

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-04-16

宏观策略

2025 年 04 月 16 日

宏观点评 20250413: 中国科技产业为全球资产注入稳定性

目前来看，春节后由中国科技突破引发的估值重塑，并非单纯的技术事件，而是中国创新体系从“单点突破”向“系统进化”转型的缩影。在外部不确定性加剧的情况下，中国始终秉承“以我为主”的宗旨，通过科技突破和产业链完善，稳扎稳打地实现向创新驱动型经济体的转型。在此过程中，资本市场也将持续为科技产业提供稳定的流动性支持，“科特估”有望为中国经济“新旧动能转换”的重定价进一步注入稳定性。风险提示：海外地缘政治变化影响市场风险偏好，美国对华政策进一步施压影响市场信心，科技创新进展和效率不及预期

晨会编辑 孙婷

执业证书: S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

海外周报 20250413: 美债抛售潮的原因：去美元化、流动性冲击与中期财政扩张

核心观点：对美元资产信任的退潮、对流动性风险的担忧引致美债遭遇抛售潮，10 年美债利率本周飙升 50bps 至 4.5%，美元指数下破 100。本周公布的 3 月美国物价数据全面遇冷、消费者通胀预期则大幅飙升，但市场担忧的重点仍在于关税对通胀前景的高度不确定性。当前的价、量指标显示美元流动性尚未有显著、大幅恶化，但未来关税政策、中美关税谈判进展的不确定性意味着美元资产在二季度大概率延续震荡。

宏观量化经济指数周报 20250413: 货币宽松进入“择机”窗口期

在外部经济环境日趋复杂的情况下，金融市场对降准降息的预期也在升温，货币政策加码宽松所择的“机”也进入观察期。

固收金工

固收深度报告 20250415: 财政发力先行下的国债供给测算

通过上述分类预测的方法，我们将各月的储蓄国债、贴现国债、关键期限国债和超长期国债的发行量加总，可以看到 9-10 月为国债发行的高峰期，单月发行规模分别为 1.6 万亿元和 1.4 万亿元，5-6 月为次高峰，单月发行规模分别为 1.2 万亿元和 1.3 万亿元。在财政发力先行，宽松货币政策随后的思路下，5-6 月成为降准观察的第一窗口期。

行业

房地产行业跟踪周报：新房销售面积同环比下降，政策放松预期走强

周观点：4 月第 2 周新房成交环比下降、同比下降，二手房成交环比上升、同比上升。为贯彻党的二十大、二十届三中全会关于实施城市更新行动的决策部署，落实中央经济工作会议和政府工作报告有关要求，中央财政继续支持部分城市实施城市更新行动，探索建立可持续的城市更新机制，推动补齐城市基础设施的短板弱项，加强消费型基础设施建设，注重向提振消费方面发力，促进城市基础设施建设由“有没有”向“好不好”转变，解决人民群众的急难愁盼问题，实现城市高质量发展。投资建议：1) 房地产开发：推荐华润置地、保利发展、滨江集团，建议关注绿城中国等；2) 物业管理：推荐华润万象生活、绿城服务、保利物业、越秀服

务；3）房地产经纪：推荐贝壳，建议关注我爱我家。 风险提示：房地产调控政策放宽不及预期；行业下行持续，销售不及预期；行业信用风险持续蔓延，流动性恶化超预期。

公用事业行业跟踪周报：加快推进虚拟电厂发展，南网区域推动新能源全面参与现货市场

投资建议：国债收益率下降红利配置正当时。1）水电：量价齐升、低成本受益市场化。度电成本所有电源中最低，省内水电市场电价持续提升，外输可享当地电价。现金流优异分红能力强，折旧期满盈利持续释放。重点推荐【长江电力】。2）火电：优质区域火电电量电价有支撑，业绩稳定性提升红利属性彰显。建议关注【皖能电力】【申能股份】，建议关注【华电国际】【浙能电力】【华能国际】【国电电力】。3）核电：成长确定、远期盈利&分红提升。22/23年连续两年核准10台，24年再获11台核准，成长再提速。在建机组投运+资本开支逐步见顶。公司ROE看齐成熟项目有望翻倍，分红同步提升。重点推荐【中国核电】【中国广核】，建议关注【中广核电力H】。4）绿电：化债推进财政发力，绿电国补欠款历史问题有望得到解决。资产质量见底回升，绿电成长性再次彰显。重点推荐【龙净环保】，建议关注【龙源电力H】【中闽能源】【三峡能源】。5）消纳：关注特高压和电网智能化产业链。趋势一配电网智能化：关注【威胜信息】【东软载波】【安科瑞】；趋势二电网数字化：推荐虚拟电厂；趋势三国际化：推荐特高压和电网设备。 风险提示：需求不及预期、电价煤价波动风险、流域来水不及预期等

