迁至惠州基地, 以实现产能的相对集中、并助力公司节约管理成本、提高运营效率。展望后续, 公司规模效应有望陆续体现, 盈利能力有望稳中向好。

风险提示: 原材料价格大幅波动; 消费电子需求不及预期; 贸易摩擦风险。

投资建议: 首次覆盖, 给予“优于大市”评级。综合绝对估值与相对估值, 我们认为公司股票合理价值在 65.8-70.4 元之间, 相对于公司目前股价有 36%-45%溢价空间。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 0.91/2.51/3.87 亿元, 同比+81%/+175%/+54%; EPS 分别为 1.11/3.06/4.72 元, 动态 PE 为 44/16/10 倍。

证券分析师: 王蔚祺 (S0980520080003)、李全 (S0980524070002)

◆ 平高电气(600312.SH) 财报点评:高压板块表现亮眼, 电网投资上行可期

全年业绩较快增长, 盈利能力持续提升。2024 年公司实现营收 124.02 亿元, 同比+11.96%; 归母净利润 10.23 亿元, 同比+25.43%。2024 年公司销售毛利率为 22.36%, 同比+0.97pct.; 销售净利率为 9.02%, 同比+0.71pct.。公司全年计提资产+信用减值 1.37 亿元。

国际业务亏损、减值、费用集中计提影响四季度业绩。第四季度公司实现营收 45.16 亿元, 同比+24.43%, 环比+58.84%; 归母净利润 1.66 亿元, 同比-36.89%, 环比-48.62%。四季度公司毛利率 19.02%, 同比-5.23pct., 环比-6.56pct., 净利率 4.36%, 同比-3.85pct., 环比-7.83pct.。四季度公司计提资产+信用减值 1.17 亿元。

高压板块交付提振一季度业绩, 毛利率再创新高。第一季度公司实现营收 25.10 亿元, 同比+22.82%, 环比-44.41%; 归母净利润 3.58 亿元, 同比+55.94%, 环比+115.68%。一季度公司毛利率 28.74%, 同比+3.52pct., 环比+9.72pct., 净利率 15.39%, 同比+2.74pct., 环比+11.03pct.。

高压板块收入、毛利率较快增长, 国际业务形成拖累。2024 年公司高压板块实现收入 77.0 亿元, 同比+25.1%, 毛利率 25.5%, 同比+2.7pct.; 国际板块实现收入 2.0 亿元, 同比-71.8%, 毛利率-30.4%, 同比-39.6%。公司国际业务主体平高国际工程实现收入 1.96 亿元, 净利润-1.62 亿元; 全年公司确认 14 个间隔 1000kV 组合电器和 97 个间隔 750kV 组合电器, 带动业绩较快增长。

产品实力持续提升, 海外市场持续开拓。公司完成高海拔特高压组合电器套管、800kV 快速断路器等国际首台套产品研制, 完成国际首台 550kV/80kA 大容量组合电器、252kV 真空断路器工程应用。公司调整

国际业务战略，深入推进单机市场全球化布局，8 种产品通过意大利 TCA 认证，252kV 组合电器打入欧洲高端市场。

风险提示：国内电网建设节奏不及预期；原材料价格大幅上涨；行业竞争加剧。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑到国内电网招标节奏和公司中标情况，下调 25-26 年盈利预测。我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 14.07/16.55/18.58 亿元（25-26 年原预测值为 15.39/18.38 亿元），当前股价对应 PE 分别为 17/14/13 倍，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 王蔚祺（S0980520080003）、王晓声（S0980523050002）

◆ 猫眼娱乐(01896.HK) 财报点评:电影大盘疲软及重点影片不佳致 24 年承压，积极进行股东回报

在线娱乐票务龙头，市场地位领先。猫眼娱乐是中国领先的“科技+全文娱”服务提供商，业务覆盖三大主要板块：在线娱乐票务服务、娱乐内容服务、广告服务及其他。公司股东资源优势显著，管理团队行业经验丰富，目前在电影票务和电影发行领域市占率领先，其中电影票务市占率达到 60%。因此公司业绩表现受电影大盘影响较大，近几年电影市场受疫情和供给周期的影响波动剧烈，公司业绩也呈现出较为明显的弹性。

大盘不佳致 24 年收入下滑，演出业务市占率持续提升。猫眼娱乐 2024 年实现收入 40.82 亿元，同比-14%，主要由于电影市场优质供给不足，大盘票房跌落至 425 亿元，同比-22.6%。分业务看，娱乐内容服务方面，收入 19.60 亿元，同比-14.8%，主要由于部分参与影片票房表现不及预期，但市场地位依旧稳健，公司全年参与国产影片票房达到 232 亿元，参与宣发影片达到 60 部，其中主控发行 36 部，数量和票房占比均创历史新高。在线票务服务方面，收入 19.22 亿元，同比-14.9%，主要是受到电影大盘表现不佳影响，但演出市场继续火热，票房达到 580 亿元，同比+15%，公司持续发力提升市占率，演唱会 GMV 同比+90%，一定程度上缓解了电影票务下滑的压力。

重点影片表现不佳影响利润表现，积极进行股东回报。猫眼娱乐 2024 年实现净利润 1.82 亿元，同比下降 80%。我们认为主要原因为：1) 发力演出票务带来相关成本增加，互联网基础设施成本同比增长 15%；2) 参与部分重点影片票房表现不佳，导致公司内容制作成本同比+55%。尽管业绩短期承压，公司仍然积极进行股东回报，全年回购 0.5 亿港元，2024 年股息为 0.32 港元/股，对应股息率约 4.3%，回购及分红合计金额占累计未分配利润近 50%，未来三年也将分派不少于当年归母净利润的 20%。

待映影片丰富，关注重点档期表现。公司目前储备项目丰富，已定档影片如《水饺皇后》《猎金游戏》《时间之子》《长安的荔枝》《熊猫计划 2》等，《得闲谨制》《恶意》《人鱼》《消失的人》《奇遇》《小妖怪的夏天》等影片也在稳步推进中，重点档期表现值得期待。

投资建议：2025 年电影市场大盘在《哪吒 2》拉动下有望实现复苏，但考虑到后续储备影片定档的不确定性，对全年的复苏力度仍保持相对谨慎态度，预计全年大盘为 500 亿元。公司 2025-2027 年实现收入 47.95/54.15/59.67 亿元，同比+17%/13%/10%，实现归母净利润 5.66/6.97/8.43 亿元，同比+211%/23%/21%。参考可比公司，给予猫眼娱乐 14-16xPE，对应目标价为 7.48-8.55 港元，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济下行、电影大盘不及预期、参与投资发行重点影片不及预期、行业竞争加剧、盈利预测和估值高估风险。

证券分析师： 张伦可（S0980521120004）、张衡（S0980517060002）、张昊晨（S0980525010001）

◆ 沪电股份(002463.SZ) 财报点评:AI 算力基建进入兑现期，季度业绩大幅环增

产品结构大幅调整，盈利能力显著提升。2024 年公司实现营业收入 133.42 亿元 (YoY +49.26%)，归母净利润 25.87 亿元 (YoY +71.05%)，扣非后归母净利润 25.46 亿元 (YoY +80.80%)；对应 4Q24 营收 43.31 亿元 (QoQ +20.74%，YoY +51.64%)，归母净利润 7.39 亿元 (QoQ +4.42%，YoY +32.07%)。盈利能力上 2024 年公司毛利率 34.54% (YoY +3.37pcts)，其中 4Q24 毛利率 31.80% (QoQ -3.14pcts，YoY -0.64pcts)。

AI 算力基建加速推进，带动 PCB 行业结构性增长，成为公司业绩增长的核心驱动力。

AI 算力相关营收近翻倍增长，板块毛利率 38%。2024 年公司企业通讯市场板实现营业收入 100.93 亿元，同比+71.94%，其中 AI 服务器和 HPC 相关 PCB 产品占公司企业通讯市场板营业收入的比重从 2023 年的约 21.13%增长至约 29.48%，同比增长近一倍，根据 Prismark 数据，全球相关需求复合增长率约达 40.2%。高速网络的交换机及其配套路由相关 PCB 产品约占 38.56%，2H24 环比增长超 90%。AI 将显著重塑高端 PCB 需求，PCB 行业将面临集中度进一步提升的趋势，公司 GPU 类产品、800G 交换机等高端产品已批量出货，通过前沿布局，公司在复杂市场中保持了韧性和竞争优势。

