

2025 年 4 月 16 日 星期三

分析师推荐

【东兴计算机】聚灿光电（300708.SZ）：产销两旺驱动业绩高增，红黄光项目夯实增长新动能——公司 2025 年一季度业绩点评（20250415）

事件：2025 年 4 月 11 日，公司发布 2025 一季度业绩报告，公司实现营业收入 7.31 亿元，同比增长 21.80%；归母净利润 0.61 亿元，同比增长 27.72%；扣非归母净利润 0.60 亿元，同比增长 46.50%，

点评：产销两旺，公司 2025 年一季度营收同比增长 21.80%，归母净利润同比增长 27.72%，主营业务增长稳健。一季度公司实现营收 7.31 亿元，归母净利润为 0.61 亿元，扣非净利润为 0.60 亿元。一季度公司毛利率为 15.52%，同比增长 1.97pct，环比增长 2.95pct。主要得益于公司精准的营销策略、对市场需求的敏锐洞察叠加产能释放，以高光效照明、车用照明、背光、Mini 直显等为代表的高端产品占比持续攀升，带动产品均价及毛利率同步提高。2025 年一季度产销两旺，主营业务稳健增长，营运效率优化，实现经营活动产生的现金流量净额 1.76 亿元，同比增长 666.02%。

先行后装与新兴场景，合作渗透前装市场，车载领域赛道仍具备长期增长动能。在需求端，全球新能源汽车渗透率不断提升（预计 2025 年超 30%），带动车灯模组向高亮度、智能化升级，公司车用芯片已覆盖车用照明、ADAS 信号灯等增量场景。面对车规市场的严苛认证和长周期挑战，公司优先布局后装替换市场（如车灯改装、维修件）及车内人机交互新场景（如智能表面交互灯、舱内透明显示）。除此之外，合作渗透前装市场，公司与车规封装客户形成战略合作伙伴，深度绑定合力进行市场推广。产品目前已通过 ISO9001、QC080000、IATF16949 质量管理体系的认证。生产车间采取静电防控管理，并计划 2025 年 4 月取得 ESD 管理体系认证。同时，公司实验室持续按照 AEC-Q102 标准进行产品可靠性测试，推出性能领先的产品，深化车企供应链合作，抢占汽车电子升级红利，为消费者提供更高品质的车灯产品。

“年产 240 万片红黄光外延片、芯片项目”进展显著，夯实第二增长曲线。面对小间距显示、全彩屏及 RGB 等市场的快速崛起，为提升红黄光与蓝绿光芯片在应用中的协同能力，公司开辟业务第二增长曲线，全力推进“年产 240 万片红黄光外延片、芯片项目”。目前项目建设进展显著，关键节点加速突破，2025 年 1 月 11 日实现部分投产，当前月产能 10 万片的生产设备基本到货，部分工序设备处在调试阶段，产能正处于快速爬坡期。新增红黄光产线后，公司可提供 RGB 全色系芯片，基于氮化镓的蓝绿光芯片与基于砷化镓红黄光芯片的技术协同实现产品全光谱覆盖与色彩性能提升，显著降低

本期编辑

分析师：林瑾璐

021-25102905

执业证书编号：

linjl@dxzq.net.cn

S1480519070002

东兴证券研究所金股推荐

证券代码	证券简称
000881.SZ	中广核技
000975.SZ	山金国际
002436.SZ	兴森科技
002847.SZ	盐津铺子
600486.SH	扬农化工
600519.SH	贵州茅台
603565.SH	中谷物流

数据来源：《四月金股汇》2025 年 03 月 27 日，东兴证券研究所

客户供应链复杂度，加速直显、车载显示等高端应用落地。

公司盈利预测及投资评级：公司是国内领先的 LED 芯片企业，随着“年产 240 万片红黄光外延片、芯片项目”的建成投产，公司业绩有望持续增长。预计 2025-2027 年公司 EPS 分别为 0.41 元，0.54 元和 0.65 元，维持“推荐”评级。

风险提示：(1) 募投项目无法达到预期效益的风险；(2) 市场竞争加剧风险；(3) 技术迭代风险。

(分析师：刘航 执业编码：S1480522060001 电话：021-25102913 研究助理：李科融 执业编码：S1480124050020 电话：021-65462501)

【东兴化工】新和成 (002001.SZ)：业绩同比高增，项目建设有序推进 (20250415)

新和成发布 2024 年年报：公司 2024 年全年实现营业收入 216.10 亿元，YoY+42.95%，归母净利润 58.69 亿元，YoY+117.01%。

