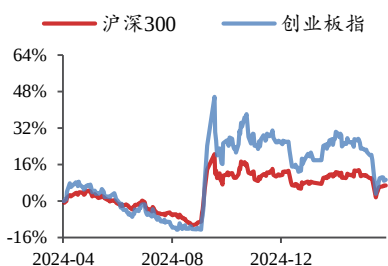


沪深300及创业板指数近1年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
通信	1.586
房地产	1.534
银行	0.777
非银金融	0.609
钢铁	0.497

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
美容护理	-2.461
社会服务	-2.449
纺织服饰	-1.542
农林牧渔	-1.542
商贸零售	-1.114

数据来源：聚源

吴梦迪（分析师）

wumengdi@kysec.cn

证书编号: S0790521070001

观点精粹

总量视角

【宏观经济】 财政支出进度有望加快——宏观经济点评-20250420

【宏观经济】当前高频数据指向4月出口同比转负——宏观周报-20250420

【宏观经济】关税对冲政策组合：杠杆、约束与推演——看多中国系列之二
-20250419

【宏观经济】政策可能超预期——看多中国系列之一-20250418

行业公司

【中小盘】关注机器人小脑投资机会，防御型板块本周表现占优——中小盘周报-20250420

【地产建筑】二手房成交面积同比增长，进一步释放房地产市场潜力——行业周报-20250420

【地产建筑】支持符合条件的燃煤发电项目发行，保障房 REIT 表现持续优异——行业周报-20250420

【商贸零售】“美团闪购”品牌独立，即时零售模式加速发展——行业周报
-20250420

【农林牧渔】2025Q1 生猪存出栏增量有限，二育加速进场支撑短期猪价——行业周报-20250420

【计算机】把握 MCP 的投资机遇——行业周报-20250420

【建材】提振内需预期加强，关注建材投资机会——行业周报-20250420

【非银金融】中概股回流预期利好港交所，个险营销体系改革升级——行业周报-20250420

【煤炭开采】火电降幅收窄叠加进口减量，否极泰来重视煤炭配置——行业周报
-20250420

【化工】2025 年一季度国内经济平稳起步，部分农药旺季备货持续下景气上行——行业周报-20250420

【农林牧渔】3月生猪超卖，4月猪价中枢上移有较强支撑——行业点评报告
-20250420

【医药】Bima 联合司美的数据将在 ADA 大会读出，减重进入高质量时代——行业周报-20250420

【食品饮料】社零数据转暖，政策预期升温——行业周报-20250420

【通信】AI推理陆续落地，6G渐行渐近——行业周报-20250420

【电力设备与新能源】低空经济行业周报：（4月第3周）发改委召开低空经济发展专题会，峰飞、时的、览翠获订单——行业周报-20250420

【商贸零售】医美化妆品3月月报：锦波生物首个胶原蛋白填充三类械获批，关注“情绪消费”主线下的美妆机遇——行业点评报告-20250419

研报摘要

总量研究

【宏观经济】财政支出进度有望加快——宏观经济点评-20250420

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

事件：3月，全国一般公共预算收入16333亿元，全国一般公共预算支出27719亿元。政府性基金预算收入2866亿元，政府性基金预算支出8411亿元。

一般财政支出还有提速空间

1、3月财政收入小幅回暖。3月狭义财政收入实现正增长(+0.25%)，较前值有所改善。一季度财政收入仍低于2024年同期，1-3月公共财政收入6万亿元，同比下滑1.1%。从结构看，税收收入增长不及预算，非税收入增速边际继续下降。3月，税收收入同比下降2.2%，降速较上月略有收窄，一季度累计下降3.5%，相对于预算报告全年+3.7%的增速目标有一定差距；3月非税收入增速由11%下降到5.9%。税收结构看，增值税、企业所得税、消费税收入修复明显，与基本面表现较为一致。增值税增速扩大，3月同比增长4.9%（前值为1.1%），3月工业生产、基建等景气度有所修复。企业所得税大幅回升，同比增长16%，较前两月回升26个pct，与M1改善共同指向企业营收回暖。消费税增长9.6%，较1-2月增速提升了9个百分点，消费税与社零累计增速变动趋势也较为一致。个人所得税受基数影响波动。3月个人所得税同比下降58.5%，主因2024年3月基数较高。1-3月累计，个人所得税同比增长7.1%，表现不弱。其他税种方面，房产税同比增长22.5%。车辆购置税、土地增值税收入均有所下滑，增速分别为-14%、-10%。出口退税方面，3月同比增加8.3%，一季度出口退税额同比增长14%。出口退税额与出口规模有一定正向关系，其可看作政府对出口企业的税收返还，在出口下行或增速偏低的时期，退税的增幅普遍高于出口增速。4月美国关税加码将对出口企业产生冲击，加大税收返还力度或是政府对冲的一种可能方式，我们预计后续出口退税额将保持高增。由于出口退税对总税收是负向拉动，以及可能的出口下滑对企业和个人收入产生冲击，我们认为这些因素或对后续税收收入施加一定压力。

2、一季度财政支出强度持平2024年同期。3月公共财政支出27719亿元，同比增长5.7%，支出增速加快，前三个月支出同比增长4.2%，略高于全年预算4%的目标。从季节性看，一季度支出绝对值高于2020-2024年同期水平。支出进度看，一季度约为全年支出进度的24.5%，持平2024年。支出结构看，民生和基建领域均加大投入，科技支出增速放缓。3月民生类支出节奏较快，社保和就业支出、教育支出分别同比增长9%和8%。科技类支出有所放缓，同比减少4.8%。节能环保支出大幅提升，同比增长16%；文旅体育支出小幅减速，增长2%。基建类支出也有所提速，3月增速较1-2月提高5个百分点。城乡社区事务、农林水事务支出增速均由负转正，分别同比增长0.6%、2.5%，交运支出反而同比下滑8%。总体看，3月财政支出进度边际提高，但一季度狭义财政支出进度仅持平于2024年水平，前置的效果并不明显，若后续内外形势不确定性加大，财政支出仍需加快进度。

3月专项债支撑政府性基金支出增长

卖地收入边际放缓。3月全国政府性基金收入2866亿元，下降12%。地方国有土地出让金收入同比下降16.5%（前值为-16%），土地出让收入持续走弱，拖累政府性基金。尽管部分城市地产销售企稳，土地市场景气度回升仍需时间，土储专项债发行停滞，但各地均有发行计划，后续随着收储力度加大，土地市场回暖或可期待。政府性基金支出进度高于去年，二季度广义财政支出有较大提升空间。3月政府性基金支出8411亿元，同比增长28%，增速较前两月提升约27%，发力较为显著。政府性基金支出进度约为全年目标的15.8%，强于2024年同期（14.8%），但弱于2022、2023年。一季度新增专项债发行共计9603亿元。发行节奏快于2024年，但慢于2023、2022年。3月专项债发行提速支撑了广义支出。但一季度政府性基金支出增速为11%，距离预算目标的全年23%增长还有较大差距，后续随着特别国债开始发行和使用，广义支出力度将边际加强。

综合狭义和广义财政，3月发力提速较为显著，但支出进度和力度上仍有提升空间。且考虑到超预期关税冲

击，财政政策加码的必要性提高。我们认为，后续财政将进一步加快支出进度，“以超常规力度”支持消费，比如消费品以旧换新扩容扩围；发放服务消费券；中低收入群体生活补贴等。出口方面，可能加大出口转内销补贴、对出口企业的税收返还、税收优惠等。

风险提示：经济超预期下行；政策执行力度不及预期。

【宏观经济】当前高频数据指向4月出口同比转负——宏观周报-20250420

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 郭晓彬（联系人）证书编号：S0790123070017

供需：基建开工季节性位置延续回升

1.基建开工：开工率季节性位置延续回升，但仍处于历史中低位。最近两周（4月5日至4月18日），石油沥青装置开工率、磨机运转率、水泥发运率等季节性位置有所回升，但仍处于历史中低位，基建水泥出库量相较2024年农历同期降幅收窄，房建项目水泥用量降幅高于基建项目，资金方面，建筑工地资金到位率同比低于2024年农历同期。