胜伟策亏损大幅收窄，汽车板竞争加剧导致毛利率下滑。2024 年公司汽车板实现营收 24.08 亿元 (YoY +11.6%)，毛利率 24.45% (YoY -1.2pct)。2024 年智能化成为市场重要趋势，L2 级辅助驾驶逐步普及。汽车 PCB 市场面临中低端供给过剩、价格竞争加剧、原材料波动及技术研发压力等多重挑战，叠加胜伟策汽车板业务尚未全面扭亏等因素影响，汽车板毛利率同比减少。其中公司毫米波雷达、采用 HDI 的自动驾驶辅助以及智能座舱域控制器、埋陶瓷、厚铜、P2Pack 等新兴汽车板产品市场持续成长，占公司汽车板营业收入的比重从 2023 年的约 25.96%增长至约 37.68%。

投资建议：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑到公司 2024 业绩亮眼，AI 算力基建进入兑现期，我们上调盈利预测，预计公司 2025-27 年实现归母净利润 35.2/46.6/55.5 亿元（25-26 年前值为 32.9/38.8 亿元），同比增速 35.9/32.5/19.2%，当前股价对应 PE 为 14/11/9x，维持“优于大市”评级。

风险提示：大客户需求不及预期；扩产不及预期；汇率风险。

证券分析师： 胡剑（S0980521080001）、胡慧（S0980521080002）、叶子（S0980522100003）、张大为（S0980524100002）、詹浏洋（S0980524060001）、李书颖（S0980524090005）

联系人： 连欣然

◆ 华虹半导体 (01347.HK) 海外公司财报点评:产能利用率维持高位，关注成熟制程国产化带来的增量空间

4Q24 毛利率与收入符合指引，1Q25 预期保持平稳。公司发布未经审核业绩：4Q24 实现销售收入 5.392 亿美元 (YoY+18.4, QoQ+2.4%)，符合指引(5.3-5.4 亿美元)，毛利率为 11.4% (YoY +7.4pct, QoQ -0.8pct)，略好于指引(9%-11%)，由于汇兑损失、新厂运营费用上升等因素影响 4Q24 净利润。公司预计 1Q25 收入约 5.3-5.5 亿美元，毛利率 11%-13%，整体保持平稳。

晶圆交付量环比增长，产能利用率保持高位。截至 4Q24 末，公司月产能折合 8 英寸为 391 千片，4Q24 付运晶圆折合 8 英寸为 1213 千片 (YoY +27.5%，QoQ+1.1%)，产能利用率 103.2% (YoY+19.1pct，QoQ-2.1pct) 保持稳定。其中，8 英寸晶圆收入 2.52 亿美元 (YoY+0.6%，QoQ-4.1%)，产能利用率 105.8% (QoQ-7.2pct)；12 英寸晶圆收入 2.86 亿 (YoY+40.2%，QoQ-9.0%)，产能利用率 100.9% (QoQ+2.4pct)。

下游应用环比保持稳定，独立非易失性存储器收入环比提升。按终端市场划分，整体环比保持稳定，电子消费品与计算机营收环比上升，对应环比增速为 4.1%、6.4%；工业与汽车保持稳定，通讯营收环比下降-2.0%；按技术平台划分，逻辑及射频环比回落 12.4%，独立非易失性存储器（营收占比 8.5%）环比增长 57%，需求保持旺盛；分立器件环比增长 1.0%，模拟与电源管理保持稳定；按工艺技术节点划分，0.15um 及 0.18um 和 0.25um 环比回落，55nm 及 65nm、90nm 及 95nm、0.11um 及 0.13um 环比增长。

4Q24 资本开支为 15.06 亿美元，建议关注成熟制程国产化带来的增量空间。4Q24 公司资本开支 15 亿美元主要用于 12 英寸扩产，华虹无锡制造二期项目项目总规划产能 8.3 万片/月，总投资 67 亿美元。中国占全球半导体市场 34%，根据 Omdia 数据，23 年中国区市场功率半导体国产化率 32.2%；模拟器件国产化率低于功率器件；华虹功率器件收入占比为 30.6%，模拟与电源管理收入占比为 22.7%，我们认为成熟制程国产化加速，公司将持续受益。此外，在本地化供应需求下，公司成为海外公司如意法半导体在中国的特色工艺代工选择，该类海外客户已有稳定客户群，未来有望对华虹 12 英寸产能扩充及盈利能力提供较好支撑。

投资建议：我们看好公司特色工艺代工拥有头部客户及领先工艺的龙头竞争力，根据公司指引，略调整

费用率与毛利率，我们预计 2025-2027 年净利润 1.07/1.68/2.31 亿美元（前值 25-26 年 1.70/2.95 亿美元），当前股价对应 2025 年 PB 为 1.26 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：下游需求放缓；新工艺导入不及预期；扩产不及预期。

证券分析师： 胡剑（S0980521080001）、胡慧（S0980521080002）、叶子（S0980522100003）、张大为（S0980524100002）

联系人： 连欣然

◆ 华工科技(000988.SZ) 财报点评:2024 年归母净利润同比增长 21%，高速光模块逐步放量

华工科技 2024 年总营业收入 117.09 亿元，同比增长 13.6%；归母净利润 12.21 亿元，同比增长 21.24%；扣非后归母净利润 8.97 亿元，同比增长 9.02%。其中，四季度单季营收 27.07 亿元，同比下降 10.24%；归母净利润 2.83 亿元，同比增长 46.32%。

三大业务齐头并进，积极拓展国际市场。2024 年公司联接业务营收 39.75 亿元，同比增长 23.75%，增长主要在 AIGC 应用领域，公司紧抓 AI 发展机遇，400G、800G 光模块规模交付，交付份额进一步扩充。感知业务实现营业收入 40.95 亿元，其中传感器业务收入 36.68 亿元，同比增长 12.9%；公司新能源汽车 PTC 热管理系统持续增长，传感器向汽车、光伏储能领域转型取得一系列新项目定点并量产，压力传感器基本实现陶瓷压力范围全覆盖，在小型化、大量程方向不断拓展。智能制造业务实现营业收入 34.92 亿元，同比增长 9.45%。公司在新能源汽车、船舶等重点行业的订单占比达到 87%，其中新能源汽车行业订单同比增长 33%，船舶行业订单同比增长 134%。公司积极拓展国际市场，在欧洲、北美、中东等市场，实现了多个海外市场从 0 到 1 的突破。公司 2024 年海外业务收入达 13.8 亿元，同比增长 25.6%。

毛利率小幅波动，费用管控良好。2024 年公司毛利率 21.55%，同比下降 1.56pct，主要受季度间营收结构波动影响；随着后续高速光模块逐步放量，公司毛利率有望持续改善，四季度毛利率环比提升 5.8pct 至 23.42%；公司费用管控良好，2024 年销售费用率/管理费用率/研发费用率同比分别变化 -0.07pct/-1.82pct/+0.11pct，至 4.61%/2.28%/7.49%。

公司重视新产品新技术研发，并突出差异化竞争。在智造领域公司突破了超长跨距光-电算力芯片技术、线性硅光集成芯片技术、半导体晶圆加工光场匀化和整形技术、带热障涂层高合材料和陶瓷基复合材料的激光加工工艺等技术，形成航空发动机气膜打孔装备、全国产化高端晶圆激光加工/量测装备、800G LP0 系列硅光模块、1.6T 硅光芯片及模块等一批重大关键新产品。采用云岭光电的自研 EML 芯片，公司产品价格相比竞争对手有较大优势。随着公司高速率光模块逐步突破海外市场，公司联接业务有望迎来快速增长。公司指引 2025 年一季度归母净利润较上年同期增长 34.54%-51.79%。

风险提示：AI 发展不及预期、技术创新发展不及预期、行业竞争加剧。

投资建议：预计公司 2025-2027 年收入分别为 156.4/205.1/245.8 亿元，归母净利润分别为 15.8/19.7/23.2 亿元，当前股价对应 PE 分别为 24/19/16X，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

证券分析师： 袁文翀（S0980523110003）

◆ 江苏银行(600919.SH) 财报点评:业绩稳中有升，资产质量稳健

营收和利润增速均有所提升。2024 年实现营收 808 亿元（YoY, +8.78%），归母净利润 318 亿元（YoY, +10.76%），增速较前三季度分别提升了 2.6 个和 0.7 个百分点。2024 年加权平均 ROE 为 13.59%，同比下降 0.93 个百分点，盈利能力仍处于同业前列。