营养品板块主要产品量价齐升，香精香料和新材料产品稳步增长，带动业绩同比高增长。从收入端看，2024 年，公司蛋氨酸等项目新产能释放，同时营养品板块主要产品维生素、蛋氨酸市场价格修复，带动营养品板块营收同比增长 52.58%至 150.55 亿元；香精香料板块营收同比增长 19.62%至 39.16 亿元；新材料板块营收同比增长 39.51%至 16.76 亿元。从利润端看，2024 年公司综合毛利率同比提升 8.8 个百分点至 41.78%，带动公司净利润大幅增长。

新产品、新项目的开发建设有序推进，公司产品体系进一步丰富。公司坚持一体化、系列化、协同化的发展战略，以“化工+”和“生物+”两为大核心平台，专注于营养品、香精香料、高分子新材料和原料药业务，不断发展各类功能性化学品。公司原有项目精细化运营，新项目、新产品的开发建设有序进行：①营养品板块：蛋氨酸项目产能得到释放，已实现 30 万吨/年产能达产，市场竞争力增强；公司与中国石油化工股份有限公司合资建设 18 万吨/年液体蛋氨酸（折纯）项目基本建设完成；4,000 吨/年胱氨酸稳定生产运行，草铵膦项目中试顺利。②香精香料板块：系列醛项目、SA 项目、香料产业园一期项目稳步推进。③新材料板块：PPS 新领域应用开发顺利；天津尼龙新材料项目顺利推进大生产审批；HA 项目产品已正常生产、销售。④原料药板块：氟烷、植物醇整合项目有序进展，未来将根据市场需求升级产品结构。我们预计这些在建项目的陆续建设及投放，有助于进一步丰富公司的

产品体系，实现产业链的延伸，推动公司可持续高质量发展。

公司盈利预测及投资评级：新和成是国内优质的精细化工合成龙头，产业链一体化和产品系列化推动公司逐渐成长为精细化工龙头。公司从医药中间体起家，成功将业务拓展到维生素、香精香料、新材料、蛋氨酸等领域。未来公司新项目的逐步建设有望进一步丰富公司产品体系。基于公司 2024 年年报，我们相应调整公司 2025~2027 年盈利预测。我们预测公司 2025~2027 年净利润分别为 61.97、70.06 和 77.96 亿元，对应 EPS 分别为 2.02、2.28 和 2.54 元，当前股价对应 P/E 值分别为 10、9 和 8 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：原料及产品价格大幅波动；技术路线竞争加剧；新建产能投放进度不及预期；下游需求不及预期。

（分析师：刘宇卓 执业编码：S1480516110002 电话：010-66554030）

重要公司资讯

- 1、万安科技：**4月16日在互动平台表示，公司对美销售业务占比5%，美国的关税政策对公司直接影响较小。公司将继续密切关注相关政策的更新情况，评估关税政策的影响，并根据实际情况制定相应的应对策略。（资料来源：同花顺 iFind）
- 2、赣锋锂业：**企查查 APP 显示，近日，内蒙古赣荣储能科技有限公司成立，法定代表人为陈玉田，注册资本 5000 万元，经营范围包括储能技术服务、电池销售、工程和技术研究和试验发展等。企查查股权穿透显示，该公司由赣锋锂业旗下内蒙古赣锋锂电科技有限公司全资持股。（资料来源：同花顺 iFind）
- 3、海信视像：**发布电视产品小墨 E5Q Pro，该新品提供 55 至 100 英寸五个尺寸，零售价分别为 3699 元、4799 元、5999 元、8199 元、14999 元，4 月 27 日开售。据悉，该产品搭载行业首个轻量化 L3 级智能体系统“星聚桌面”，18 大智能体深度融合 DeepSeek 能力。（资料来源：同花顺 iFind）
- 4、中国电建：**4 月 16 日在互动平台表示，中国电建相关子企业已完成 DeepSeek 大模型本地化部署与测试，推动人工智能技术与业务场景融合，未来将应用于工程设计、安全监控等领域，构建企业级 AI 应用平台。（资料来源：同花顺 iFind）

- 5、**淡水河谷**：发布的 2025 年第一季度产销量报告显示，一季度铁矿石产量为 6770 万吨，同比减少 320 万吨，减幅为 4%；铁矿石销量为 6610 万吨，同比增长 230 万吨，增幅为 4%。（资料来源：同花顺 iFind）