2.工业生产端，开工保持季节性中高位。最近两周，工业开工景气度仍高，暂未明显体现出外贸订单回落的影响。化工链开工率处于历史同期高位，汽车半钢胎开工率有所回落但保持历史中高位，焦化企业开工率表现略弱。

3.需求端，建筑需求偏弱，汽车销售转弱。最近两周，建筑需求弱于历史同期，螺纹钢、线材、建材表观需求低于历史同期。汽车销售转弱，乘用车四周滚动销量同比明显回落。中国轻纺城成交量处于同期历史高位。

商品价格：震荡偏弱运行

1.国际大宗商品：原油与基本金属震荡下行，黄金上行。最近两周，原油价格先降后升，均值有所回落；铜、铝价格均值有所回落；金价震荡偏强运行。

2.国内工业品：震荡偏弱运行。最近两周，国内定价工业品震荡偏弱运行。国内定价的黑色系产品、煤炭、化工品、建材等多数产品价格均有所回落。

3.食品：价格震荡运行。最近两周，农产品、猪肉价格震荡运行，建议关注后续进口关税税率提升对农产品价格的影响。

地产与流动性：新建房成交维持历史低位，资金利率震荡回落

1.新建房：成交同比由正转负。最近两周（4月5日至4月18日），全国30大中城市商品房成交面积平均值较上两周环比回落41%，从季节性上弱于历史同期，较2023、2024年同期分别变动-51%、-16%。2024年9月地产政策放宽以来，部分需求得以一次性释放，新建房成交历史位置上升至历史高位，当前已回落至历史低位，建议关注后续增量政策可能性。一线城市成交面积亦回落，较2023、2024年分别变动-39%、+0%。

2.二手房：成交量维持历史高位。价格方面，截至4月7日，二手房出售挂牌价指数有所回落；成交量方面，最近两周（4月5日至4月18日），北京、上海、深圳二手房成交面积延续历史高位，较2024年同期分别同比+18%、+43%、+46%。需要指出的是，或由于政策支持力度与交付确定性等原因，近年来二手房市场景气度持续高于新建房市场，表明居民仍有一定的刚性购房需求，从高能级城市交易量来看，我们认为在政策支持下其二手房价格未来进一步下行空间或较为有限。

3.流动性：资金利率震荡回落。最近两周，资金利率震荡回落。截至4月18日，R007为1.71%，DR007为1.69%；央行实现货币净投放446亿元；质押式回购成交量共为58万亿元。

出口：据截至4月18日数据，4月出口同比或在-3%左右

最近两周，从港口AIS与港口吞吐量数据指标看，4月出口同比或有所回落，据截至4月18日数据，4月出

口同比或将在-3%左右。在月度数据中，部分数据在4月11日前后大幅回落，随后逐渐恢复至正常值区间，或表明出口仍有一定韧性。

风险提示：大宗商品价格波动超预期，政策力度超预期。

【宏观经济】关税对冲政策组合：杠杆、约束与推演——看多中国系列之二-20250419

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 陈策（分析师）证书编号：S0790524020002

引言：近期市场关注美国对华关税大幅加码对出口和经济民生的拖累，以及后续扩内需政策如何演绎。本文旨在测算各类政策的财政乘数、约束、空间，并给出三种关税情形下可能的对冲政策组合及其规模。

消费：应对关税扰动，扩内需和促内循环之首选

1、消费品以旧换新。(1)杠杆倍数约2.3倍：基于DID模型测算消费品以旧换新的边际拉动，模型R方为0.784，各期交互项 $treat*after$ 的p值均显著，即2024年9至12月的消费政策拉动效应可能为601、922、995、912亿元，合计约3430亿元，杠杆倍数或为2.3倍。(2)约束或在于商品消费的潜在透支效应，后续消费品补贴扩容规模或不大，可考虑服务消费券（餐饮、旅游、电影、体娱等）。

2、生育补贴。(1)资金规模：若呼和浩特方案推广至全国，则2025年或需财政支出约1000亿元、2025-2029年均约2000亿元，根据OECD数据回归测算2025首年有望促进新生32万人口。(2)杠杆倍数短期约0.9倍、中长期明显增厚至约1.3倍。其对经济的拉动包括直接提振育龄群体消费支出，促进新生从而间接释放小孩抚养需求以及未来住房消费。测算1000亿元生育补贴拉动2025年GDP871亿元、杠杆约0.9倍、拉动GDP增速0.06%；2025-2029年均拉动GDP2587亿元、杠杆约1.3倍、拉动GDP增速0.16%。

3、收入性政策（养老+医保+劳动工资）。(1)2025年已落地收入性政策包括：城乡居民基础养老金约414亿，医保补助约404亿元，部分群体涨薪等。(2)收入性政策以消费倾向作为杠杆倍数：按美国情形推算，我国老龄群体（65岁以上）、医保补助（全体居民）、劳动群体（25-64岁）、中低收入群体的消费倾向分别为75%、68%、64%、90%，分别作为养老金、医保、劳动工资上调、中低收入群体补贴的杠杆倍数。(3)收入性政策空间或达GDP0.6%。1999年财政陆续出台了一系列调整收入分配的政策措施，支持国有企业下岗职工基本生活费和离退休职工基本养老金按时足额发放等，财政支出达540亿元、占当年GDP0.6%。

投资：杠杆倍数高于消费但约束较多

1、基建投资：杠杆倍数约2-3倍，但约束在于基建投资回报率持续下滑，符合收益率要求的项目储备可能有限。3626家城投公司财报显示，ROE中位数已从2014年的2.87%降至2023年的1.09%，ROA中位数相应从1.58%降至0.47%。

2、制造业投资：杠杆倍数约1.5-1.7倍。从产能利用率、PPI、库销比等指标来看，制造业尤其是新质生产力可能有一定程度的供大于求。若大力支持制造业投资不利于供需缺口收窄和价格水平回升，政策可能精准滴灌定向支持芯片半导体等国产替代、自主可控行业。

3、房地产：政策工具箱可能包括再增一批货币化安置规模，扩大地方收储力度，放开一线城市限购，降低房贷利率和公积金利率等。2015-2019年全国棚改完成投资约7.4万亿元、PSL最大投放规模为3.6万亿元，则杠杆倍数约为2.1倍。

稳出口政策与经贸合作并进

(1)出口退税：稳出口常用政策，约束在于不利于出清依赖退税打价格战的企业，以及我国需修复中欧经贸关系、合作应对特朗普关税；(2)出口转内销：2020年6月17日印发《国务院办公厅关于支持出口产品转内销的实施意见》，2025年4月10日京东宣布未来一年内将采购不低于2000亿出口转内销商品。我们判断本次可能会有资金支持，例如外贸企业补贴、平台采购补贴、出口转内销消费券等形式。(3)欧盟财政转向，中欧关系缓和有利

于对冲部分出口。2021-2024 年，欧盟对华进口依赖度从 8.5%降至 4.9%。但近期中欧多次释放积极信号，若欧盟对华进口依赖度提高 1 个百分点，可消化我国出口 1200 亿美元。

三种关税情形下的政策对冲组合

假设乐观、中性、悲观三种情形，关税分别拖累 2025 年 GDP1.0、1.5、2.0 个百分点，并进一步试算了可能的政策对冲组合及其规模。以中性情形为例，需投向消费 6800 亿、地产 1000 亿、基建 1500 亿、制造业 500 亿，合计 9800 亿元。中性和悲观情形或需额外发行特别国债补充财政资金。

风险提示：政策变化超预期；美国经济超预期衰退。

【宏观经济】政策可能超预期——看多中国系列之一-20250418

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002

核心观点：对等关税已落地，关注政策在节奏和力度上超过市场预期的可能性，看多权益和短债。

“奉陪到底”凸显反击决心，“以我为主”扩大内需，牢牢掌握主动权

对外凸显反击决心，对内更要扩大内需掌握主动权。对等关税加码以来，外交部、商务部等部门多次强调美方“霸凌”行径，将关税作为“极限施压工具”，中方将“奉陪到底”，体现斗争到底、捍卫自身利益的坚决态度。与 2018 年相比，本次反击的速度和力度都更强。中美谈判要建立在遵守多边贸易体制，平等、尊重的前提之下，指向未来一段时间将是美国库存与中国经济韧性的比拼，因此对内更要“以我为主”扩大内需，从而牢牢掌握主动权。