净息差降幅明显收窄，净利息收入增速提升明显。2024 年净利息收入同比增长 6.3%，较前三季度增速提升了 4.8 个百分点，主要受益于净息差同比降幅大幅收窄。2024 年公司净息差 1.86%，同比收窄 12bps；上半年净息差 1.90%，同比收窄 38bps。

2024 年末资产总额 3.95 万亿元，贷款余额 2.10 万亿元，存款余额 2.11 万亿元（存贷款均不含应计利息），较年初分别增长 16.1%、10.7%和 12.8%。其中，零售和对公贷款较年初分别增长了 3.4%和 18.8%，

零售信贷需求疲软是行业共性。

OCI 账户浮盈实现高增。2024 年手续费及佣金净收入同比增长 3.3%，其他非息收入增速同比增长 18%。其中，其他非息收入增长主要来自于投资收益的增加，公允价值变动收益下降了 1.7%。其他综合收益由年初的 21.7 亿提升至年末的 92.8 亿元，OCI 浮盈大幅增加。

加大不良处置力度，不良率和拨备覆盖率均保持在同业前列。期末不良率 0.89%，与年初持平，主要是核销处置规模同比增长了 46%，加回核销处置后的不良贷款生成率 1.41%，同比提升了 24bps。期末关注率 1.40%，较 9 月末下降了 5bps，逾期率 1.12%，与 6 月末持平。经济下行周期中零售不良有所暴露为行业共性，公司加大了核销力度，不良指标处在较好水平，不良认定严格，期末“逾期 90+/不良余额”比值为 71%。拨备计提方面，期末拨备覆盖率 350%，较 9 月末下降了 0.9 个百分点，风险抵补能力依然充足。

投资建议：我们维持 2025-2027 年归母净利润 354/402/455 亿元的预测，对应的同比增速为 11.2%/13.5%/13.2%。当前股价对应 2025-2027 年 PB 值 0.70x/0.63x/0.56x。公司区域经济优势明显，资产质量优质，净息差降幅收窄，保持 30%的分红水平，当前股价对应的股息率为 5.3%，具备较强的吸引力，上调至“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济复苏不及预期会拖累公司净息差和资产质量。

证券分析师：田维韦（S0980520030002）、王剑（S0980518070002）

◆ 春风动力(603129.SH) 财报点评:2025 年一季度利润高增长，全地形车、极核等多元业务持续突破

摩托车及全地形车持续成长，2025Q1 收入同比增长 39%。春风动力 2024 年实现营收 150.4 亿元，同比增长 24.2%，归母净利润 14.7 亿元，同比增长 46.1%；2025Q1 实现营收 42.5 亿元，同比增长 38.9%，环比增长 18.5%，归母净利润 4.2 亿元，同比增长 49.6%，环比增长 6.3%。2024 年公司全地形车销售 16.91 万台，销售收入 72.10 亿元，同比增长 10.85%；两轮摩托内销 14.32 万台，营业收入 30.94 亿元，同比增长 44.44%，两轮摩托外销 14.33 万台，营业收入 29.43 亿元，同比增长 30.22%。2024 年极核销售 10.60 万辆，销售收入 3.97 亿元，同比增长 414.15%。

四轮车新品放量，叠加内部降本增效，促进盈利能力提升。2024 年公司毛利率 30.1%，同比-3.4pct，净利率 9.9%，同比+1.2pct，2025Q1 毛利率 29.7%，同比-2.8pct，净利率 9.9%，同比+0.4pct。毛利率同比下降受会计准则调整、极核占比提升等影响，净利率同比提升受益于 U10 PRO 等新品放量、内部降本增效。2025Q1 销售/管理/研发/财务费用率为 5.3%/4.8%/5.8%/-1.1%，同比分别 -5.1/-0.5/-0.3/+1.1pct，销售费用率同比下降由于会计准则调整、四轮新品促销活动减少等。

四轮车迎来产品大年，U10 PRO 等新品有望推动业务高弹性增长。2024 年公司迎来产品大年，根据公司北美官网，2024 年年初公司推出三款新品，分别是 CFORCE 800 TOURING、CFORCE 1000 TOURING、ZFORCE 950 Sport 4，增强在 ATV 领域的竞争力，拓展 SSV 产品线。2024H2 U10 PRO/U10 XL PRO/Z10/Z10-4 等多款重磅新品上市，新品较原有产品的动力性大幅提升，公司有望凭借新品在高端领域实现向上突破，加速突破高端市场。

国内摩托车新品及改款频出，积极拓展出口业务。国内两轮摩托新品频出，2024 年推出 150SC/450MT/500SR V00M/675SR-R 等新品，2025 年推出 700MT/450SR 2025 款/675NK/250CL-C 2025 款/450SR-S 2025 款等，持续提升竞争力。出口方面，公司在海外各国导入摩托车，美国官网推出街车、仿赛、ADV、mini、巡航太子等众多车型，摩托车产品在海外市场上较对手具备较高性价比优势，摩托车外销有望迎来较快发展。

电动两轮车快速突破，极核构建第三成长曲线。2024 年 6 月，极核新品发布会上正式公布其产品矩阵“MEGA CITY”，涵盖多种系列产品，其中 AE 系列追求极致性能，CITY 系列追求城市玩乐，EZ 为中性系列，MO 系列针对女性用户，GO 系列打造超高性能。2024 年极核销量快速提升，公司拟在浙江桐乡建设年产 300 万台两轮车及核心部件的生产基地，依托于春风过去摩托车领域的积累，有望在电动两轮车市场快速突破。

盈利预测与估值：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到公司四轮及两轮放量较快，预期 25/26/27 年归母净利润为 17.15/22.59/27.32 亿元（原 25/26/27 年 16.99/21.02/23.49 亿元），每股收益分别为 11.24/14.80/17.90 元（原 25/26/27 年 11.22/13.88/15.51 元），对应 PE 分别为 13/10/8 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：新车上市节奏及销量不及预期；汇率、运费等外部环境波动；中美贸易环境变化；库存水平过高。

证券分析师：唐旭霞（S0980519080002）、唐英韬（S0980524080002）

◆ 爱玛科技(603529.SH) 财报点评:2024 年利润率改善，产品、渠道完善有望促进量价齐升

2024 年收入及利润同比小幅增长。爱玛科技 2024 年实现营收 216.1 亿元，同比增长 2.7%，归母净利润 19.9 亿元，同比增长 5.7%；2024Q4 实现营收 41.4 亿元，同比增长 15.7%，环比下降 39.7%，归母净利润 4.3 亿元，同比增长 34.2%，环比下降 28.0%。2024 年行业需求疲软，公司受国检等影响，收入及利润同比小幅增长；2024Q4 利润同比增速较高，主要是前期计提激励费用加回。2024 年爱玛电动自行车销售 753.6 万辆，同比下降 0.9%，电动摩托车销售 236.9 万辆，同比下降 11.8%，电动三轮车销售 55.0 万辆，同比增长 28.9%，电动三轮车需求旺盛，销量增长较快。

2024 年价格战缓解，利润率提升。2024 年公司毛利率 17.8%，同比+1.3pct，净利率 9.3%，同比+0.3pct，2024Q4 毛利率 19.5%，同比-0.4pct，环比+2.7pct，净利率 10.6%，同比+1.3pct，环比+1.7pct。2024 年毛利率及净利率同比提升，主要由于 2024 年行业价格战缓解，公司整体盈利改善。2024 年公司的销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.6%/2.6%/3.1%/-1.3%，销售/管理/研发/财务费用率同比分别+0.6/+0.3/+0.2/+0.7pct，销售及管理费用率小幅提升。

产品线丰富，积极开拓渠道，有望实现销量及份额提升。2025 年 2 月爱玛召开 2025 年度经销商峰会，指明 2025 年发展方向及战略目标。产品方面推出女性产品线、科技产品线、商用车产品线、三四轮产品线、精品及服务产品线，全面覆盖用户需求，女性产品线的元宇宙、爱玛 Q5 等外观亮眼；科技产品线的 A7Plus 主打高性能、长续航等特点；渠道方面，公司现有终端门店 3 万家，以旧换新带动行业需求较好，将积极提升门店数，并加强经销商管理提升店效，有望促进销量及市占率提升。