经济要闻

- 1、**国家统计局**：初步核算，一季度国内生产总值约 31.88 万亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。分产业看，第一产业增加值 1.17 万亿元，同比增长 3.5%；第二产业增加值 11.19 万亿元，增长 5.9%；第三产业增加值 19.51 万亿元，增长 5.3%。受宏观政策靠前发力、部分外贸企业“抢出口”等带动，一季度我国经济实现良好开局，同比增长 5.4%，为实现全年 5%左右的目标奠定良好基础。具体来看，一季度，全国规模以上工业增加值同比增长 6.5%，比上年全年加快 0.7 个百分点。受我国产业转型升级、设备更新、出口保持韧性等需求带动，一季度我国规模以上工业生产维持较高增速。一季度，服务业增加值同比增长 5.3%，比上年全年加快 0.3 个百分点。受春节和清明等假期消费、产业数字化转型、居民消费升级等带动，一季度我国服务业增速也在 5%以上。一季度，社会消费品零售总额约 12.47 万亿元，同比增长 4.6%，比上年全年加快 1.1 个百分点。其中，受加力扩围的“两新”政策带动，一季度限额以上单位通讯器材类、文化办公用品类、家用电器和音像器材类、家具类商品零售额分别增长 26.9%、21.7%、19.3%、18.1%，政策效应明显。一季度，全国固定资产投资（不含农户）约 10.32 万亿元，同比增长 4.2%，比上年全年加快 1.0 个百分点。其中，基础设施投资同比增长 5.8%，制造业投资增长 9.1%，房地产开发投资下降 9.9%。受地方化债资金加快下达、高新技术产业强势增长等带动，相关投资保持较好增速；但是，一季度房地产投资仍在下行通道中，房地产市场销售回暖传导至投资端仍需时间。一季度，货物进出口总额约 10.3 万亿元，同比增长 1.3%。其中，出口 6.13 万亿元，增长 6.9%；进口 4.17 万亿元，下降 6.0%。尤其是 3 月以人民币计价的出口同比增长 13.5%，在外部贸易环境更趋恶劣的背景下，部分出口企业加快与政策抢跑，“抢出口”效应明显。（资料来源：同花顺 iFind）
- 2、**商务部**：商务部等 9 部门联合印发《服务消费提质惠民行动 2025 年工作方案》（以下简称《工作方案》）。《工作方案》以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻落实党中央、国务院关于发展服务消费的决策部署，推动扩大服务供给、创新多元化消费场景、提升服务品质、改善消费体验，释放服务消费发展潜力，为经济高质量发展提供有力支撑，围绕加强政策支持、开展促进活动、搭建平台载体、扩大对外开放、强化标准引领、优化消费环境等 6 个方面，提出 48 条具体任务举措，既

涵盖了餐饮、住宿、健康、文化娱乐、旅游休闲、体育赛事等主要行业领域，也包括了旅游列车、空中游览、跳伞飞行、超高清电视、微短剧等新业态、新场景。（资料来源：同花顺 iFinD）

- 3、**国家统计局：**发布 2025 年 3 月份 70 个大中城市商品住宅销售价格变动情况显示，一线城市二手住宅销售价格同比下降 4.1%，降幅收窄 0.8 个百分点。其中北京、上海、广州和深圳分别下降 2.1%、1.4%、8.7%和 4.1%。二线城市二手住宅同比下降 7%，降幅比上月收窄 0.4 个百分点。三线城市二手住宅同比下降 7.8%，降幅比上月收窄 0.2 个百分点。（资料来源：同花顺 iFinD）
- 4、**国家数据局：**近日国家发展改革委、国家数据局印发《2025 年数字经济发展工作要点》，对 2025 年推进数字经济高质量发展重点工作作出部署，提出加快释放数据要素价值、筑牢数字基础设施底座、提升数字经济核心竞争力等七个方面重点任务。其中，在加快释放数据要素价值方面，将以数据要素市场化配置改革为主线，加快完善数据产权、全国一体化数据市场等数据基础制度，配合开展基层报表数据“只报一次”试点，推进数据资源整合共享，组织开展企业、行业、城市三类可信数据空间创新发展试点，以公共数据为突破口深化数据资源有序开发利用。在提升数字经济核心竞争力方面，将促进科技创新和产业创新深度融合，梯次培育布局具有国际竞争力、区域支柱型、区域特色型数字产业集群，推动数据产业、数据标注产业高质量发展，支持人工智能技术创新和产业应用。（资料来源：同花顺 iFinD）
- 5、**中国人民银行：**人民银行会同国家金融监督管理总局、中国证监会、国家外汇局联合印发《金融“五篇大文章”总体统计制度（试行）》，重点对金融“五篇大文章”领域的统计对象及范围、统计指标及口径、统计认定标准、数据采集、共享及发布、部门分工等作出统一规定。总体统计制度是金融“五篇大文章”统计工作的标准和总纲。《制度》实现了对金融“五篇大文章”领域统计对象和业务的全覆盖；实现了重点统计指标及其标准和口径的统一、协同；建立了统筹一致、分工协作的工作机制。在统计范围方面，《制度》规定的统计对象全面覆盖银行业、证券业、保险业金融机构以及金融基础设施机构，统计范围包括贷款、债券、股权、资管债权、基金、保险、衍生品等多种金融工具和产品，综合统计金融“五篇大文章”等重点领域的工作情况。（资料来源：同花顺 iFinD）
- 6、**《求是》杂志：**4 月 16 日出版的第 8 期《求是》杂志发表中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平的重要文章《加快建设文化强国》。文章强调，党的十八大以来，我们坚持把文化建设摆在治国理政突出位置，作出一系列重大部署，形成新时代中国特色社会主义文化思想，推动文化建设在正本清源、守正创新中取得历史性成就，社会主义文化强