是持久战，更是接力赛，强反制、稳住股市之后，有望加码政策扩大内需

首先，这可能是场持久战，二季度更是中美分别进行“压力测试”的关键期，其结果不仅影响全球贸易格局，还可能涉及货币体系的重塑和国际格局的重构。政治上没有后退，经济上必须稳住。其次，这更是一场接力赛，强反制、坚决稳住资本市场之后，有望加码增量政策扩大内需，乘势而上。

超常规政策的内涵可能是什么？

2024 年 12 月政治局会议提出“加强超常规逆周期调节”，2025 年 4 月 17 日李强总理指出“要把握政策力度，必要时敢于打破常规”，如何理解超常规？

其一，节奏超常规，早出手，且关键时点快出手。《政府工作报告》指出“实施政策要能早则早、宁早勿晚，与各种不确定性抢时间”，李强总理 4 月 17 日主持国务院专题学习时指出“推动各方面政策措施早出手、快出手”。因此，市场要摒弃传统政策节奏的固化思维，今年的政策决策、出台节奏可能更为灵活、及时。我们认为现在已经进入到对等关税之后的政策落地窗口期，既定政策或可更快落地，增量政策也有望加快推出。

其二，力度超常规，以保住底线，并进一步实现经济目标。1) 稳就业保民生是底线。底线思维不是指政策与底线的紧平衡，而是要求政策力度明显超过底线从而形成足够的安全垫，以保证底线绝对不会被突破。因此，面对风险挑战时，“底线思维”不是被动应对，是提前布局、积极作为，带有主动性和前瞻性，这就意味着政策和预案应是充足甚至是“冗余”的，逻辑跟过去几年市场认为的“挤牙膏”、“经济下来了再给政策”将形成区别。当前的底线无疑是就业和民生。我们根据上市公司财报推算，2024 年外贸拉动就业约 2.2 亿人，占总就业比重从 2020 年的 26.4%升至 30.3%。出口美国占中国总出口比重的 15%左右，意味着与对美出口直接相关的就业人口可能是 $2.2 \text{ 亿} \times 14.7\% = 3300 \text{ 万人}$ 。假设其中的一半存在失业风险，那么可能是 1000-2000 万人的规模。政策或有望及时发力，进行出口补贴、失业救济并大力扩大内需，防范失业风险、切实兜住兜牢民生底线。

2) 完成 5%的经济目标需要增量政策支持。对等关税落地后，实现 5%经济目标的难度趋增。一方面，关税升至较高水平后，对经济的影响将趋于非线性。假设美对华依赖度越高的商品其价格弹性越不敏感，且关税由出口商和进口商各承担 50%，测算可得 54%、104%、145%三种关税情形下，对我国 GDP 的扰动在 1-2 个百分点区

间。另一方面，根据 4 月前 17 天出口高频数据拟合，4 月出口同比或回落至-3.4%。若叠加了外贸周期衰退的影响，全年出口或在-12%左右。因此，财政政策有望加大支出强度、扩大增量规模，并主要投向出口、消费和地产。

其三，手段超常规。4 月 6 日《人民日报》指出“将以超常规力度提振国内消费”，指向消费政策可能超预期、超常规。我们认为在出口下滑可能造成经济受到“瞬时冲击”的时候，更为直接的补贴和刺激政策可以短时间内起到对冲作用，这时“类发钱”政策（例如工资调整、转移支付、各类补贴、消费券等）推出的可能性提升。不过，长远来看，解决有效需求不足的问题不应诉诸于补贴政策，而是应稳住股市楼市等资产价格、完善收入分配制度、健全社会保障体系、促进就业等等。

政策加码的方向可能有哪些？

结合 4 月 6 日《人民日报》评论员文章《集中精力办好自己的事》以及 4 月 15 日李强总理在北京市调研的内容来看，我们认为政策加码可能有以下几个方向：1) 货币：随时可能落地降准降息，结构性政策进一步支持出口、股市、地产，央行重启买债等；2) 出口：精准帮扶出口企业，进行外贸救济，例如出口转内销、开拓非美市场等；3) 财政“以超常规力度”提振消费，加快支出进度，并新增财政用于消费，比如消费品以旧换新的进一步扩容扩围；出口转内销补贴；发放服务消费券；中低收入群体生活补贴；加快推出生育补贴等等；4) 地产：加大收储和棚改力度，一线放开限购，进一步下调利率等。

资产配置：看多权益（国产替代、消费），看多短债，债券收益率曲线将陡峭化。

风险提示：政策变化超预期；地缘政治反复超预期。

行业公司

【中小盘】关注机器人小脑投资机会，防御型板块本周表现占优——中小盘周报-20250420

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

小脑是机器人商业化掣肘环节，决定复杂运动协同性

机器人小脑通过搭建运动控制算法以及建立网络控制系统架构，使其满足复杂地形通过、全身协同精细作业等任务需求。其功能包括运动控制、协调、反馈调节以及稳定性和平衡。一套完整的运动控制系统由运动控制器、驱动器、电机、传感器件等核心部件构成。其中控制器主要包括 PLC（可编程逻辑控制器）、独立式运动控制器、运动控制卡、专用运动控制器等。人形机器人控制的复杂程度远高于工业机器人，其控制器需要解决两个难题，分别是多轴协同控制和复杂轨迹规划。目前人形机器人小脑的运动控制方法包括基于模型和基于学习两类。基于模型的控制方法优势在于机器人身体更加稳健，稳定和准确性更强，但是开发过程复杂且成本高昂。基于学习的控制方法降低了小脑开发的难度，使得机器人能够适应不同场景下的任务需求，提升了产品的迭代速度。

本周机器人及固态电池板块动态频出，关注产业进展

本周机器人板块，市场聚焦全球首个人形机器人半程马拉松。通过 21 公里的长距离奔跑、复杂地形和极端天气挑战，对人形机器人的运动控制算法、关节抗冲击性、续航能力及环境感知技术进行了全面压力测试。本次马拉松也暴露了目前人形机器人商业化的几个核心痛点，包括续航能力、姿态控制能力、发热问题、智能化能力等。固态电池方面，长安汽车的全固态电池研发取得突破性进展，计划 2026 年实现装车验证，2027 年逐步量产，能量密度目标达 400Wh/kg。近半年来长安汽车在固态电池领域动作频频，2024 年 8 月入股太蓝新能源，双方就“联合研发+业务合作”等内容达成一致。2024 年 11 月举办了无隔膜固态锂电池技术发布会，明确了无隔膜产品量产时间表。

本周防御型板块整体表现占优，市场高标围绕内需和关税逻辑

本周涨幅靠前的板块以顺周期、权重板块为主，偏防御型。本周银行、地产、煤炭领涨中信一级行业，分别周跌幅达 4.23%/3.78%/2.62%。国防军工、农林牧渔、计算机板块领跌。本周国防军工、农林牧渔、计算机板块分

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

6 / 21

别下跌 2.73%/2.03%/0.98%。综合指数上涨 2.24%，市场迎来关税短期杀跌后的修复行情。

受益标的

工业控制系统相关厂商。受益标的汇川技术、信捷电气、伟创电气、雷赛智能、固高科技、华中数控、科德数控、拓斯达、埃夫特、埃斯顿等；具备垂直应用场景的二开本体厂商。受益标的景业智能、亿嘉和、瑞鹤模具等。

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】二手房成交面积同比增长，进一步释放房地产市场潜力——行业周报-20250420

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：二手房成交面积同比增长，进一步释放房地产市场潜力

本周我们跟踪的 68 城新房成交环比下降，同比下降，20 城二手房成交面积环比下降，同比增长。土地成交面积同比增长，溢价率环比下降。国内信用债发行规模同比增长。本周国务院强调收购存量商品房用作保障性住房，是促进房地产市场止跌回稳、保障和改善民生的重要抓手，在收购主体、价格和用途方面给予城市政府更大自主权，我国房地产市场仍有很大的发展空间，要进一步释放市场潜力，无锡市新政取消商品房限售政策，暂停新建商品房价格备案。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。