电动三轮车业务有望成为新增长点。根据华经产业研究院，2022 年中国电动三轮车销量 1395 万辆，爱玛产品涵盖休闲三轮、篷车三轮、货运三轮等多种品类，2024 年电动三轮车销售 55 万辆，同比增长 28.9%，销量快速提升，2025 年公司推出高端三轮乐享 CA500 至臻版，电动三轮产品逐步完善，加强新品导入终端门店，电动三轮业务将打开成长空间。

盈利预测与估值：上调盈利预测，维持“优于大市”评级。考虑到国内以旧换新补贴带动行业需求提升，公司积极拓展门店，销量及盈利有望改善，上调盈利预测，预期 25/26/27 年归母净利润为 26.23/31.37/37.26 亿元（原 25/26/27 年 24.29/28.90/31.89 亿元），每股收益分别为 3.04/3.64/4.32 元（原 25/26/27 年 2.82/3.35/3.70 元），对应 PE 分别为 14/12/10 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：政策推进节奏不及预期，行业价格战，消费能力疲软，新车发布及销售不及预期，库存水平过高。

证券分析师：唐旭霞（S0980519080002）、唐英韬（S0980524080002）

◆ 福耀玻璃(600660.SH) 财报点评:归母净利润同比增长 46%，持续推进提质增效

2025Q1 归母净利润同比增长 46%。福耀玻璃 2025Q1 实现营收 99.1 亿元，同比增长 12.16%（中汽协口径，一季度国内汽车销量同比增长 11.2%），环比下降 9.40%；实现归母净利润 20.3 亿元，同比增长 46.25%，环比增长 0.52%；实现归母扣非净利润 19.87 亿，同比增长 30.90%，环比增长 4.83%。

2025Q1 毛利率为 35.40%，环比+3.28pct。公司 2025Q1 毛利率为 35.40%，同比存在会计准则调整影响，环比+3.28pct；净利率为 20.50%，同比+4.79pct，环比+2.02pct。公司持续推进提质增效，考虑核心利润（营业收入-营业成本-税金-销售费用-管理费用-研发费用），2025Q1 核心利润率为 20.44%，同比提

升 0.96pct，环比提升 0.32pct。同时 25Q1 国内重质纯碱价格基本维持 1500-1600 元/吨水平，同比去年一季度 2936-2000 元/吨价格明显下降，原材料有望持续贡献利好。

汽车玻璃智能化演进加速，行业有望进入新一轮爆发时刻。汽车玻璃单车面积 4 m² 以上，具备智能化升级空间，近几年小米、蔚来、比亚迪等推动镀膜天幕及调光天幕上车；宝马提出 P-HUD 概念，汽车玻璃智能化加速。福耀重视技术研发，目前具备智能全景天幕玻璃、可调光玻璃、抬头显示玻璃等高附加值产品，24 年高附加值产品占比同比提升 5pct，后续有望进入新一轮爆发时刻。

福耀竞争优势来自规模效应、高自动化、垂直产业链、人力成本等，向后展望，出海与高附加值产品开启新一轮成长周期。量端，24 年公司汽玻销量 156 百万平方米，按每辆车 4.3 平米折算，相当于装配 3600 万辆汽车，测算全球市占率 36%+，同比提升 1.88pct。公司积极在福清、安徽、北美扩产，有望开启新一轮产能周期，继续增强头部企业虹吸效应，市占率有望持续提升。价端，汽玻单平方米价格由 20 年 174 元提升至 24 年 229 元，CAGR 为 7.0%，伴随高附加值玻璃渗透，我们预测行业单车价值 25-27 年 CAGR 为 7%+。

风险提示：公司汽玻业务出海节奏、SAM 整合进度。

投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级。公司是全球汽玻龙头，智能化大趋势下，汽车玻璃有望 1) 单车玻璃面积从 4 m² 增长到 6 m²；2) 单平方米价值量提升（HUD、调光、镀膜、隔热、包边、5G 通信等），单车价值从 600 元提升至今年约 1000 元，远期展望 2000 元以上。后续调光玻璃、P-HUD、智能化产品打开新天地，行业 ASP 有望持续提升。考虑公司高附加值产品份额增长、海外进展顺利，我们维持盈利预测，预计 25-27 年归母净利润 88.1/100.9/118.5 亿元，低估值、高分红（21-24 年分红比例维持 60%+）的全球汽车玻璃龙头，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 唐旭霞（S0980519080002）

联系人： 余珊

◆ 天山铝业(002532.SZ) 财报点评: 受益于全产业链优势，冶炼利润充分释放

2024 年公司归母净利润同比增长 102%。2024 年实现营收 280.9 亿元（-3.1%），归母净利润 44.6 亿元（+102.0%），扣非归母净利润 43.1 亿元（+128.8%），经营性净现金流 52.2 亿元（+33.3%）。公司公布 2024 年度利润分配预案，预计年内累计分红 18.5 亿元，占公司 2024 年度归母净利润 41.4%。公司盈利增加主因铝价上涨，同时氧化铝完全自给，冶炼利润充分释放。2024 年受益于氧化铝价格上涨，氧化铝销售毛利润 21.2 亿元，同比增加 20 亿元。

主要产品产量：2024 年电解铝产量 117.6 万吨，达到近年来最高水平；氧化铝产量 228 万吨，同比增加 16 万吨。公司继续大幅压缩铝锭贸易业务，2024 年贸易铝锭销量 3.2 万吨，同比减少 91%。

主要产品毛利润：2024 年公司自产铝锭售价 17493 元/吨，同比增加 948 元/吨；自产铝锭成本 13582 元/吨，同比增加 474 元/吨，吨毛利 3912 元/吨，同比增加 474 元/吨。2024 年公司氧化铝售价 3505 元/吨，同比增加 992 元/吨；氧化铝成本 2488 元/吨，同比增加 48 元/吨，吨毛利 1016 元/吨，同比增加 945 元/吨。

继续夯实上游资源端，并新建 24 万吨电解铝产能。公司闲置 24 万吨电解铝产能指标如果建成投产，原铝产量有望增加 21%。在资源端，公司已获得广西孟麻街-南坡铝土矿采矿权证，即将进入开采阶段，年开采规模 100 万吨。国外资源方面，收购的几内亚铝土矿公司年产能 500-600 万吨，已进入全链条运营阶段，铝土矿陆续发运回国。

风险提示：铝价下跌风险，海外项目进度不及预期风险。

投资建议：维持“优于大市”评级

假设 2025-2027 年铝现货价格为 20500 元/吨，氧化铝价格为 3300 元/吨，预焙阳极价格 5000 元/吨，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 48.11/57.01/61.28 亿元，同比增速 8.0/18.5/7.5%；摊薄 EPS 分别为 1.03/1.23/1.32 元，当前股价对应 PE 分别为 7.1/6.0/5.6x。公司全产业链配套布局，成功抵御原材料价格波动风险，将受益于行业高景气周期，同时启动闲置电解铝产能指标建设，并进一步加强铝土矿资源保障能力，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 刘孟峦（S0980520040001）、焦方冉（S0980522080003）

◆ 税友股份(603171.SH) 财报点评:利润逐步恢复,持续构建财税 AIBM 生态

24 年收入稳步增长,利润有所恢复。2024 年公司营业收入 19.45 亿元(+6.38%);归母净利润 1.13 亿元(+35.01%),扣非归母净利润 0.82 亿元(+35.65%)。单 Q4 来看,公司收入 6.62 亿元(+4.48%),归母净利润-0.03 亿元(+83.29%),扣非归母净利润-0.24 亿元(+1.88%)。

B 端依然保持较高盈利水平,构建财税 AIBM 生态服务。公司数智财税业务加大合规税优产品市场推广及服务支持团队投入,24 年实现收入 11.77 亿元(+8.46%),净利润 2.49 亿元(+1.60%)。公司持续推动“财税实务+合规税优+财经管理”三层价值体系的构建,打造覆盖财税全链路的 Agent 应用工厂。以 Agentic AI 技术驱动的合规税优产品,实现规模化推广和交付。AI 产品占数智财税业务收入贡献中的比例已超过 20%。

亿企赢平台用户数实现跨越式增长。截止 24 年底,平台活跃企业用户 1070 万,较年初增长 30.5%;平台付费企业用户 707 万户,较年初增长 24.5%。亿企赢平台基础合规产品(风控预警 Agent、合规评估 Agent 等)用户快速增长,付费用户数 112,741 家;进阶合规产品(税优规划 Agent、咨询顾问 Copilot 等)实现从 0 到 1 的突破,付费用户数近 2,000 家。创新业务方面,公司亿企薪福平台已服务客户超过 20 万家,月服务人次超过 5,100 万;亿企数科完成了 30 多家大型集团客户的签约。