国建设迈出坚实步伐。(资料来源：同花顺 iFinD)

- 7、**美国财政部：**副部长 Michael Faulkender 周二表示，相关官员目前正就补充杠杆率 (SLR) 对 29 万亿美元的美国国债市场的影响展开讨论，重点是研究该规定在市场压力时期是否会对市场形成约束。Faulkender 指出，目前的调查目的是评估 SLR 在市场压力加剧时，是否会不必要地限制国债市场的流动性和承载能力。SLR 是一项监管指标，要求金融机构对其所持美国国债等资产保留一定比例的资本储备。在新冠疫情危机期间，美国联邦储备局曾暂时暂停该规定，以释放市场流动性，但此后已恢复执行。(资料来源：同花顺 iFinD)

每日研报**【东兴策略】A股策略周报：冲击逐步弱化 修复行情延续（20250415）**

关税冲击弱化。短期虽然针对中国商品关税的博弈仍在继续，但市场超预期恶化的可能性在降低，谈判的预期在升温，市场信心恢复在增强，中美贸易战大方向仍是对抗，但短期超出自身能力的关税措施是难以落地的，因此，贸易战的进程将进入反复拉扯的阶段，市场对此逐步免疫。从指数层面来看，除了周一大跌之外，市场呈现出了快速持续修复的态势，一方面，我们的政策应对主动及时，另一方面，市场对贸易战的信心逐步增强，以我为主的，东升西降的全球态势也给了内外投资者信心。随着3月经济数据逐步披露，市场的关注点也逐步回归经济基本面本身，市场走势将会逐步常态化，以自主可控为代表的产业链将会成为市场短期的核心逻辑。

修复行情延续。影响市场的三因素都迎来修复，首先，3月经济数据显示，经济仍旧处于弱复苏阶段，PMI处于50以上，社融好于预期，市场受前期政策影响逐步恢复。其次，政策应对贸易战及时有效，市场信心显著增强，未来政策储备十分丰富，后续刺激经济政策预期仍较为强烈。再次，外部因素冲击逐步弱化，中美贸易战常态化博弈，外部压力逐步缓和的概率较大。指数未来走势，外部冲击仍然是市场最大的不确定性，在没有完全明朗的情况下，市场指数维持在3200-3400价值区间波动可能性仍旧较大。

投资建议：市场延续修复行情，持仓比例可适当增加。在投资和出口都面临较大压力的情况下，拉动内需变成必选项。从方向上来看，人口问题是中国现在面临的最重要的问题之一，以生育率提升为目标的消费政策最为迫切，母婴类消费具有中期的消费潜力提升空间。教育医疗养老是居民收入支出考虑的重要因素，通过制度性安排，减轻居民消费后顾之忧也是提升消费手段。以零售、食品、文旅、潮玩为代表的新消费，有望在政策加持下展现出新的消费潜力。进口替代：随着中美双边关税大幅提升，从美国进口量较大方向的进口替代空间随之打开，以农产品、半导体、高端精密制造、化学制品等行业为主。大科技的崛起。中美竞争核心是竞争未来，尤其是在未来科技制高点的竞争更是重中之重，以人工智能和机器人为代表的新质生产力核心方向，未来空间仍然巨大，调整就是布局机会。避险资产。以低估值蓝筹公司为代表，叠加全球货币波动，可以关注黄金、银行、公用事业、资源类公司等。