收购存量房作保障性住房，无锡取消新房限售政策

中央层面：国务院：收购存量商品房用作保障性住房，是促进房地产市场止跌回稳、保障和改善民生的重要抓手。要落实好各项相关政策，在收购主体、价格和用途方面给予城市政府更大自主权，并及时研究推出新的支持措施。我国房地产市场仍有很大的发展空间，要进一步释放市场潜力，着力推动“好房子”建设，加快构建房地产发展新模式促进房地产市场平稳健康发展。

地方层面：无锡：无锡市发布最新楼市政策“锡十条”5.0，旨在优化房地产市场平稳健康发展。新政取消商品房限售政策，暂停新建商品房价格备案，促进市场主体活力和住房消费，推动市场回暖。

市场端：土地成交面积同比增长，土地成交溢价率下降

销售端：根据房管局数据，2025 年第 16 周，全国 68 城商品住宅成交面积 182 万平米，同比下降 21%，环比下降 7%；从累计数值看，年初至今 68 城成交面积达 3741 万平米，累计同比下降 2%；2025 年第 16 周，全国 20 城二手房成交面积为 230 万平米，同比增速+3%，前值-7%；年初至今累计成交面积 3118 万平米，同比增速+19%，前值+20%。

投资端：2025 年第 16 周，全国 100 大中城市推出土地规划建筑面积 2130 万平方米，成交土地规划建筑面积 1628 万平方米，同比增加 3%，成交溢价率为 6.9%。天津：天津成功出让 1 宗涉宅用地，位于静海区团泊新城东区地水路南侧，起始价 2.253 亿元，起始楼面价 3254 元/m²。该地块最终由天津市禾承房地产开发有限公司以总价 2.253 亿元竞得，成交楼面价 3254 元/m²，溢价率 0%。

融资端：国内信用债发行规模同比增长

2025 年第 16 周，信用债发行 96.5 亿元，同比增加 27%，环比减少 48%，平均加权利率 2.82%，环比增加 26BP。信用债累计发行规模 1221.1 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。

【地产建筑】支持符合条件的燃煤发电项目发行，保障房 REIT 表现持续优异——行业周报-20250420

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

支持符合条件的燃煤发电项目发行，保障房 REIT 表现持续优异

2025 年第 16 周，中证 REITs（收盘）指数为 862.83，同比上涨 6.30%，环比上涨 0.71%；中证 REITs 全收益指数 1074.34，同比上涨 16.62%，环比上涨 0.84%。本周 REITs 市场交易规模成交量达 6.4 亿份，同比增长 149.03%；成交额达 28.5 亿元，同比增长 185.57%；区间换手率 3.49%，同比增长 66.99%。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+1.56%、-1.28%、+0.50%、+0.60%、+1.97%、+1.24%、+2.23%；一月涨跌幅分别为+7.46%、-2.50%、+0.25%、-0.74%、-1.80%、+1.85%、+4.81%。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。

支持符合条件的燃煤发电项目发行，深圳支持开展基础设施 REITs 试点

国家发展改革委、国家能源局：支持符合“两新”等条件的煤电领域节能降碳改造建设项目。支持符合条件的燃煤发电项目发行基础设施领域不动产投资信托基金（REITs），畅通“投融管退”渠道，促进投资良性循环。深圳：支持开展基础设施领域不动产投资信托基金试点，为符合国家政策导向、社会效益良好的绿色项目提供中长期资金支持。提升绿色企业跨境投融资便利化水平。

一周行情：保障房 REITs 单周上涨 0.71%，单月累计上涨 7.46%

2025 年第 16 周，中证 REITs（收盘）指数为 862.83，同比上涨 6.30%，环比上涨 0.71%，2024 年年初至今累计上涨 14.06%，同期沪深 300 指数累计上涨 9.95%，累计超额收益+4.11%；中证 REITs 全收益指数 1074.34，同比上涨 16.62%，环比上涨 0.84%，2024 年年初至今累计上涨 24.67%，同期沪深 300 指数累计上涨 9.95%，累计超额收益+14.72%。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+1.56%、-1.28%、+0.50%、+0.60%、+1.97%、+1.24%、+2.23%；一月涨跌幅分别为+7.46%、-2.50%、+0.25%、-0.74%、-1.80%、+1.85%、+4.81%。

一级跟踪：14 只 REITs 基金等待上市，发行市场持续活跃

2025 年第 16 周，共有 14 只 REITs 基金等待上市，本周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，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反馈，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。

【商贸零售】“美团闪购”品牌独立，即时零售模式加速发展——行业周报-20250420

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

“美团闪购”品牌正式发布，即时零售行业发展再加速

4 月 15 日，美团将上线六年的闪购业务正式升级为独立品牌，并将其置于 APP 首页一级入口，打出“30 分钟送万物”的口号，定位为“24 小时陪伴消费者的新一代购物平台”，消费者可选购蔬菜水果、超市便利、手机家电、商场专卖、美妆个护、潮流运动、鲜花绿植、母婴用品、宠物用品等多个品类。其中闪电仓模式是闪购业务的核心竞争力，持续驱动着即时零售供给生态的进化和用户生活方式的养成，根据美团官网数据，当前美团闪电仓数量已超过 3 万个，到 2027 年，美团闪电仓将超过 10 万个，预计 GMV 将达到 2000 亿元。“美团闪购”品牌独立背后是供需两侧的同步成熟。需求端，闪购业务得以快速发展的直接原因是即时零售用户心智的逐渐牢固和用户对于闪购消费粘性、依赖度的明显提升。供给端，“美团闪购”一方面实现快速品牌扩容和全国性仓点布局，

另一方面开展多项举措优化品牌供给，并坚持行业最短的 3 天账期，直击库存痛点。以美团闪购为代表的即时零售本质是“本地供给+即时配送”对传统电商的降维打击，未来还将加速推动零售行业的模式重构。

行业关键词：京东外卖、美团闪购、霸王茶姬、胶原棒、爱马仕等

【京东外卖】京东外卖订单量将超 500 万单。

【美团闪购】美团发布即时零售品牌“美团闪购”。

【霸王茶姬】霸王茶姬在美上市。

【胶原棒】可复美推出胶原棒 2.0。

【爱马仕】爱马仕因特朗普关税提高美国手袋和围巾价格。

板块行情回顾

本周（4 月 14 日-4 月 18 日），商贸零售指数报收 2125.55 点，上涨 0.24%，跑输上证综指（本周上涨 1.19%）0.95 个百分点，板块表现在 31 个一级行业中位居第 18 位。零售各细分板块中，本周互联网电商板块涨幅最大，2025 年年初至今钟表珠宝板块领跑。个股方面，本周国光连锁（+61.1%）、国芳集团（+37.6%）、三态股份（+21.9%）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、润本股份、丸美生物、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_

【农林牧渔】2025Q1 生猪存出栏增量有限，二育加速进场支撑短期猪价——行业周报-20250420

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 生猪存出栏增量有限，二育加速进场支撑短期猪价

2025Q1 生猪存出栏增量有限，能繁缓慢恢复，2025 年猪价中枢仍有支撑。据国家统计局，2025Q1 我国猪牛羊禽肉产量 2540 万吨，同比+2.0%，其中猪/牛/禽/羊肉产量分别同比+1.2%/+2.7%/+5.1%/-5.1%。2025Q1 末我国生猪存栏 41731 万头，同比+2.2%，2025Q1 我国生猪出栏 19476 万头，同比+0.1%。截至 2025 年 3 月末，我国能繁存栏 4039 万头，同比+1.2%。2025 年生猪出栏对应的月均能繁为 4043 万头，同比-3.97%，2025 年生猪出栏对应月度窝均健仔数为 11.18 头，同比+0.21%。能繁存栏缓慢恢复，母猪性能在 2025 年未有显著提高，且外围中美关税加码利多国内农产品价格背景下，2025 年猪价中枢有支撑。

二育加速进场支撑短期猪价上行，后市阶段性集中出栏压力需关注，但 2025Q2-Q3 猪价中枢上移趋势不变。据涌益咨询，截至 2025 年 4 月 20 日，全国生猪均价 14.94 元/公斤，周环比+0.14 元/公斤，同比-0.08 元/公斤。2025 年 4 月 1-10 日行业销至二育生猪占实际销量比重升至 5.35%（同比-0.92pct，环比+1.97pct），二育栏舍利用率升至