G 端亏损有所收窄,金税四期建设有望加速。公司数字政务业务 24 年收入 7.63 亿元(+3.37%),净利润-1.36 亿元,亏损收窄 2653.65 万元。在法人税费治理方面,公司支撑金税四期新电局、税智撑项目和税务人端项目全国推广上线。在自然人税费治理方面,公司实现个税股权转让数据分析和精算服务在全国 20 个省市推广上线。同时,公司积极探索税务数据要素价值应用,公司已形成风险、稽查、信用、征管和基础数据服务等 5 条主营产品线。24 年公司数据价值服务及产品实现营业收入 2.67 亿元,同比增长 42.47%。

风险提示:宏观经济影响 IT 支出;行业竞争加剧;新业务拓展不及预期。

投资建议:维持“优于大市”评级。由于宏观经济复苏较缓,且 G 端业务持续亏损,我们下修盈利。预计 2025-2027 年公司收入为 22.21/25.66/29.90 亿元,归母净利润为 2.52/3.54/4.70 亿元(原预测 25-26 年为 3.58/4.56 亿元),对应当前 PE 为 71/51/38 倍。考虑到公司 B 端业务仍健康增长,AI 赋能后相关产品有望高增长;金税四期建设有望加速,G 端有望逐步减亏,维持“优于大市”评级。

证券分析师: 熊莉(S0980519030002)、库宏垚(S0980520010001)

◆ 启明星辰(002439.SZ) 财报点评:24 年承压较大,与移动协同打造新增长点

收入和利润 24 年承压较大。2024 年公司营业收入 33.15 亿元(-26.44%);归母净利润-2.26 亿元(-130.53%),扣非归母净利润-1.32 亿元(-127.98%)。单 Q4 来看,公司收入 9.89 亿元(-49.88%),归母净利润-0.16 亿元(-103.25%),扣非归母净利润 0.16 亿元(-96.55%)。2024 年外部环境和下游需求压力较大,预算下滑、部分项目延期等对公司产生较大的负面影响;同时投资收益和公允价值变动收益较去年同期下降约 3.52 亿元(税后)。

25Q1 下游需求仍未明显好转,但收入质量显著提升。公司公布 25Q1 预告,25 年第一季度,公司收入约 6.0 至 6.8 亿元,下滑约 26%至 35%;归母净利润 110 万至 165 万元,实现扭亏为盈;扣非归母净利润-5600 万至-4800 万元,亏损同比略有扩大。公司毛利率提升 8 个百分点;三费合计较上年同期降低 15%。25Q1 归母净利润扭亏,主要系公司主动管理非经常性损益的波动,获得显著回报。

信创和云安全表现相对较好。公司安全产品收入 19.05 亿元(-26.12%);安全运营服务 13.83 亿元(-27.20%)。信创领域,公司发布超 300 款国产化产品,提供信创云资源池、信创工业安全、信创数据安全治理平台等新兴领域方案,收入增速超 15%。云安全领域,已经全面承接移动云安全产品研发和运营,已完成 24 款产品上线移动云商城,收入增速 20%以上。

和移动协同进一步深化,打造新增长点。2024 年,公司与中国移动完成了 10 亿以上的关联交易,其中协同拓展产生的销售额占比约 70%以上,2025 年公司预期向移动及其控制企业销售商品金额约 19.5 亿。

除此之外，公司承担了中国移动安全大模型战略研发任务，在“AI+安全运营”方面，公司打造了“安星人工智能运营系统”。另一方面，公司在个人与家庭智慧场景的商业模式上取得突破，将安全能力深度集成至“移动云电脑”等中国移动入口级产品，负责保障用户云端服务安全可靠，月活用户数量达百万级。

风险提示：宏观经济影响 IT 支出；行业竞争加剧；新业务拓展不及预期。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。由于 24 年公司及整个行业均承受了较大的需求下行压力，下调公司盈利预测。预计 2025-2027 年营收 35.31/39.89/45.15 亿元；归母净利润为 1.35/2.88/4.38 亿元，对应当前 PE 为 135/63/42 倍。由于公司与中国移动协同在各个方面逐步成熟，体量有望增长，且持续开拓新业务。公司有望逐步修复，维持“优于大市”评级。

证券分析师：熊莉（S0980519030002）、库宏焱（S0980520010001）

金融工程

◆ 金融工程专题报告：海外资管机构月报-3 月美国大盘成长风格基金回撤中位数超 8%，今年以来表现持续落后于价值风格基金

美国公募基金市场月度收益

2025 年 3 月，美国股票型基金业绩弱于国际股票基金、债券基金和资产配置基金。具体来看，3 月美国股票型基金、国际股票型基金、债券型基金、资产配置型基金收益中位数分别为-5.65%、-1.62%、-0.27%、-2.62%。

美国非货币公募基金资金流向

按管理方式：2025 年 3 月，主动管理型基金整体净流出 307 亿美元，被动基金整体净流入 544 亿美元。

按资产类型：2025 年 3 月，美国市场开放式基金中，股票型基金资金净流出较多，达 582 亿美元。

2025 年 3 月，美国市场 ETF 中，股票型、债券型 ETF 资金净流入较多，分别达 533 亿、240 亿美元。

值得注意的是，股票型基金中，开放式基金与 ETF 资金流向相反，表现为资金流出股票型开放式基金并流入 ETF。

头部资管机构资金净流入

统计美国市场在管基金规模 Top10 资管机构旗下开放式基金 2025 年 3 月资金净流入：American Funds、Vanguard 资金净流出较多，分别净流出 121 亿美元和 119 亿美元。

ETF 方面，2025 年 3 月美国 ETF 规模 Top10 资管机构除了 State Street 和 VanEck 外均有净流入，其中 iShares 和 Vanguard 净流入最多，分别为 389 亿美元和 275 亿美元。

美国公募基金市场新发产品

2025 年 3 月，美国基金市场新成立基金共 58 只，其中包括 48 只 ETF 和 10 只开放式基金产品；按资产类别区分，2025 年 3 月新成立股票型基金 38 只、债券型基金 8 只、资产配置型基金 2 只。

海外资管机构观点梳理

我们围绕海外头部资管机构近期较为关注的主题，从资管机构公开发布的报告及文章中，整理海外头部资管机构的市场观点及配置建议摘要。本月热点主题包括：欧美政策走势、外资对股票市场观点等。

风险提示：市场环境变动风险，本报告基于客观数据，不构成投资建议。

证券分析师：张欣慰（S0980520060001）、杨昕宇（S0980525040001）

◆ 金融工程周报：热点追踪周报-由创新高个股看市场投资热点（第 190 期）

乘势而起：市场新高趋势追踪：截至 2025 年 4 月 18 日，上证指数、深证成指、沪深 300、中证 500、中证 1000、中证 2000、创业板指、科创 50 指数 250 日新高距离分别为 6.10%、14.91%、11.36%、12.16%、

11.80%、13.19%、24.95%、10.49%。中信一级行业指数中银行、商贸零售、汽车、农林牧渔、电力及公用事业行业指数距离 250 日新高较近，石油石化、煤炭、电力设备及新能源、医药、基础化工行业指数距离 250 日新高较远。概念指数中，银行、银行精选、黄金、农业、鸡产业、工程机械等概念指数距离 250 日新高较近。

见微知著：利用创新高个股进行市场监测：截至 2025 年 4 月 18 日，共 541 只股票在过去 20 个交易日间创出 250 日新高。其中创新高个股数量最多的是机械、基础化工、医药行业，创新高个股数量占比最高的是银行、农林牧渔、交通运输行业。按照板块分布来看，本周制造、周期板块创新高股票数量最多；按照指数分布来看，中证 2000、中证 1000、中证 500、沪深 300、科创 50、创业板指指数中创新高个股数量占指数成份股个数比例分别为：12.25%、9.30%、7.40%、6.33%、10.00%、4.00%。

平稳创新高股票跟踪：我们根据分析师关注度、股价相对强弱、趋势延续性、股价路径平稳性、创新高持续性等角度，本周从全市场创新高股票中筛选出了包含万辰集团、恒玄科技、艾力斯等 33 只平稳创新高的股票。按照板块来看，创新高股票数量最多的是消费、周期板块，分别有 10、7 只入选。其中，消费板块中创新高最多的是食品饮料行业；周期板块中创新高最多的是基础化工行业。