风险提示：经济数据大幅低于预期，外部环境恶化。

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

【东兴非银行金融】保险行业：调整保险资产监管比例，资本市场流动性有望改善（20250415）

事件：为深入贯彻落实中央金融工作会议决策部署，提升保险资金服务实体经济质效，国家金融监督管理总局近日印发《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》，优化保险资金比例监管政策，加大对资本市场和实体经济的支持力度。

点评：本次《通知》主要包含三方面内容。1.上调权益资产配置比例上限，将部分档位偿付能力充足率对应的权益类资产比例上调5%，进一步拓宽权益投资空间，为实体经济提供更多股权性资本。其中，上季末综合偿付能力充足率超过250%低于350%的，权益类资产账面余额不得高于本公司上季末总资产的40%；上季末综

合偿付能力充足率超过 350%的，权益类资产账面余额不得高于本公司上季末总资产的 50%。2.提高投资创业投资基金的集中度比例。新标准下保险公司投资单一创业投资基金的账面余额占该基金实缴规模的比例不得高于 30%，引导保险资金加大对国家战略性新兴产业股权投资力度，精准高效服务新质生产力。3.放宽税延养老比例监管要求。明确税延养老保险普通账户不再单独计算投资比例，助力第三支柱养老保险高质量发展。

《通知》的发布是优化保险资金资产配置的重要举措，有利于促进保险业做好金融“五篇大文章”，更好发挥长期资金和“耐心资本”优势。我们认为，在当前时点监管层积极为保险资金投资资本市场提供便利，有利于高效发挥保险资金的“压舱石”和“稳定器”作用。美国关税战对国内实体经济和资本市场的潜在冲击不可小觑，近期资本市场在美国贸易政策影响下波动性已有所提升，投资者信心亟待支撑。若保险资金在监管政策放宽后能快速进场参与权益市场投资，有望显著改善市场流动性，提振投资者信心。同时，提高创业投资基金的集中度比例也将为优质创新创业企业提供更大力度的资金支持，解决企业后顾之忧。更前置的参与创业企业发展壮大亦令险企有机会收获更为可观的投资收益，提升自身投资收益率水平。

投资建议：近年来，监管层通过持续性的政策举措推动保险资金等长期价值投资资金投资国内资本市场，优化市场环境和投资者结构；同时，随着资本市场改革的逐步推进，潜在投资收益水平也呈现波动上升态势。我们认为，上述两者互为因果，相辅相成。发挥资本市场资金融通功能需要保险行业的全方位参与，且助力科技企业做大做强有望显著改善保险公司的经营业绩。多年来的低利率环境令险企投资端“资产荒”问题持续加剧，如何寻找高收益资产成为险企的一大难题。通过长线资金形式参与科技企业投资，有望实现科技企业经营资质的改善，进而提高潜在投资回报，而更多较高回报的科技投资将持续优化险企投资资产结构，提升整体投资收益水平，降低利差损风险。

整体上看，当前保险行业马太效应不断增强，行业头部机构更有机会参与政策创新，把握政策红利窗口期，未来估值上升空间更大，建议持续重点关注。此外，在 ETF 蓬勃发展的环境下，出于投资需求的差异化，保险 ETF 的投资价值也应继续重点关注。

风险提示：宏观经济下行风险、政策风险、市场风险、流动性风险。

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

【东兴非银行金融】保险行业：保险资金深度参与，支持科技金融高质量发展（20250415）

事件：为贯彻落实中央经济工作会议、中央金融工作会议、全国科技大会精神，按照《国务院办公厅关于做好金融“五篇大文章”的指导意见》有关要求，探索构建同科技创新相适应的科技金融体制，推动科技创新和产业创新深度融合，促进“科技—产业—金融”良性循环，做好科技金融大文章，金融监管总局、科技部、国家发展改革委近日联合发布《银行业保险业科技金融高质量发展实施方案》，从加强科技金融服务机制、产品体系、专业能力和风控能力建设出发，提出 7 方面 20 条措施。

点评：本次《实施方案》主要包含三方面内容。一是加强科技金融服务机制建设，二是加强科技金融产品体系建设，三是加强科技金融专业能力建设。从“机制—产品—能力”三个层面自上而下发挥金融制度和能力优势，和科技企业深度融合。