33%，低于 2024 年同期 42%。预计 4 月中下旬二育进场仍呈加速趋势，二育加速进场支撑短期猪价上行，但亦造成供给增量后移，关注二育后市阶段性集中出栏压力，但基于生猪供给缺口及猪价季节性规律，2025Q2-Q3 猪价中枢上移趋势不变。

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（4.14-4.18）：农业跑输大盘 3.34 个百分点

本周上证指数上涨 1.19%，农业指数下跌 2.15%，跑输大盘 3.34 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（+10.03%）、春雪食品（+9.81%）、傲农生物（+7.85%）领涨。

本周价格跟踪（4.14-4.18）：本周牛肉、鲈鱼、对虾等农产品价格环比上涨

生猪养殖：4 月 18 日全国外三元生猪均价为 14.97 元/kg，较上周上涨 0.31 元/kg；仔猪均价为 37.11 元/kg，较上周下跌 0.09 元/kg；白条肉均价 19.26 元/kg，较上周上涨 0.2 元/kg。4 月 18 日猪料比价为 4.47:1。自繁自养头均利润 79.46 元/头，环比+28.31 元/头；外购仔猪头均利润 21.88 元/头，环比+33.74 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。

【计算机】把握 MCP 的投资机遇——行业周报-20250420

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（2025.4.14-2025.4.18），沪深 300 指数上涨 0.59%，计算机指数下跌 0.84%。

周观点：把握 MCP 的投资机遇？

中美科技巨头密集布局 MCP 协议

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。3 月 27 日，OpenAI 官宣全面支持 MCP 协议。4 月 9 日，阿里云百炼上线全生命周期 MCP 服务。4 月 10 日，Google DeepMind CEO 宣布，将为其 Gemini 模型添加对 MCP 协议的支持。4 月 14 日，腾讯云宣布大模型知识引擎升级支持 MCP 协议。

MCP 协议有望加速 AI Agent 场景落地

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 AI Agent 与外部工具的配置效率，加快 AI 应用场景拓展。

业绩超预期，AI 算力需求持续景气

台积电 2025Q1 净利润 3616 亿台币，同比增长 60.3%，超预期 3467 亿。此外，台积电仍预计 2025 年以美元

计的收入增长率在 20%-30% 区间中段，其中 2025 年人工智能相关收入将实现翻倍增长。寒武纪 2025Q1 实现营业收入 11.11 亿元，同比增长 4230.22%；归母净利润 3.55 亿元，同比扭亏；公司 2025 年一季度末存货 27.55 亿元，较 2024 年末 17.74 亿大幅提升。我们认为算力龙头业绩高增长及存货持续大幅增加，持续验证 AI 算力需求端景气度。

投资建议

我们持续坚定看好 2025 年 AIAgent 产业崛起趋势，中美科技巨头推广 MCP 协议有望加速 AIAgent 场景落地，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、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。

【建材】提振内需预期加强，关注建材投资机会——行业周报-20250420

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

提振内需预期加强，关注建材投资机会

本周我国 2025 年一季度国民经济运行情况公布，全国规模以上工业增加值同比增长 6.1%，一季度进出口总额同比增长 5%，经济数据好于市场预期。但三月份进出口总额同比下降 1.3%，关税战对进出口的负面影响开始显现。同时，2025 年一季度，我国房地产开发投资下降 9.5%，新建商品房销售面积同比下降 19.4%，房地产行业依旧面临较大挑战。为对冲外部环境恶化和国内地产下行的影响，未来内需刺激政策的力度值得期待。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 14 日至 4 月 18 日）建筑材料指数上涨 0.26%，沪深 300 指数上涨 0.59%，建筑材料指数跑输沪深 300 指数 0.32pct。近三个月来，沪深 300 指数下跌 1.04%，建筑材料指数上涨 1.42%，建材板块跑赢沪深 300 指数 2.47pct。近一年来，沪深 300 指数上涨 6.52%，建筑材料指数上涨 1.46%，建材板块跑输沪深 300 指数 5.06pct。

板块数据跟踪

水泥：截至 4 月 18 日，全国 P.O42.5 散装水泥平均价为 332.93 元/吨，环比下跌 2.57%；水泥-煤炭价差为 241.28 元/吨，环比下跌 3.51%；全国熟料库容比 61.34%，环比上升 3.82pct。

玻璃：截至 4 月 18 日，全国浮法玻璃现货均价为 1331.00 元/吨，环比上涨 7.00 元/吨，涨幅为 0.53%；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 14.16 元/重量箱，环比上涨 2.09%；浮法玻璃-纯碱-重油价差为 11.26 元/重量箱，环比上涨 9.32%；浮法玻璃-纯碱-天然气价差为 13.99 元/重量箱，环比上涨 4.23%；光伏玻璃-纯碱-天然气价差为 84.50 元/重量箱，环比上涨 0.33%。

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 18 日，原油价格为 68.67 美元/桶，周环比上涨 3.79%，较 2025 年年初下跌 10.50%，同比下跌 22.29%；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。

【非银金融】中概股回流预期利好港交所，个险营销体系改革升级——行业周报-20250420

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

周观点：券商 1 季报超预期，稳股市政策下看好券商板块机会

国务院总理李强 4 月 18 日主持召开国常会，研究稳就业稳经济推动高质量发展若干举措，提到“要持续稳定股市”，继续看好低估值、一季报超预期的零售型券商机会；看好高股息率、盈利稳健增长的江苏金租。4 月 13 日香港财政司司长陈茂波表示，针对全球最新变化，已指示证券及期货事务监察委员会和香港交易所做好准备，若在海外上市的中概股希望回流，必须让香港成为它们首选的上市地。中概股回流以及 A 股龙头公司积极赴港上市有望提升港股市场活跃度，继续推荐景气向好的香港交易所。

券商：交易量回落，并表监管正式推至全行业实施，1 季报催化板块机会

(1) 本周日均股基成交额 1.35 万亿，环比-31.5%，成交额萎缩明显。本周新成立股+混基金规模 69.0 亿，环比-62%。(2) 4 月 18 日中证协发布《证券公司并表管理指引（试行）》。监管 2020 年初批准 6 家券商实施并表监管试点，在总结前期试点经验基础上，本次文件正式对全行业推行，将风管边界从母公司层面扩展至母子公司整体视角，加入对子公司公司治理、资本和财务等全面持续管控，按照目前风控体系计算并表管理体系下的相关风控指标。此外，针对不同类型的证券公司，分别设定一至三年的过渡期。(3) 截至 4 月 20 日，12 家上市券商披露一季度业绩预告或业绩快报，交易量高增长、投资收益低基数下，12 家上市券商合计 1 季报预计同比+49%（取预告业绩中值、国泰海通证券以扣非业绩测算），预计年化 ROE 达到 7.55%。(4) 券商板块估值和机构持仓位于低位，国内稳股市举措提振市场信心，叠加一季报业绩超预期，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：个险营销体制改革进一步升级，报行合一利于提升价值率

(1) 4 月 19 日金监总局发布《关于推动深化人身保险行业个人营销体制改革的通知》，上述文件重要内容包括：a.提升保险销售人员专业化水平、引导保险销售人员职业化发展；b.深化执行“报行合一”，实现精算假设费用、预算费用和考核费用相统一；c.增强长期服务能力，优化佣金激励设计和递延发放机制，对于缴费期 5 年(含)至 10 年保单，佣金发放时间不少于 3 年，对于缴费期 10 年及以上保单，佣金发放时间不少于 5 年；建立因保险销售人员违法违规导致经济损失的佣金薪酬追索扣回机制。我们认为，政策进一步利好行业个险渠道转型升级，个险推行报行合一利于管控费用，一定程度上提升新业务价值率。(2) 关注险企一季报，NBV 增速或降档，权益资产弹性成为寿险标的重要影响因素，看好权益弹性突出、负债端平稳标的投资机会。

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，东方证券，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。