风险提示：市场环境变动风险，模型失效风险，本报告基于历史客观数据统计，不构成任何投资建议，历史股价表现不代表未来股价表现。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、胡志超（S0980524070001）

◆ 金融工程周报：港股投资周报—低估值板块领涨，港股精选组合年内上涨 12.72%

港股精选组合绩效回顾

本周，港股精选组合绝对收益 1.70%，相对恒生指数超额收益-0.60%。

本年，港股精选组合绝对收益 12.72%，相对恒生指数超额收益 6.06%。

港股市场创新高热点板块跟踪

我们根据分析师关注度、股价相对强弱、股价路径平稳性、创新高连续性等角度在过去 20 个交易日创出过 250 日新高的股票池中筛选出平稳创新高股票。

近期，卓越教育集团等股票平稳创出新高。

按照板块来看，创新高股票数量最多的是消费板块，其次为医药、大金融、周期、科技和制造板块，具体个股信息可参照正文。

港股市场一周回顾

宽基指数方面，本周港股通 50 指数收益最高，累计收益 2.97%；恒生科技指数收益最低，累计收益-0.27%。

行业指数方面，本周金融业行业收益最高，累计收益 4.39%；工业行业收益最低，累计收益-0.15%。

概念板块方面，本周贵金属概念板块收益最高，累计收益 8.87%；智能家居概念板块收益最低，累计收益-5.20%。

南向资金监控

南向资金整体方面，本周港股通累计净流入 232 亿港元，近一个月以来港股通累计净流入 2184 亿港元，今年以来港股通累计净流入 6045 亿港元，总体来看近期南向资金呈现出整体流入的走势。

本周港股通资金中，阿里巴巴-W、腾讯控股和小米集团-W 流入金额最多，中芯国际、中国石油化工股份和蒙牛乳业流出金额最多。

投资港股公募基金表现监控

本周，港股通股票收益中位数 0.41%，投资港股的主动基金收益中位数 1.25%。

本年，港股通股票收益中位数-3.22%，投资港股的主动基金收益中位数 6.31%。

风险提示：市场环境变动风险，模型失效风险。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、张宇（S0980520080004）

◆ 金融工程周报:主动量化策略周报-红利与微盘领涨,成长稳健组合本年排名主动股基前 11%

国信金工主动量化策略表现跟踪:

本周,优秀基金业绩增强组合绝对收益 0.08%,相对偏股混合型基金指数超额收益 0.11%。本年,优秀基金业绩增强组合绝对收益-3.71%,相对偏股混合型基金指数超额收益-3.47%。今年以来,优秀基金业绩增强组合在主动股基中排名 69.93%分位点(2426/3469)。

本周,超预期精选组合绝对收益 0.58%,相对偏股混合型基金指数超额收益 0.62%。本年,超预期精选组合绝对收益 1.82%,相对偏股混合型基金指数超额收益 2.06%。今年以来,超预期精选组合在主动股基中排名 27.93%分位点(969/3469)。

本周,券商金股业绩增强组合绝对收益-1.13%,相对偏股混合型基金指数超额收益-1.10%。本年,券商金股业绩增强组合绝对收益 0.82%,相对偏股混合型基金指数超额收益 1.06%。今年以来,券商金股业绩增强组合在主动股基中排名 33.99%分位点(1179/3469)。

本周,成长稳健组合绝对收益 1.57%,相对偏股混合型基金指数超额收益 1.61%。本年,成长稳健组合绝对收益 6.58%,相对偏股混合型基金指数超额收益 6.81%。今年以来,成长稳健组合在主动股基中排名 10.75%分位点(373/3469)。

本周,股票收益中位数 0.47%,56%的股票上涨,44%的股票下跌;主动股基中位数-0.09%,46%的基金上涨,54%的基金下跌。

本年,股票收益中位数-2.52%,42%的股票上涨,58%的股票下跌;主动股基中位数-1.43%,39%的基金上涨,61%的基金下跌。

优秀基金业绩增强组合:

在构建量化组合时,从传统地对标宽基指数,转变为对标主动股基。在借鉴优秀基金持仓的基础上,采用量化方法进行增强,达到优中选优的目的。

超预期精选组合:

以研报标题超预期与分析师全线上调净利润为条件筛选超预期事件股票池,接着对超预期股票池进行基本面和技术面两个维度的精选,挑选出同时具备基本面支撑和技术面共振的超预期股票,构建超预期精选股票组合。

券商金股业绩增强组合:

以券商金股股票池为选股空间和约束基准,采用组合优化的方式控制组合与券商金股股票池在个股、风格上的偏离,构建券商金股业绩增强组合。

成长稳健组合:

采用“先时序、后截面”的方式,构建成长股二维评价体系。以研报标题超预期及业绩大增为条件筛选成长股股票池,根据距离正式财报预约披露日的间隔天数进行分档,优先选择距离财报预约披露日较近的股票,当样本数量较多时,采用多因子打分精选优质个股,构建 100 只股票等权组合。

风险提示:市场环境变动风险,模型失效风险。

证券分析师: 张欣慰(S0980520060001)、张宇(S0980520080004)

◆ 金融工程周报:多因子选股周报-成长价值因子共振,三大指增组合本周均跑赢基准

国信金工指数增强组合表现跟踪

- 沪深 300 指数增强组合本周超额收益 0.79%,本年超额收益 2.38%。
- 中证 500 指数增强组合本周超额收益 0.58%,本年超额收益 2.73%。
- 中证 1000 指数增强组合本周超额收益 1.17%,本年超额收益 4.33%。

因子表现监控

以沪深 300 指数为选股空间。最近一周，预期 BP、预期净利润环比、BP 等因子表现较好，而特异度、标准化预期外收入、三个月机构覆盖等因子表现较差。最近一月，非流动性冲击、三个月换手、一个月波动等因子表现较好，而单季 ROE、高管薪酬、单季 ROA 等因子表现较差。

以中证 500 指数为选股空间。最近一周，单季净利同比增速、标准化预期外盈利、单季超预期幅度等因子表现较好，而三个月反转、一个月反转、一年动量等因子表现较差。最近一月，三个月换手、三个月波动、一个月换手等因子表现较好，而特异度、单季 EP、单季 SP 等因子表现较差。

以中证 1000 指数为选股空间。最近一周，预期 PEG、标准化预期外收入、BP 等因子表现较好，而一个月反转、高管薪酬、DELTAROA 等因子表现较差。最近一月，一个月换手、三个月换手、一个月波动等因子表现较好，而一个月反转、特异度、DELTAROA 等因子表现较差。

以公募重仓指数为选股空间。最近一周，预期净利润环比、标准化预期外盈利、单季盈利同比增速等因子表现较好，而三个月反转、高管薪酬、一个月反转等因子表现较差。最近一月，非流动性冲击、一个月换手、三个月换手等因子表现较好，而特异度、SPTTM、预期 EPTTM 等因子表现较差。

公募基金指数增强产品表现跟踪

目前，公募基金沪深 300 指数增强产品共有 67 只（A、C 类算作一只，下同），总规模合计 819 亿元。中证 500 指数增强产品共有 68 只，总规模合计 491 亿元。中证 1000 指数增强产品共有 46 只，总规模合计 169 亿元。

沪深 300 指数增强产品最近一周：超额收益最高 0.76%，最低-0.44%，中位数 0.17%。最近一月：超额收益最高 2.35%，最低-3.12%，中位数-0.08%。

中证 500 指数增强产品最近一周：超额收益最高 1.12%，最低-0.44%，中位数 0.48%。最近一月：超额收益最高 3.81%，最低-2.01%，中位数 0.79%。

中证 1000 指数增强产品最近一周：超额收益最高 1.40%，最低-0.30%，中位数 0.55%。最近一月：超额收益最高 4.21%，最低-0.38%，中位数 1.47%。

风险提示：市场环境变动风险，因子失效风险。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、张宇（S0980520080004）

◆ 金融工程周报:ETF 周报-上周沪深 300ETF 净申购金额超 320 亿元

ETF 业绩表现

上周（2025 年 04 月 14 日至 2025 年 04 月 18 日，下同）股票型 ETF 周度收益率中位数为-0.27%。宽基 ETF 中，上证 50ETF 涨跌幅中位数为 1.50%，收益最高。按板块划分，大金融 ETF 涨跌幅中位数为 2.30%，收益最高。按主题进行分类，银行 ETF 涨跌幅中位数为 4.18%，收益最高。