《实施方案》涉及保险经营的多个细分领域。在机制建设层面，优化内部考核激励约束机制，适当提高科技金融相关指标在内部绩效考核中的占比，提升业务人员支持科技创新的主动性。产品体系建设层面，优化科技保险保障服务，提供覆盖科技创新活动全流程的保险产品。加大科技创新人才和相关从业人员保险供给，提升健康管理、养老服务、职业责任等方面保险保障质效。保险资金投资层面，深化保险资金长期投资改革试点，支持保险公司发起设立私募证券投资基金，推动保险机构投资资产支持计划等证券化产品，投资股市并长期持有，加大创业投资支持力度，发展长期资本和耐心资本。风险防控层面，健全科技金融风险分担机制，实施支持科技创新专项担保计划，通过组建共保体、再保险等方式分散科技保险风险。

我们认为，当前是保险资金和代表新质生产力的科技企业共赢发展的有利时机。国内供给侧改革进入关键阶段，发展新质生产力成为经济主旋律，而对于高科技创新企业而言，以保险资金为代表的长久期价值投资资金成为其快速发展壮大的重要助推器。保险资金的长期属性和对短期业绩波动的高容忍度与科技初创企业的发展模式高度契合，有能力全流程伴随高科技创新企业成长。反观保险行业，当前经济新业态层出不穷，对于保险公司承保、定损等环节的短期影响巨大，特别是财产险企业。同时，金融科技正在与保险公司传统经营方式高度融合，有力提升险企经营质效，降低经营成本和风险暴露的可能性，对保险公司长期发展大有裨益。

投资建议：近期国家在支持科技企业创新发展方面提出了更高要求，而解决科技企业的融资问题成为支持政策的重中之重。我们认为，发挥资本市场资金融通功能需要保险行业的全方位参与，且助力科技企业做大做强有望显著改善保险公司的经营业绩。近年来低利率环境令险企投资端“资产荒”问题持续加剧，如何寻找高收益资产成为险企的一大难题。通过长线资金形式参与科技企业投资，有望实现科技企业经营资质的改善，进而提高潜在投资回报，而更多较高回报的科技投资将持续优化险企投资资产结构，提升整体投资收益水平，降低利差损风险。

整体上看，当前保险行业马太效应不断增强，行业头部机构更有机会参与政策创新，把握政策红利窗口期，未来估值上升空间更大，建议持续重点关注。此外，在 ETF 蓬勃发展的大环境下，出于投资需求的差异化，保险 ETF 的投资价值也应继续重点关注。

风险提示：宏观经济下行风险、政策风险、市场风险、流动性风险。

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

【东兴非银行金融】证券行业：优化发行承销制度，提升国内 IPO 投资的竞争优势（20250415）

事件：3月28日，中国证监会发布《关于修改〈证券发行与承销管理办法〉的决定》，对IPO发行过程中各类参与主体行为进行有针对性的调整和规范。

点评：本次对《证券发行与承销管理办法》的修订主要集中于四个方面。1.增加银行理财产品、保险资产管理产品作为IPO优先配售对象，令其在新股申购标准上与公募基金享有同等政策待遇，同时明确由证券交易所规定优先配售的其他情形，为未来继续增加优先配售对象预留空间；2.明确由证券交易所制定IPO分类配售具体规定，落实“科创板八条”中有关在科创板试点未盈利企业分类配售的要求；3.禁止参与IPO战略配售的投资者在承诺的限售期内出借，打击一切在限售期内直接或借道减持的行为；4.根据新《公司法》做适应性调整。

在监管层持续优化资本市场运行环境的大背景下，本次《办法》修订是对发行层面和上市流通层面监管的有效补充。将银行理财产品、保险资产管理产品与公募基金同时列为 IPO 优先配售对象，有利于银行理财资金、险资等中长期价值投资资金更有效的参与 IPO 融资，进一步改善上市企业的投资者结构，或将有效延长投资者整体投资周期，降低纯交易型资金占比及其对市场波动性的潜在影响。同时，禁止参与 IPO 战略配售的投资者在承诺的限售期内出借，亦是对市场关切的直接回应，通过更严格的限售期减持监管降低融券资金和量化交易资金对市场的扰动，持续规范 IPO 投资行为，提升 IPO 相关投资方的潜在回报，不断增强国内 IPO 投资的竞争优势。