燃气II行业跟踪周报：关税扰动下美国气价大跌；淡季来临欧洲&中国气价回落，国内外价格倒挂结束

投资建议：近期龙头燃气公司相继发布2024年年报，整体来看价差、接驳户数符合预期、气量在暖冬影响下比预期略低，双综业务增速有分化（新奥能源符合预期、华润燃气不及预期）。展望2025年，供给宽松，燃气公司成本优化；价格机制继续理顺、需求放量。需关注对美LNG加征关税后，新奥股份等具有美国气源的公司是否能够通过转售等方式消除关税影响。1）城燃降本促量、顺价持续推进。重点推荐：【新奥能源】（25股息率5.6%）2024年不可测利润充分消化，私有化方案定价彰显估值回归空间；【华润燃气】【昆仑能源】（25股息率4.7%）【中国燃气】（25股息率7.4%）【蓝天燃气】（股息率ttm8.4%）；建议关注：【深圳燃气】【佛燃能源】（25股息率54.8%）【港华智慧能源】。2）海外气源释放，关注具备优质长协资源、灵活调度、成本优势长期凸显的企业。重点推荐：【九丰能源】（25股息率5.4%）【新奥股份】（25股息率5.9%）；建议关注：【深圳燃气】【佛燃能源】。3）美气进口不确定性提升，能源自主可控重要性突显。建议关注具备气源生产能力的【新天然气】【蓝焰控股】。（估值日期2025/4/11）

建筑材料行业跟踪周报：继续看好内需消费地产链

周观点：（1）本周股债汇以及商品市场均受关税博弈的影响而发生了剧烈波动，但随着中国不再升高关税数字，美国落地一系列豁免政策，双边沟通频发，关税博弈最激烈的时点可能已经过去。整体而言，地产链的斜率放缓但方向不变，地产链出清已近尾声，供给格局大幅改善，25年需求平稳且企业增长预期较低，板块具备较高的胜率。关税冲击下如果刺激内需，行业景气则有望明显抬升。首先，消费大概率进一步得到刺激，首选低估值的消费龙头和扩张型公司，例如北新建材、兔宝宝、奥普科技、

欧普照明、伟星新材、欧派家居、箭牌家居、坚朗五金等，建议关注三棵树。其次，如果外部需求快速回落，中西部基建很有可能成为救急的方向，关注华新水泥、四川路桥、海螺水泥、中国交建等。最后，在 25 年流动性充裕的背景下，科技属性强的公司仍有较高关注度，例如上海港湾、鸿路钢构、萤石网络、公牛集团等。（2）特朗普任期内，经营美国市场的回报率下降和不确定性增加，非美国国家可能加强贸易联系，出海企业将转向拓展欧洲、中东、东南亚等其他市场。而且美元降息趋势下，非美国国家经济建设有望进入快车道。综合新兴国家收入占比以及本土化的能力和技术实力，推荐上海港湾、中材国际、中国交建、米奥会展（与中小盘、社服共同覆盖）。另外，可适当关注美国有产能的公司，例如爱丽家居、中国巨石等。风险提示：地产信用风险失控、政策定力超预期。

商贸零售行业跟踪周报：霸王茶姬即将赴美上市，招股书各项指标拆解
投资建议：建议关注蜜雪集团、古茗、茶百道、茶姬、奈雪的茶等茶饮赛道相关标的。风险提示：市场竞争加剧，消费需求增长不足，海外门店扩张不及预期，品牌形象受损等。