ETF 规模变动及净申购

上周股票型 ETF 净申购 343.25 亿元，总体规模增加 413.16 亿元。在宽基 ETF 中，上周沪深 300ETF 净申购最多，为 325.66 亿元；按板块来看，科技 ETF 净申购最多，为 0.42 亿元；按热点主题来看，芯片 ETF 净申购最多，为 4.72 亿元。

ETF 基准指数估值情况

在宽基 ETF 中，创业板类 ETF 的估值分位数相对较低；按板块来看，消费 ETF 的估值分位数相对温和；按照细分主题来看，酒、医药 ETF 的估值分位数相对较低。与前周相比，上证 50、银行、红利、大金融 ETF 的估值分位数明显提升。

ETF 融资融券情况

上周一至周四股票型 ETF 融资余额由前周的 446.88 亿元下降至 440.99 亿元，融券余量由前周的 22.22 亿份下降至 21.93 亿份。在日均融资买入额、融券卖出量最高的前 10 只 ETF 中，科创板 ETF 和芯片 ETF 的日均融资买入额较高，中证 1000ETF 和沪深 300ETF 的日均融券卖出量较高。

ETF 管理人

截至上周五，华夏、易方达、华泰柏瑞三家基金公司的已上市、非货币 ETF 总规模排名前三。本周将有摩根中证 A500 增强策略 ETF、嘉实国证自由现金流 ETF、汇添富上证科创板 100ETF、易方达中证国央企 50ETF、招商中证全指自由现金流 ETF 5 只 ETF 发行。

风险提示：市场环境变动风险，风格切换风险。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、杨昕宇（S0980525040001）

◆ 金融工程周报:基金周报-全市场 ETF 规模突破 4 万亿,首批 4 只科创综指增强策略 ETF 申报

上周市场回顾。上周 A 股市场主要宽基指数走势出现分化，上证综指、沪深 300、科创 50 指数收益靠前，收益分别为 1.19%、0.59%、-0.31%，中小板指、创业板指、深证成指指数收益靠后，收益分别为-1.15%、-0.64%、-0.54%。

从成交额来看，上周主要宽基指数成交额均有所下降。行业方面，上周银行、房地产、煤炭收益靠前，收益分别为 4.23%、3.78%、2.62%，国防军工、农林牧渔、计算机收益靠后，收益分别为-2.73%、-2.03%、-0.98%。

截至上周五，央行逆回购净投放资金 3338 亿元，逆回购到期 4742 亿元，净公开市场投放 8080 亿元。1 年期、3 年期和 5 年期期限的国债利率均有所上行，利差缩窄 3.97BP。

上周共上报 44 只基金，较上上周申报数量有所下降。申报的产品包括 1 只 QDII，4 只 FOF，华夏凯德商业资产 REIT、汇添富上证科创板人工智能 ETF、汇添富恒生港股通中国科技 ETF、华夏中证 500 自由现金流 ETF、万家国证港股通科技 ETF 等。

近日，永赢基金、易方达基金、银华基金和嘉实基金申报了科创综指增强策略 ETF。

4 月 18 日，中国证监会官网公布了最新的个人养老金基金名录和个人养老金基金销售机构名录。截至 2025 年 3 月 31 日，个人养老金基金数量达 288 只，个人养老金基金销售机构数量为 52 家，其中商业银行（19 家）、证券公司（25 家）、独立基金销售机构（8 家）。

开放式公募基金表现。上周主动权益、灵活配置型、平衡混合型基金收益分别为-0.04%、0.00%、0.00%。今年以来另类基金业绩表现最优，中位数收益为 7.15%，主动权益型、灵活配置型和平衡混合型基金的中位数收益分别为-1.17%、-1.10%、-1.52%。

上周指数增强基金超额收益中位数为 0.30%，量化对冲型基金收益中位数为 0.07%。今年以来，指数增强基金超额中位数为 0.96%，量化对冲型基金收益中位数为 0.31%。

截至上周末，开放式公募基金中共有普通 FOF 基金 240 只、目标日期基金 117 只、目标风险基金 157 只。今年以来，目标风险基金中位数业绩表现最优，累计收益率为-0.17%。

基金产品发行情况。上周新成立基金 25 只，合计发行规模为 204.76 亿元，较前一周有所增加。此外，上周有 34 只基金首次进入发行阶段，本周将有 27 只基金开始发行。

风险提示：市场环境变动风险，风格切换风险。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、陈梦琪（S0980524070009）

◆ 金融工程日报:金融工程日报-沪指缩量调整,6G 概念爆发、银行、地产持续走强

市场表现：20250418 规模指数中证 500 指数表现较好，板块指数中北证 50 指数表现较好，风格指数中沪深 300 价值指数表现较好。通信、房地产、综合金融、银行、非银行业表现较好，消费者服务、纺织服装、农林牧渔、商贸零售、食品饮料行业表现较差。射频及天线、毫米波、6G、基站、4G 等概念表现较好，乳业、反关税、北部湾自贸区、离境退税、动物保健精选等概念表现较差。

市场情绪：20250418 收盘时有 63 只股票涨停，有 23 只股票跌停。昨日涨停股票今日表现低迷，赚钱效应较弱，高开低走，收盘收益为-0.21%，昨日跌停股票今日收盘收益为-6.50%。今日封板率 67%，较前日下降 8%，连板率 18%，较前日下降 23%。

市场资金流向：截至 20250417 两融余额为 18103 亿元，其中融资余额 17990 亿元，融券余额 113 亿元。两融余额占流通市值比重为 2.4%，两融交易占市场成交额比重为 8.5%。

折溢价：20250417 当日 ETF 溢价较多的是 5G50ETF，ETF 折价较多的是科创 50ETF 指数。近半年以来大宗交易日均成交金额达到 15 亿元，20250417 当日大宗交易成交金额为 6 亿元，近半年以来平均折价率 5.33%，当日折价率为 3.20%。近一年以来上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 股指期货主力合约的年化贴水率中位数分别为 0.30%，1.73%，7.08%，10.93%，当日上证 50 股指期货主力合约年化贴水率为 5.56%，处于近一年来 23%分位点，当日沪深 300 股指期货主力合约年化贴水率为 10.30%，处于近一年来 14%分位点；当日中证 500 股指期货主力合约年化贴水率为 17.62%，处于近一年来 9%分位点；当日中证 1000 股指期货主力合约年化贴水率为 19.83%，处于近一年来 12%分位点。

机构关注与龙虎榜：近一周内调研机构较多的股票是九号公司-WD、宁波银行、虹软科技、翔楼新材、东方钽业、仙乐健康、利通科技、密尔克卫等，九号公司-WD 被 248 家机构调研。20250418 披露龙虎榜数据中，机构专用席位净流入较多的股票是慧翰股份、文峰股份、灿勤科技、达利凯普、浙江华业、新金路、新城市、西陇科学等，机构专用席位净流出较多的股票是贝因美、红宝丽、华天酒店、惠通科技、京粮控股、金凯生科、我爱我家、特力 A、华脉科技、南京港、通达创智、三态股份等。

风险提示：市场环境变动风险；本报告基于历史客观数据统计，不构成投资建议。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）

联系人： 李子靖

【市场数据】

商品期货

商品	收盘价	涨跌幅	商品	收盘价	涨跌幅
黄金	785.04	-0.39	ICE 布伦特原油	67.96	3.20
白银	8130.00	-0.76	铜	76120.00	0.22
铝	19785.00	0.27	铅	16830.00	0.65
豆一	4115.00	-1.01	锌	22265.00	0.13
豆粕	2851.00	0.00	镍	125610.00	-0.03
玉米	2250.00	-0.39	锡	256710.00	-0.07
螺纹钢	3015.00	-0.42	SR505	6120.00	0.45

本月国内重要信息披露

公布日期	项目	本期数据	上期数据	上年同期数据	发布主体
2024/11/30	11月PPI(%)	-2.9	-3.3	-3.4	PPI
2024/11/30	11月CPI(%)	99.4	99.8	100.2	国家统计局
2024/11/30	11月狭义货币(M1)同比(%)	-0.0	-0.02	0.01	中国人民银行
2024/11/30	11月狭义货币(M2)同比(%)	0.07	0.07	0.1	中国人民银行
2024/11/30	11月新增人民币贷款(亿元)	5216.0	2965.0	11120.0	中国人民银行
2024/11/30	11月贸易顺差总额(亿美元)	97443.13	95715.17	69334.24	国家商务部
2024/11/30	11月固定资产投资累计同比(%)	0.03	0.01	0.02	国家统计局
2024/11/30	11月工业增加值(%)	0.05	0.05	0.06	国家信息中心
2024/11/30	11月社会消费品零售总额_同比(%)	0.03	0.03	0.02	国家统计局