投资建议：我们看到，自 2024 年新“国九条”发布以来，资本市场进入政策密集期，一系列优化资本市场生态，提升投资者获得感的政策接连落地，特别是在“9.24”国新办发布会后，市场交易活跃度显著提升，“资本市场—上市公司—投资者”间的正循环和正反馈逐步形成。但当前国内资本市场的投资者结构仍有较大的调整和优化空间，投资行为的长期价值属性仍待加强，故从监管政策层面对投资者行为的规范有望陆续推出。我们认为，增加 IPO 配售过程中机构投资者的参与，除优化 IPO 投资行为外，亦有助于 IPO 定价机制的高效运行。而头部券商依托其对接机构投资者的渠道优势和基于较强研究能力的 IPO 定价优势，在股权投行业务竞争中占据有利地位，有望持续提升投行业务收入，且投行业务竞争力作为券商综合竞争力体系中的重要一环，是券商估值的重点参考指标。在当前证券行业马太效应不断加强的背景下，头部券商的投行业务优势有望进一步凸显，故基于业绩增长和估值提升预期，建议持续重点关注上市头部券商的投资价值。

风险提示：宏观经济下行风险、政策风险、市场风险、流动性风险。

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

【东兴银行】银行业：社融增速提升，信贷投放超预期——3 月社融金融数据点评（20250415）

事件：4 月 13 日，中国人民银行发布 2025 年一季度社融金融数据。

观点总结：3 月政府债持续发力、信贷投放边际转暖，社融增量超预期。其中，对公短贷同比大幅多增，反映企业经营活跃度有所提升，但也存在季末冲量特征。居民中长贷同比多增，主要得益于地产销售改善，以及居民提前还贷压力缓释。展望后续，关税扰动下信贷需求回暖存在一定不确定性，期待财政、货币政策持续发力稳定信贷需求；二季度政府债有望继续发力带动社融增速进一步回升。

点评：政府债、信贷支撑 3 月社融同比多增，社融增速环比提升。3 月社融新增 5.89 万亿，同比多增 1.05 万亿；存量社融同比+8.4%，环比提升 0.2pct。政府债发行前置、信贷同比多增为主要贡献。（1）3 月政府债券新增 1.48 万亿，同比多增 1.02 万亿。一季度国债、地方政府债发行进度达 30%、36%，明显快于去年，政府债年内发行明显前置。（2）3 月为信贷投放大月，社融口径人民币贷款新增 3.82 万亿，同比多增 5314 亿。

3 月信贷总量较强、同比多增，结构上存在企业短贷冲量。3 月金融数据口径人民币贷款新增 3.64 万亿，同比多增 0.55 万亿，超出市场预期；主要是企业短贷和票据融资多增贡献。3 月末贷款同比增速环比提高 0.1pct 至 7.4%。分部门来看：

(1) 企业贷款新增 2.84 万亿，同比多增 0.5 万亿。其中，企业短贷、票据融资分别新增 1.44 万亿、减少 1986 亿，同比多增 4600 亿、514 亿。企业中长贷新增 1.58 万亿，同比少增 200 亿。定价方面，3 月新发放企业贷款加权平均利率约为 3.3%，环比持平；较 24 年末下降 1bp 左右。

(2) 居民贷款新增 9853 亿，同比多增 447 亿。其中，中长贷新增 5047 亿，同比多增 531 亿；主要得益于地产销售改善，以及居民提前还贷压力缓释。定价方面，3 月新发放个人住房贷款加权平均利率约为 3.1%，在 LPR 持平基础上保持稳定。短贷新增 4841 亿，同比少增 67 亿；3 月银行消费贷开启一轮降价营销，消费贷利率低至 2.5% 左右，但在监管引导下 4 月起调整至不低于 3%。

M1 增速环比提升，资金活化程度有所改善。3 月 M1（新口径）同比增长 1.6%，增速环比提升 1.5pct；M2 同比增长 7.0%，增速环比持平，M1-M2 剪刀差进一步收窄。M1 增速回升预计主要源于企业短贷派生多增，以及财政支出加大，政府存款向实体转移。存款分项：财政存款减少 7710 亿，同比基本持平；企业存款新增 2.84 万亿，同比多增 7675 亿；居民存款新增 3.09 万亿，同比多增 2600 亿。非银存款减少 1.41 万亿，同比大幅多减 1.26 万亿；或主要是季末理财回表、以及债市调整带来的产品赎回扰动。