建筑装饰行业跟踪周报：基建投资景气有望延续，关注一带一路合作方向

（1）3 月建筑业 PMI 数据有所提升反映建筑业企业景气预期提升，结合水泥、混凝土添加剂等公司数据来看，开工景气在持续改善，但新开工项目落地仍然偏慢。结合 3 月政府债券融资数据、基建投资数据的改善情况，增量的财政政策支持 and 融资端的改善对投资端和实物量的效果将逐渐显现。美国近期加征“对等关税”，贸易摩擦升级，外部环境不确定性增加的情况下，扩内需预期增强，基建投资和重点区域建设有望政策加码。我们认为宏观政策积极导向延续，随着财政发力、地产“止跌企稳”政策组合拳落地，基建地产链景气有望回升。保险及社保等中长期增量资金入市有望利好低估值、稳定分红的行业龙头、白马以及破净央企国企估值修复。我们建议关注估值仍处历史低位、业绩稳健的基建龙头央企和地方国企估值持续修复机会，推荐中国交建、中国电建、中国中铁，建议关注中国核建、中国化学等。（2）出海方向：2024 年我国对外承包工程业务完成营业额同比增长 3.1%，新签合同金额同比增长 1.1%，创历史新高，对外投资平稳发展；近期美国加征关税以及贸易摩擦升级，后续外交博弈、贸易摩擦或加剧，一带一路战略推进或加码，预期未来中欧合作、东盟地区合作有望更加密切，预计基建合作仍会是重要形式，海外工程需求景气度有望保持，海外工程业务有望受益，后续预计逐渐兑现到订单和业绩层面。建议关注国际工程板块，个股推荐中材国际、上海港湾，建议关注中工国际、北方国际、中钢国际等。（3）需求结构有亮点，新业务增量开拓下的投资机会：部分专业制造工程细分领域、装配式建筑、节能降碳以及新能源相关的基建细分领域景气度较高，有相关转型布局的企业有望受益，建议关注装配式建筑方向的鸿路钢构、华阳国际等；半导体洁净室景气度有望延续，关注亚翔集成、柏诚股份等。风险提示：地产信用风险失控、政策定力超预期、国企改革进展低于预期等。

商贸零售行业点评报告：消费品出海关税专题：出口美国如何计税？一般贸易、跨境小包、市场采购有何区别？

投资建议：加关税背景下关注错杀&有长期价值的出口链资产。

医药生物行业跟踪周报：医药板块，看好内需国产替代+自主可控

投资要点 本周、年初至今 A 股医药指数涨幅分别为-5.61%、-1.10%，

相对沪深 300 的超额收益分别为-2.73%、3.59%；本周无板块上涨，生物制品（-2.71%）、中药（-3.35%）、医药商业（-3.93%）等跌幅较小，医疗服务（-11.88%）、原料药（-6.26%）、化学制药（-5.65%）股价跌幅较大；本周 A 股涨幅居前奕瑞科技（+20.54%）、一品红（+17.03%）、永安药业（+13.93%），跌幅居前润都股份（-27.81%）、多瑞医药（-27.21%）、博腾股份（-22.19%）；本周 H 股涨幅居前天元医疗（+79.78%）、北海康成-B（+21.53%）、长江生命科技（+17.31%），跌幅居前中生北控生物科技（-34.52%）、永胜医疗（-22.92%）、再鼎医药（-22.92%）。器械关税影响较小，看好内需国产替代+自主可控。关税对器械公司影响有限，建议关注国产替代空间大的惠泰医疗、爱博医疗、联影医疗、华大智造等。目前国内美国业务占比较大的上市公司多在美国有产能，如海泰新光、奕瑞科技、三诺生物等；其他与美国有业务合作或核心零部件采购的公司，美国收入占比或核心零部件采购占比较小，对公司整体收入影响有限，如迈瑞医疗、联影医疗已备足货品，且国内国产替代空间较大（如 IVD、大型影像设备可替代外资如 GE、罗氏诊断、雅培等）。从器械中国市场国产替代空间大角度，建议关注惠泰医疗、微电生理、爱博医疗，港股归创通桥-B、爱康医疗、春立医疗等；稳健内需线建议关注鱼跃医疗、可孚医疗等；自主可控线建议关注聚光科技、联影医疗、迈瑞医疗、华大智造、奕瑞科技等。具体配置建议：医疗器械领域，关税后国产性价比更高有助于国产替代，建议关注惠泰医疗、联影医疗、迈瑞医疗、新产业等；创新药领域，进口创新药关税大幅增加，利于国产创新药放量，建议关注百济神州、科伦博泰、康方生物等；血制品领域，进口白蛋白比国内价格低，后期价格优势消除，国产白蛋白有望量价齐升，建议关注天坛生物、上海莱士、博雅生物等；科研服务领域，关税后国内性价比更高，建议关注聚光科技、华大智造、奥浦迈等；中药领域，自给自足，不受关税影响，建议关注佐力药业、东阿阿胶等。风险提示：药品或耗材降价幅度继续超预期、医保政策进一步严厉、产品销售及研发进度不及预期等。