【煤炭开采】火电降幅收窄叠加进口减量，否极泰来重视煤炭配置——行业周报-20250420

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

本周要闻回顾：火电降幅收窄叠加进口减量，否极泰来重视煤炭配置

本周港口煤价企稳，其中 CCTD 动力煤 Q5500 报价 674 元/吨，环比-2 元/吨，秦皇岛港 Q5500 山西产动力末煤报价 663 元/吨，环比-2 元/吨。从供给端来看，截至 4 月 13 日，晋陕蒙三省 442 家煤矿开工率 81.3%，环比下跌 0.4 个百分点；截至 4 月 18 日，环渤海港库存 3194.8 万吨，环比上涨 207 万吨，涨幅 6.9%，港口库存仍处于近年来高位水平；截至 4 月 18 日，进口印尼 3800 大卡华南到岸价为 460 元/吨，较同品种内贸煤价格优势为-6 元/吨，进口印尼煤价格倒挂情况下终端对进口煤的需求较为有限。从需求端来看，截至 4 月 17 日，沿海八省电厂日耗合计 177.4 万吨，环比下跌 8.3 万吨，跌幅 4.47%；非电煤中甲醇开工率 80.2%，环比下跌 1.1pct，尿素开工率 85.74%，环比下跌 0.66pct，水泥国内水泥开工率 50.86%，环比下跌 0.34pct，非电需求较 2024 年仍处于相对高位水平。3 月行业基本面数据陆续公布，总体来看国内供应相对稳定，单月进口同比出现减量，火电需求降幅收窄，黑色需求仍具韧性。从国内供应来看，当前国内煤炭生产相对稳定，3 月规上工业原煤产量 4.4 亿吨，同比增长 9.6%，增速比 1-2 月份加快 1.9pct，1-3 月规上工业原煤产量 12.0 亿吨，同比增长 8.1%；从进口来看，3 月份我国进口煤炭 3873.2 万吨，同比下降 6.4%，环比增长 12.7%，1-3 月份我国共进口煤炭 11484.6 万吨，同比下降 0.9%，今年 3 月是近三年来单月进口量首次出现同比回落的月份，4 月仍是耗煤需求淡季，部分电厂进行检修，煤炭采购节奏或有所放缓，叠加中美关税紧张局势下汇率的持续波动，或进一步抑制终端采购积极性，预计 4 月煤炭进口量或将继续同比减少；从电力需求来看，1-3 月中国火电发电量累计 15327.2 亿千瓦时，累计同比-4.7%，其中 3 月规上工业火电同比下降 2.3%，降幅较 1-2 月收窄 3.5pct，本周三峡水库出库量大跌，水电出力环比或有所减弱；从钢铁需求来看，3 月全国规上工业粗钢产量 9284 万吨，同比增长 4.6%，1-3 月全国规上工业粗钢产量 25933 万吨，同比增长 0.6%，自 2024 年底以来钢厂盈利率处于回升状态，同时铁水日均产量维持在 240 万吨的高位水平，虽然关税可能导致后期钢材直接和间接出口走弱，近期焦炭首轮提涨后继续提涨的预期亦受到扰动，但 4 月仍处于建材传统需求旺季，预计短期内铁水产量将维持在高位，进而支撑煤炭非电需求韧性。考虑到关税政策或对中国出口及国内经济造成影响，降准降息有望加速落地，利率下行叠加市场风格转向防御属性或利好红利风格；同时目前煤价已出现跌幅收窄甚至企稳迹象，当前煤炭配置攻守兼备。

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。

【化工】2025 年一季度国内经济平稳起步，部分农药旺季备货持续下景气上行——行业周报-20250420

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 宋梓荣（联系人）证书编号：S0790123070025

本周行业观点 1：2025 年一季度国内经济平稳起步，内需持续增长

国家统计局 4 月 16 日发布数据初步核算，2025 年一季度中国国内生产总值 31.88 万亿元，同比增长 5.4%。一季度，国民经济起步平稳、开局良好，高质量发展向新向好。据国家统计局官网，我国 2025 年一季度经济发展有以下特点：（1）增长稳中有升。2025 年一季度 GDP 同比增长 5.4%，增速高于 2024 年全年 5% 的增速。（2）市场活力信心增强。2025 年 3 月份，制造业采购经理指数是 50.5%，比上月上升了 0.3 个百分点，连续两个月回升。（3）内需持续增长。消费品以旧换新等一系列提振消费政策落地显效，推进消费提质升级，市场销售增速持续加快。2025 年一季度，社会消费品零售总额 12.47 万亿元，同比增长 4.6%；扣除价格因素，实际增长 4.8%。

本周行业观点 2：旺季备货持续，部分农药产品景气上行

2025 年 4 月 13 日，中农立华原药价格指数报 73.28 点，同比去年下跌 5.5%，环比上月上涨 1.31%。4 月春耕备货持续进行，下游需求端询盘增多，应季交投明显增量。产品行情震荡分化。市场进入传统旺季，内外贸应季补备货需求叠加，受安全生产检查及中间体价格上涨影响，溴素相关部分产品出现供需错配，价格上调，市场信心较前期修复。

本周行业新闻：埃克森美孚惠州乙烯一期乙烯装置实现一次投料试生产成功等

【乙烯】埃克森美孚惠州乙烯一期项目乙烯装置实现一次投料试生产成功。据中国化工报 4 月 14 日报道，埃克森美孚惠州乙烯一期项目乙烯装置实现一次投料试生产成功，并产出合格乙烯，其他生产装置将陆续进入试生产阶段。

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、云图控股、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。

【农林牧渔】3 月生猪超卖，4 月猪价中枢上移有较强支撑——行业点评报告-20250420

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

行业：3月生猪超卖，4月猪价中枢上移有较强支撑

3月生猪超卖，内外多因素驱动4月猪价中枢上移。据涌益咨询，2025年3月全国生猪销售均价14.61元/公斤，环比-1.36%，同比-0.55%。涌益监控样本2025年3月日均屠宰量14.24万头，月日均环比+12.88%。养殖户对4月猪价预期悲观及受疫病影响，3月行业生猪超卖，涌益样本3月出栏完成率达106.79%。展望后市，国内3月生猪超卖，4月消费需求边际向好，二育入场加速；外围中美关税升级加码利多国内农产品价格，内外多因素驱动下4月猪价中枢有望上移且有较强支撑。

生猪出栏开启降重，标肥价差收窄对猪价压制有限。截至2025年4月17日，涌益样本生猪出栏均重128.57公斤/头，周环比-0.24公斤/头，周同比+2.32公斤/头，150kg肥猪较120kg标猪溢价收窄至0.04元/公斤，后市或逐步倒挂。关税抬升养殖成本及二育进场背景下，生猪出栏开启降重，4月标肥价差收窄乃至倒挂为季节性正常现象，且后市生猪仍存在阶段性供给缺口，后市猪价上涨或核心由标猪涨价驱动。截至2025年4月17日，涌益监控样本毛白价差4.36元/公斤，略高于2024年同期。截至2025年4月17日，全国冻品库容率为17.13%，较3月末+0.28pct，同比-0.17pct，需求边际改善对毛白价差形成支撑。

3月生猪养殖利润及行业能繁存栏环比均微增。行业3月自繁自养头均盈利42.44元/头（月环比+13.64%），涌益样本2025年3月能繁存栏环比+0.10%。当前仍是仔猪补栏旺季，截至2025年4月17日，规模场15kg仔猪价格达659元/头（同比-56元/头），后备母猪价格相对维稳，高于2024年同期。

企业：3月上市猪企生猪出栏均价环比下降，出栏均重环比下降

截至2025年4月9日，主要12家生猪养殖上市企业均已发布3月生猪销售数据。上市猪企3月合计出栏生猪1711.10万头，同比+41.46%。牧原股份、温氏股份、新希望、正邦科技、ST天邦、大北农、中粮家佳康、天康生物、唐人神、金新农、京基智农、神农集团3月出栏量分别为893.60、309.55、155.07、52.56、53.52、66.92、48.00、25.47、40.49、12.03、18.75、35.14万头，分别同比+63.3%、+18.1%、+1.7%、+93.2%、+30.9%、+36.5%、+86.8%、-1.7%、+16.8%、-1.2%、+23.3%、+105.7%。