投资建议：一季度银行信贷规模增长平稳，信贷实现同比多增；但信贷重定价及负债成本刚性之下净息差继续承压，预计净利息收入延续负增长。随着基数效应消退，中收降幅有望继续收窄。债市调整及较高基数下，其他非息收入有压力，但考虑 2024 年四季度银行积累较多其他综合收益浮盈，或在一季度部分兑现、对冲营收压力。在资产质量平稳之下，拨备继续释放反哺利润。

展望全年，银行资产规模增长有望保持平稳，净息差降幅有望收窄，房地产、经营贷等重点领域风险预期改善，预计银行盈利有望保持平稳。中期来看，在利率中枢下行趋势下，低利率、资产荒矛盾依然存在，看好银行高股息的配置价值。资金层面，政策持续鼓励中长线资金入市，预计未来保险资金、ETF 被动资金将延续稳定增长，有助于支撑银行估值。我们建议关注两条投资主线：（1）中长期资金入市、指数化投资推动银行配置价值增强。在利率中枢下行趋势下，高股息标的配置价值增强。（2）逆周期调节政策成效逐步显现之下，银行个股基本面预期改善带来估值进一步修复，建议关注有业绩释放空间的优质区域行。

风险提示：经济复苏、实体需求恢复不及预期，导致信贷增速大幅下滑；政策力度和实施效果不及预期，导致风险抬升资产质量大幅恶化等。

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

【东兴房地产】房地产周报 20250413:新房销售增速回落，二手房成交保持增长（20250414）

新房销售增速回落，二手房成交保持增长，海南省提升公积金最高贷款额度。

房管局合计数据：

45 城本周新房销售面积(04/05-04/11)为 284.4 万平，上周为 426.2 万平。

45 城新房年内累计销售面积(1/1-04/11)同比增速为 7.7%，前值(1/1-04/04)为 12.9%。当月累计销售面积同比增速为-2.6%，上个月整月为 12.9%。

23 城本周二手房销售面积(04/05-04/11)为 279.4 万平，上周为 254.8 万平。

23 城二手房年内累计销售面积(1/1-04/11)同比增速为 32.4%，前值(1/1-04/04)为 35.4%。当月累计销售面积同比增速为 19.6%，上个月整月为 71.9%。

22 城本周新房及二手房销售面积(04/05-04/11)为 420.1 万平，上周为 454.1 万平。

22 城新房及二手房年内累计销售面积(1/1-04/11)同比增速为 15.7%，前值(1/1-04/04)为 12.1%。当月累计销售面积同比增速为 9.4%，上个月整月为 56.7%。

房管局城市数据：

北京 / 上海 / 深圳 / 广州 / 杭州 / 成都 新房年内累计销售面积 (1/1-04/11) 同比增速为 -7.4%/3%/39.8%/12%/9.5%/-3.3%，前值(1/1-04/04)为 -6.6%/3.2%/43.6%/13.6%/6.6%/-1.7%。当月累计销售面积同比增速为 3.4%/-7%/-8.8%/-16.2%/61.9%/-23.6%，上个月整月为 38.2%/-6.9%/6.4%/7.9%/14.3%/6.3%。

北京 / 上海 / 深圳 / 杭州 / 成都 二手房年内累计销售面积 (1/1-04/11) 同比增速为 33.6%/45.7%/62.1%/53.2%/29.2%，前值(1/1-04/04)为 34.2%/47.2%/63.4%/51.4%/30.4%。当月累计销售面积同比增速为 30.4%/28%/48.1%/55%/19.2%，上个月整月为 36.2%/47.4%/70.3%/65.2%/-5.7%。

行业要闻(4/6~4/12)：

海南省调整优化住房公积金贷款政策：包括调整最高贷款额度、调整二套房存贷挂钩机制、调整贷款最低首付比例、统一异地贷款政策、实行最高贷款额度与个贷率联动机制、具体贷款可贷金额核定等。

投资建议：短期关注政策宽松带来的估值修复机会，中长期聚焦具备核心城市资源和不动产运营能力的龙头企业。推荐保利发展；华润置地、招商蛇口、绿城中国、越秀地产等也有望受益。市场止跌回稳与融资支持持续发力，对仍然具备市场化经营能力的优质房企，具有很好的信用支持作用，龙湖集团、新城控股等有望受益。

风险提示：盈利能力继续下滑、销售不及预期、资产减值的风险等

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

分析师承诺

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

风险提示

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

免责声明

以上内容来源于东兴证券研究报告的观点。

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

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

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

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。