电力设备行业跟踪周报：关税壁垒松动修复出海空间，机器人产业确定弹性大

重点推荐标的：宁德时代（动力&储能电池全球龙头、盈利能力和排产均超预期）、三花智控（热管理全球龙头、特斯拉机器人总成空间巨大）、比亚迪（电动车销量持续向好且结构升级、全民智驾超预期）、阳光电源（逆变器全球龙头、海外大储优势显著、估值极低）、汇川技术（通用自动化弱复苏龙头 Alpha 明显、联合动力持续超预期）、亿纬锂能（动力&储能锂电上量盈利向好并走出特色之路、消费类电池稳健）、科达利（结构件全球龙头优势突出稳健增长、大力布局机器人）、雷赛智能（伺服控制器龙头企业、机器人关节批量优势明显）、富临精工（高压实铁锂领先、机器人布局深厚）、大金重工（海风出口布局厚积薄发、量利双升超预期）、浙江荣泰（云母龙头增长确定、微型丝杠优势明显）、伟创电气（变频伺服持续增长、大力布局人形机器人）、锦浪科技（欧洲去库完成逆变器迎来拐点、新兴市场销售提升提供支撑）、湖南裕能（铁锂正极龙头强阿尔法、新品放量和价格见底盈利反转）、天奈科技（碳纳米管龙头、快充&硅碳&固态持续受益）、麦格米特（多产品稳健增长、AI 电源未来潜力大）、宏发股份（继电器恢复稳增长、高压直流持续稳增长）、德业股份（新兴市场开拓先锋、户储爆发工商储蓄势）、固德威（组串逆变器持续增长，储能电池和集成逐步恢复）、禾迈股份（微逆去库尾声重回高增长、储能

产品开始导入)、鸣志电器(步进电机全球龙头、机器人空心杯电机潜力大)、璞泰来(负极龙头盈利拐点确立、隔膜涂覆持续增长)、尚太科技(负极龙头份额提升超预期、成本优势大盈利能力强)、天赐材料(电解液&六氟龙头、新型锂盐领先)、帝科股份(银浆龙头、银包铜银浆率先量产在即)、金盘科技(干变全球龙头、海外订单超预期)、晶澳科技(一体化组件龙头、盈利率先恢复)、上能电气(逆变器地面地位稳固、大储PCS放量在即)、容百科技(高镍正极龙头、海外进展超预期)、阿特斯(一体化组件头部企业、深耕海外大储进入收获期)、三星医疗(海外配网和电表需求强劲、国内增长稳健)、东方电缆(海缆壁垒高格局好,海风项目开始启动)、日月股份(大铸件紧缺提价可期,盈利弹性大)、钧达股份(Topcon 电池龙头、扩产上量)、科华数据(全面受益国内 AI 资本开支新周期、数据和数能双星驱动)、科士达(受益国内 AI 资本开支新周期、UPS 龙头)、盛弘股份(受益海外和国内 AI 资本开支、海外储能新客户拓展)、思源电气(电力设备国内出海双龙头、订

非银金融行业跟踪周报:“中国版平准基金”横空出世,维护资本市场平稳运行

行业排序及重点公司推荐:非银金融目前平均估值仍然较低,具有安全边际,攻守兼备。1)保险行业受益于经济复苏、利率上行。储蓄类产品销售占比大幅提升,负债端预计显著改善,长期仍看好健康险和养老险发展空间。2)证券行业转型有望带来新的业务增长点。受益于市场回暖、政策环境友好,券商经纪业务、投行业务、资本中介业务等均受益。行业推荐排序为保险>证券>其他多元金融,重点推荐新华保险、中国人寿、中信证券、华泰证券、同花顺等。风险提示:1)宏观经济不及预期;2)政策趋紧抑制行业创新;3)市场竞争加剧风险。

基础化工周报:聚氨酯价格加速下滑

【聚氨酯板块】本周纯MDI/聚合MDI/TDI行业均价为17490/15570/11568元/吨,环比分别-210/-480/-261元/吨,纯MDI/聚合MDI/TDI行业毛利分别为3852/2995/-177元/吨,环比分别+79/-150/-53元/吨。【油煤气烯烃板块】①本周乙烷/丙烷/动力煤/石脑油均价分别为1366/4011/540/3854元/吨,环比分别-190/-433/+0/-628元/吨。②本周聚乙烯均价为8015元/吨,环比-145元/吨,乙烷裂解/CTO/石脑油裂解制聚乙烯理论利润分别为1193/1957/399元/吨,环比分别+85/-91/+504元/吨。③本周聚丙烯均价为7200元/吨,环比+0元/吨,PDH/CTO/石脑油裂解制聚丙烯理论利润分别为103/1610/248元/吨,环比分别+373/+0/+600元/吨。【煤化工板块】本周合成氨/尿素/DMF/醋酸行业均价为2695/1893/4515/2628元/吨,环比分别-11/-45/+165/-1元/吨,合成氨/尿素/DMF/醋酸行业毛利分别为745/200/151/102元/吨,环比分别+20/-45/+138/+57元/吨。【相关上市公司】化工白马:万华化学、宝丰能源、卫星化学、华鲁恒升。【风险提示】1)项目实施进度不及预期;2)宏观经济增速下滑,导致需求复苏弱于预期;3)地缘风险演化导致原材料价格波动;4)行业产能发生重大变化;5)统计口径及计算误差。