出栏均重方面，3家企业公布出栏均重，温氏股份、正邦科技、大北农3月商品猪出栏均重分别为118.2/130.3/124.0公斤/头，环比变动-2.4/-1.33/-0.36公斤/头。

销售均价方面，9家猪企销售均价环比下降，牧原股份、温氏股份、新希望、正邦科技、大北农、中粮家佳康、天康生物、京基智农、神农集团3月商品猪销售均价分别为14.30、14.87、14.55、14.76、14.35、14.40、13.67、15.34、14.83元/公斤，分别环比变动-3.1%/-0.6%/-0.6%/+2.9%/+1.9%/-1.0%/+1.1%/-0.2%/+0.1%。

风险提示：猪价异常波动、疫病不确定性、上市公司养殖成本下降不及预期。

【医药】Bima联合司美的数据将在ADA大会读出，减重进入高质量时代——行业周报-20250420

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 余克清（分析师）证书编号：S0790525010002 | 石启正（联系人）证书编号：S0790125020004

Bima联合司美的数据将在ADA大会读出，减重进入高质量时代

目前GLP-1药物凭借出色的减重效果风靡全球，然而近期的研究指出其所减体重中高达40%为瘦体重。肌肉流失带来的健康危害不容忽视，尤其对于老年少肌肥胖患者，这类人群肌肉无力的风险较高，从而可导致平衡能力差、步态减少、肌肉力量丧失、功能受限、行动不便、跌倒和骨折、住院率升高、死亡率增加等不良健康结果。临床前试验（灵长类）结果显示myostatin（肌生成抑制蛋白）单抗联用司美格鲁肽可以增加减肥效果，且保留瘦体重不流失。

2025年6月，美国糖尿病学大会（ADA）上Bimagrumab联合司美格鲁肽的2期试验数据将读出。该项试验包含9个arm，主要目的是为了对比Bima联合司美和单用司美的疗效和安全性。主要试验终点是48周时的体重变化。次要试验终点包括腰围、体脂肪、内脏脂肪（VAT）、皮下脂肪（SAT）、躯干脂肪、瘦体重、腰高比、S-36

量表、IWQOL-Lite 量表、安全性等。除了礼来的项目，2025 年多个 myostatin 项目同样值得期待，包括 Scholarrock、罗氏、再生元、biohaven、来凯等。对于这些潜在数据读出，我们建议关注 3 个方面，（1）体成分的改变，即更多脂肪的减少及肌肉保留或增肌；（2）身体功能的改善，即相关量表测试；（3）体重反弹情况，多个项目设置了停用 GLP-1 的试验阶段。若停用 GLP-1 后体重无明显反弹，myostatin 或部分能解决现有的“停药反弹”的商业化痛点。

4 月第 3 周医药生物下跌 0.36%，化学制剂板块涨幅最大

从月度数据来看，2025 年初至今沪深整体呈现下行趋势。2025 年 4 月第 3 周银行、房地产行业涨幅靠前，国防军工、农林牧渔跌幅靠前。本周医药生物下跌 0.36%，跑输沪深 300 指数 0.94pct，在 31 个子行业中排名第 24 位。

本周化学制剂板块涨幅最大，上涨 0.62%；中药板块上涨 0.6%，线下药店板块上涨 0.19%，原料药板块上涨 0%，医疗研发外包板块下跌 0.09%；血液制品板块跌幅最大，下跌 4.39%，其他生物制品板块下跌 1.78%，疫苗板块下跌 1.49%，医疗耗材板块下跌 1.35%，医疗设备板块下跌 1.16%。

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、和黄医药、海思科、艾力斯、艾迪药业、兴齐眼药、人福医药、恩华药业、京新药业、健康元；中药：东阿阿胶、佐力药业、羚锐制药、悦康药业、方盛制药、江中药业、天士力；科研服务：奥浦迈、阿拉丁、昊帆生物、毕得医药、百普赛斯、皓元医药、海尔生物；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、泰格医药、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：产品临床研发失败、产品安全性风险、行业竞争格局恶化

【食品饮料】社零数据转暖，政策预期升温——行业周报-20250420

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 14 日-4 月 18 日，食品饮料指数涨幅为 0.2%，一级子行业排名第 15，跑输沪深 300 约 0.3pct，子行业中软饮料（+4.4%）、预加工食品（+4.1%）、烘焙食品（+3.9%）表现相对领先。本周统计局公布社零数据，2025 年 3 月社会消费品零售总额同比+5.9%，增速环比 1-2 月+1.9pct，3 月社零数据增速好于预期，一方面“以旧换新”扩大范围，对家电、通讯器材、家具等消费的带动作用较好，另一方面促销费政策发力下，餐饮和零售消费增速有所加快。观测季度数据变化情况，2025Q1 社会消费品零售总额同比+4.6%，增速环比 2024Q4 提升 0.6pct，居民消费处于持续改善阶段。2025Q1 粮油食品类、饮料类、烟酒类同比分别+12.2%、-0.5%、+6.3%，增速环比 2024Q4 分别+2.3pct、+4.1pct、+3.5pct，粮油食品保持较高增速，饮料类和烟酒类增速环比改善较好，一方面 1-2 月春节旺季对饮料和烟酒消费有一定拉动作用，另一方面 3 月消费信心有所改善，带动可选消费增速回升。

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。中国面对美国关税冲击进行坚决反制，需要依靠内需来激活经济提振信心，而且政策刺激是提振内需必要条件，后续大概率可以看到消费政策的超预期出台，将会对板块基本面形成实际利好。近期上市公司进入财报密集披露期，从已公布的情况看，一季度多数公司仍面临压力，主因在于多数公司同期基数较高。但我们判断当前板块已处于基本面底部区间，一方面大众需求比较平稳，部分市场商务活跃度已有边际改善；另一方面企业主动收缩供给，力求实现供需平衡，减少渠道压力，释放渠道风险。叠加消费政策刺激力度预期加强，我们认为全年公司业绩节奏应是逐季向上，一季度正是业绩低点。白酒已进入中长期布局时点，推荐贵州茅台、山西汾酒，受益标的今世缘、古井贡酒等。大众品把握成长性

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

原则，重点关注零食板块，推荐甘源食品、盐津铺子、西麦食品。此外全年维度还可关注乳制品，推荐伊利股份、新乳业；推荐首发国产威士忌新品的百润股份，以及具备成本红利的安琪酵母等。

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。

【通信】AI 推理陆续落地，6G 渐行渐近——行业周报-20250420

蒋颖（分析师）证书编号：S0790523120003 | 雷星宇（联系人）证书编号：S0790124040002 | 陈光毅（联系人）证书编号：S0790124020006

上游芯片企业业绩亮眼，ADIC 新项目启动，AI 推理模型逐步落地

根据 2025 年 4 月 18 日公司公告，寒武纪 2025 年 Q1 扭亏为盈，实现营收 11.11 亿元，同比增长 4230.22%，实现归母净利润 3.55 亿元，环比增长 30.61%；仕佳光子 2025 年 Q1 实现营收 4.36 亿元，同比增长 120.57%，实现归母净利润 0.93 亿元，同比增长 1003.78%；光环新网拟投资建设天津宝坻云计算基地三期项目，项目总投资约 35.37 亿元人民币，规划建设四栋楼、一栋 110KV 变电站及相关配套设施，预计支持 140MWIT 负载。

4 月 17 日，豆包发布豆包 1.5·深度思考模型，截至 2025 年 3 月底，豆包大模型日均 tokens 调用量已超过 12.7 万亿，是 2024 年 12 月的 3 倍，是一年前刚刚发布时的 106 倍；4 月 16 日，微信上线 AI 助手元宝，用户可以将它添加为好友，即可直接在微信聊天界面与其进行聊天互动，此外，腾讯宣布启动史上最大就业计划；4 月 15 日，OpenAI 发布 GPT-4.1、GPT4.1-Mini 和 GPT4.1-Nano 三款模型，4 月 17 日，OpenAI 发布 o3 和 o4-mini 模型。国产 AI 产业链上游业绩陆续兑现，AI 推理大模型持续落地，AIDC 新项目陆续启动，体现出国产算力蓬勃发展趋势，我们看好国产 AI 全产业链成长空间。