近期非流通股解禁明细

代码	简称	本次解禁数量(万股)	流通股股本(万股)	流通股增加%	上市日期
301086.SZ	鸿富瀚	3833.55	6000.00	100.00	2025-04-21
001218.SZ	丽臣实业	3072.00	8999.55	100.00	2025-04-14
301077.SZ	星华反光	3856.49	6000.00	100.00	2025-03-31
301061.SZ	匠心家居	6000.00	8000.00	100.00	2025-03-13
000625.SZ	长安汽车	2590.64	632214.29	45.92	2025-03-05
300844.SZ	山水比德	2525.00	4040.00	100.00	2025-02-13
301024.SZ	霍普股份	2880.00	4239.00	100.00	2025-01-28
601921.SH	浙版传媒	180000.02	222222.22	100.00	2025-01-23
001209.SZ	洪兴股份	6497.49	9394.48	100.00	2025-01-22
002059.SZ	云南旅游	6857.37	101243.48	100.00	2025-01-16
605287.SH	德才股份	2865.13	10000.00	100.00	2025-01-06
002187.SZ	广百股份	18692.79	61761.91	100.00	2025-01-06
600679.SH	上海凤凰	550.77	34369.42	100.00	2024-12-23
000546.SZ	金圆股份	6613.75	78048.26	99.54	2024-12-20
688032.SH	不适用	1985.72	4000.00	100.00	2024-12-20
301096.SZ	不适用	3960.00	10816.66	100.00	2024-12-20
301100.SZ	不适用	15000.00	20000.00	100.00	2024-12-17

600859. SH	王府井	4147. 65	113273. 80	99. 75	2024-12-17
002074. SZ	国轩高科	38416. 33	156267. 38	79. 01	2024-12-16
000401. SZ	冀东水泥	106598. 80	247935. 72	99. 97	2024-12-16
688246. SH	不适用	3663. 35	13787. 75	100. 00	2024-12-16
000737. SZ	南风化工	104599. 31	169128. 73	100. 00	2024-12-16
301177. SZ	不适用	36000. 00	40001. 00	100. 00	2024-12-16
301138. SZ	不适用	9000. 00	12000. 00	100. 00	2024-12-16
603216. SH	梦天家居	16600. 00	22136. 00	100. 00	2024-12-16
301101. SZ	不适用	8456. 60	13434. 14	100. 00	2024-12-16
603071. SH	不适用	32026. 96	55795. 44	100. 00	2024-12-16
688192. SH	迪哲医药	21784. 60	40000. 01	100. 00	2024-12-10
300678. SZ	中科信息	381. 96	12858. 48	5. 95	2024-12-10
301168. SZ	通灵股份	7034. 70	12000. 00	100. 00	2024-12-10
688110. SH	东芯股份	16571. 30	44224. 97	100. 00	2024-12-10
600886. SH	国投电力	48830. 64	745417. 97	100. 00	2024-12-10
301193. SZ	家联科技	5985. 00	12000. 00	100. 00	2024-12-09
301111. SZ	粤万年青	8986. 15	16000. 00	100. 00	2024-12-09
301199. SZ	迈赫股份	7650. 00	13334. 00	100. 00	2024-12-09
301179. SZ	泽宇智能	9900. 00	13200. 00	100. 00	2024-12-09
301126. SZ	达嘉维康	8187. 02	20650. 57	100. 00	2024-12-09
301167. SZ	建研设计	2400. 00	8000. 00	100. 00	2024-12-06
688151. SH	华强科技	24234. 68	34450. 00	100. 00	2024-12-06
301213. SZ	观想科技	4804. 56	7999. 99	100. 00	2024-12-06

全球证券市场统计

股票市场指数

简称	最新收盘价	1 日 涨跌幅 (%)	1 周 涨跌幅 (%)	1 个月 涨跌幅 (%)	3 个月 涨跌幅 (%)	12 个月 涨跌幅 (%)	30 天 波动率 (%)
道琼斯工业平均指数	39142. 23	-1. 328875	38. 26	38. 26	38. 26	38. 26	47. 29
德国 DAX 指数	21205. 86	-0. 493454	66. 49	-8. 41	1. 44	19. 33	55. 94
法 CAC40 指数	7285. 86	-0. 601776	2. 24	-9. 76	-5. 49	-8. 71	50. 37
恒生指数	21395. 14	1. 605928	3. 44	-11. 39	9. 24	31. 64	76. 64
沪深 300 指数	3772. 52	0. 008000	0. 58	-5. 86	-1. 04	5. 67	70. 20
美国 SP500 指数	5282. 70	0. 132684	0. 27	-6. 91	-11. 90	5. 18	54. 40
纳斯达克综合指数	16286. 45	-0. 126999	-0. 61	-8. 54	-17. 03	3. 84	61. 15
日经 225 指数	34730. 28	1. 025901	3. 40	-8. 23	-9. 67	-8. 79	不适用

沪深港通资金流入流出 Top10

A 股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅 (%)	流入资金 (RMB, 万元)	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅 (%)	流出资金 (RMB, 万元)
1	300760. SZ	迈瑞医疗	221. 6600	3. 9389	无数据	300760. SZ	迈瑞医疗	221. 6600	3. 9389	无数据
2	002371. SZ	北方华创	463. 3300	-0. 9957	无数据	002371. SZ	北方华创	463. 3300	-0. 9957	无数据
3	300750. SZ	宁德时代	226. 0000	0. 4936	无数据	601318. SH	中国平安	50. 1600	0. 5613	无数据
4	601318. SH	中国平安	50. 1600	0. 5613	无数据	600276. SH	恒瑞医药	48. 7800	-0. 2454	无数据
5	600276. SH	恒瑞医药	48. 7800	-0. 2454	无数据	601127. SH	赛力斯	130. 7600	-3. 8529	无数据
6	601127. SH	赛力斯	130. 7600	-3. 8529	无数据	688041. SH	海光信息	154. 0000	-0. 3236	无数据
7	000333. SZ	美的集团	70. 9500	-0. 0704	无数据	000333. SZ	美的集团	70. 9500	-0. 0704	无数据

8	002155.SZ	湖南黄金	24.3300	-4.7004	无数据	002155.SZ	湖南黄金	24.3300	-4.7004	无数据
9	002594.SZ	比亚迪	349.6800	-0.7014	无数据	002594.SZ	比亚迪	349.6800	-0.7014	无数据
10	002648.SZ	卫星化学	15.6000	-2.5000	无数据	002648.SZ	卫星化学	15.6000	-2.5000	无数据

港股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流入资金 (HKD, 万元)	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流出资金 (HKD, 万元)
1	0700.HK	腾讯控股	453.40	-4.10	155,698.96	0700.HK	腾讯控股	453.40	-4.10	112,426.88
2	0700.HK	腾讯控股	453.40	-4.10	144,278.52	0700.HK	腾讯控股	453.40	-4.10	96,188.66
3	0189.HK	东岳集团	24.75	4.43	46,562.12	3690.HK	美团-W	234.00	-4.49	60,746.36
4	0388.HK	香港交易所	504.50	0.00	43,037.69	0027.HK	银河娱乐	39.15	-20.02	37,141.13
5	1918.HK	融创中国	15.46	-5.15	21,967.12	1211.HK	比亚迪股份	258.40	-1.75	30,556.14
6	3690.HK	美团-W	234.00	-4.49	20,282.15	2600.HK	中国铝业	6.75	-0.44	25,146.41
7	1918.HK	融创中国	15.46	-5.15	18,806.20	3690.HK	美团-W	234.00	-4.49	23,114.90
8	3690.HK	美团-W	234.00	-4.49	18,289.24	0168.HK	青岛啤酒股份	59.45	-3.33	22,434.73
9	1171.HK	兖州煤业股份	16.32	-0.49	17,666.96	1918.HK	融创中国	15.46	-5.15	18,050.38
10	2269.HK	药明生物	117.40	0.09	14,832.12	1810.HK	小米集团-W	23.20	-0.22	18,033.19

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032