6G 产业不断发展，重视通信基础设施产业机遇

2025 年 6G 概念首次进入政府工作报告，2025 年 4 月 18 日，国新办召开新闻发布会，会议提到成立了 IMT-2030（6G）推进组。目前，6G 正处于标准研究制定阶段，根据 IMT-2030（6G）推进组预测，预计到 2040 年，6G 各类终端连接数相比 2022 年增长超过 30 倍。我们认为，应当高度重视通信升级前期的基础设施建设，随着 6G 技术的不断发展及标准确立，相关产业板块有望迎来对应的产业机遇期，包括天线、射频、通信芯片等领域。

持续看好国产 AI 算力产业链、卫星互联网、6G 等七大产业方向

一、AIDC 机房建设（AIDC 机房、柴油发电机、风冷&液冷等）。推荐标的：润泽科技、新意网集团、英维克、宝信软件等；受益标的：科泰电源、金盘科技等。二、IT 侧（国产算力芯片、服务器及电源）。推荐标的：紫光股份、中兴通讯；受益标的：寒武纪、海光信息、浪潮信息、华勤技术、欧陆通等。三、网络侧（交换机及芯片、光通信、AEC 铜连接、CDN 等）。推荐标的：紫光股份、中兴通讯、盛科通信、中际旭创、新易盛等；受益标的：锐捷网络等、博创科技、瑞可达、华丰科技、网宿科技等。四、云计算（公有云、私有云、算力租赁）。受益标的：中国移动、中国电信、中国联通、云赛智联、润建股份、宏景科技、海南华铁、大名城等。五、AI 应用：受益标的：广和通、移远通信、美格智能等。六、卫星互联网：受益标的：海格通信、铖昌科技、臻镭科技、盛路通信等。七、6G：推荐标的：中兴通讯；受益标的：硕贝德、大富科技、盛路通信、武汉凡谷、通宇通讯、世嘉科技、金信诺、信维通信、飞荣达等。

风险提示：5G 建设不及预期、AI 发展不及预期、中美贸易摩擦

【电力设备与新能源】低空经济行业周报：（4 月第 3 周）发改委召开低空经济发展专题会，峰飞、时的、览翌获订单——行业周报-20250420

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001

发改委召开低空经济发展专题会，峰飞、时的、览翌获订单加速商业化

国家层面，发改委、工信部再次明确表示推动低空经济发展：国家发展改革委主任郑栅洁主持召开推动做好低空经济发展专题会议，要求统筹好发展和安全、政府和市场、当前和长远等方面关系，并因地制宜推动低空经济安全健康发展。4 月 18 日，工信部副部长单忠德在国新办举行的新闻发布会上表示，加快装备创新、加强应用牵引、增强技术贯通、强化标准支撑四个方面重点发力，加快打造低空经济增长新引擎。4 月 17 日，国家发展改革委研究室主任金贤东表示低空经济是战略性新兴产业，积极稳妥推动低空经济发展意义重大、前景光明。商业化方面，多家 eVTOL 制造商获订单，商业化有望加速：4 月 17 日，峰飞航空获浦银金租 100 架 eVTOL（超 10 亿元）金融支持；时的科技与中银金租签署 100 架 E20eVOTL 采购订单；览翌航空获中银金租 50 架 LE200 型 eVTOL 航空器采购意向订单。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：关税影响边际减弱，指数跌幅大幅收窄

4 月 14 日-4 月 18 日低空经济 A 股相关标的平均涨跌幅为-1.2%，部分标的受优秀业绩驱动上涨，其中涨幅前五标的分别为普利特（+11.5%）、豪鹏科技（+6.7%）、一汽富维（+6.1%）、祥源文旅（+3.5%）、中复神鹰（+2.6%）；跌幅前五的标的分别为岭南控股（-13.9%）、纳睿雷达（-6.8%）、保隆科技（-6.8%）、中无人机（-5.8%）、中简科技（-5.3%）。美股方面表现相对稳健，亿航智能上涨 2.7%。

《焦点访谈》关注成都消费新场景，“低空+文旅”激发春日经济新增长点

4 月 17 日，《焦点访谈》栏目关注成都消费新场景，平台数据显示，2025 年 3 月低空赏花、低空飞行的相关搜索量同比激增 645%。“低空+文旅”的消费场景激发出春日经济新的增长点，形成供需两旺的态势。2025 年 3 月以来，成都推出低空飞行服务的商户数同比增长 106%，相关订单量增长超 280%。

瑞浦兰钧切入御风未来供应链开启低空新篇章

御风未来与瑞浦兰钧正式签署战略合作协议，并达成 eVTOL（电动垂直起降飞行器）飞行器能源解决方案层面的深度合作。针对市场痛点，瑞浦兰钧将为御风未来全球范围内的 eVTOL 飞行器项目提供定制化高镍电池解决方案，从电芯到系统，为其产品性能及适航认证提供全面支持。

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。

【商贸零售】医美化妆品 3 月月报：锦波生物首个胶原蛋白填充三类械获批，关注“情绪消费”主线下的美妆机遇——行业点评报告-20250419

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

板块行情回顾

医美（选取 13 家上市公司）：3 月个股涨幅靠前为锦波生物（+32.2%）、复锐医疗科技（+22.8%）、科笛-B（+9.5%）；化妆品（选取 18 家上市公司）：3 月个股涨幅靠前为上美股份（+31.8%）、毛戈平（+31.6%）、润本股份（+16.4%）。

医美：锦波生物首个胶原蛋白填充类三类械注册获批，看好重组胶原行业

4月9日锦波生物获药监局颁发的“注射用重组Ⅲ型人源化胶原蛋白凝胶”三类械注册证，此为国内首款针对中面部容量缺失及轮廓缺陷的重组胶原蛋白注射剂，能够实现“填充+修复”双重功效的产品，同时也意味着重组胶原蛋白开始具备替代动物源胶原蛋白的能力。此外，锦波生物的专利布局逐步全球化，已覆盖了中国、美国、巴西、日本、越南等多个国家和地区，短期新品落地+长期出海加速，未来成长空间广阔。展望重组胶原蛋白医美行业，技术储备（三螺旋、交联等）、多元布局（不同型别、适应症等）、成分协同（多成分复合型产品）等差异化战略是重组胶原医美未来方向，重组胶原蛋白产业具备较高天花板，我们坚定看好重组胶原行业未来发展。

化妆品：悦己趋势蔓延至美妆领域，关注“情绪消费”下的美妆机遇

根据 Mintel《2024 全球美容与个人护理趋势》报告，“神形俱美”被列为未来几年影响全球美容个护行业的三大趋势之一，该消费心理也逐渐蔓延至了美妆领域。近年颜值经济和悦己潮流盛行，消费者通过选购功效护肤品（达到美白/抗老等效果）、国潮彩妆（打造时尚感妆容）、家居香氛（闻香舒缓身心）等达到悦己疗愈的目的，建议关注“情绪消费”下的美妆机遇，具体主线有三：（1）美妆国货崛起旋律持续，关注把握高景气细分赛道且能力不断迭代的品牌；（2）高端美妆打造稀缺，关注势能向上的高端国货；（3）个护家清全面开花，“需求刚性+体验升级”双轮驱动，关注兼具“功能+情感”属性的个护品牌。

投资建议：看好头部国货美妆品牌份额持续提升

（1）医美：新品问世有望带来增长新动力，关注差异化布局的上游厂商，重点推荐爱美客、科笛-B，受益标的锦波生物、江苏吴中等；（2）化妆品：看好综合实力强劲的国货龙头以及受益细分赛道高景气的品牌方，重点推荐毛戈平（稀缺的国货高端美妆集团，“品类+渠道+客群”拓展打开成长空间）、上美股份（主品牌韩束势能持续，团队组织高效与供应链强，公司产品+渠道+品牌多维开花）、丸美生物（“人群资产”验证公司底层思维&能力万象更“芯”，高质量增长可期）、润本股份（“驱蚊+婴童护理”细分龙头，拓品类、拓渠道持续成长）、巨子生物（妆品多维矩阵初现，医美管线落地有望贡献二级增量）。618大促前夕，建议关注各美妆品牌推新思路及营销打法。

风险提示：消费复苏不及预期；竞争加剧；政策风险。

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