大炼化周报:国际油价遭遇暴跌,长丝市场重心宽幅下挫

nn【相关上市公司】民营大炼化&涤纶长丝:恒力石化、荣盛石化、东方盛虹、恒逸石化、桐昆股份、新凤鸣。n【风险提示】1)项目实施进度不及预期;2)宏观经济增速下滑,导致需求复苏弱于预期;3)地缘风险演化导致原材料价格波动;4)行业产能发生重大变化;5)统计口径及计

算误差。

汽车周观点：4月第1周乘用车环比-30.3%，继续看好汽车板块

美国加征关税对汽车影响？影响有限：零部件>乘用车/重卡/客车（几乎不出口美国）。美国最新对汽车零部件加征关税依旧是3月26日的【232法案】，此次“对等关税”对汽车零部件豁免，美墨加贸易协定依然有效（对零部件更重要）。按照海关总署，中国汽车零部件出口美国/墨西哥金额分别是115/43亿美元。基于主流零部件统计，大部分公司目前已经初步完成了北美产能布局（墨西哥为主，美国为辅），影响有限可控。中国对美加关税对汽车影响？影响微弱：核心在于芯片的进口原产地风险评估。根据海关总署，2024年中国汽车行业从美国进口金额13.5亿美元，进口美国品牌整车6877辆，这个是利好国内自主品牌或特斯拉中国产。进口零部件核心是看芯片（英伟达/高通/TI）等原产地认证，如果按照封测地为标准，影响十分有限。目前时点对汽车板块投资建议？短期看贸易战升级影响市场情绪波动，但不影响我们看好2025年汽车板块底层逻辑【智能化+机器人】。短期从贸易战升级视角，汽车板块内相对收益品种：1）受贸易战影响微弱且有望受益内需刺激的红利股：宇通客车（不做美国市场）/中国重汽A-H/潍柴动力（不做美国市场）/福耀玻璃（已美国本地化建厂）；2）加速汽车AI芯片国产替代率：地平线+黑芝麻+自研AI芯片车企（华为系+小鹏+理想+比亚迪等）。风险提示：贸易战升级进一步超出预期；全球经济复苏力度低于预期；L3-L4智能化技术创新低于预期；全球新能源渗透率低于预期；地缘政治不确定性风险增大。

原油周报：受美国加关税影响，国际油价承压

nn【相关上市公司】推荐：中国海油/中国海洋石油（600938.SH/0883.HK）、中国石油/中国石油股份（601857.SH/0857.HK）、中国石化/中国石油化工股份（600028.SH/0386.HK）、中海油服（601808.SH）、海油工程（600583.SH）、海油发展（600968.SH）；建议关注：石化油服/中石化油服（600871.SH/1033.HK）、中油工程（600339.SH）、石化机械（000852.SZ）。nn【风险提示】1）地缘政治因素对油价出现大幅度的干扰。2）宏观经济增速严重下滑，导致需求端严重不振。3）新能源加大替代传统石油需求的风险。4）OPEC+联盟修改石油供应计划的风险。5）美国解除对伊朗制裁，伊朗原油快速回归市场的风险。6）美国对页岩油生产环保、融资等政策调整的风险。7）全球2050净零排放政策调整的风险。

有色金属行业跟踪周报：关税政策强化黄金中长期逻辑，流动性回暖助力黄金再创历史新高

铜：美国关税展缓，现货升水叠加库存持续去化，铜价先跌后涨维持宽幅震荡。截至4月11日，伦铜报收9,184美元/吨，周环比上涨4.60%；沪铜报收75,230元/吨，周环比下跌4.60%。供给端，截至4月11日，本周进口铜矿TC下跌至-26.5美元/吨，冶炼厂利润进一步受到挤压，检修数量开始增多，预计4月国产铜供应量将有所减少；需求方面，随着铜价大幅回落，下游需求稳中向好，电力投资及家电产量均延续增长。本周市场依旧受到美国关税政策主导，市场对需求前景态度悲观，海内外铜价于上半周录得大幅下跌；随着美国宣布对未实施报复国家暂缓90天关税，市场风偏有所好转，且铜价下跌使得产业下游多入市抄底，现货升水叠加库存持续去化，铜价于下半周收回部分跌幅，铜价预计短期铜价将持续维持宽幅震荡。铝：关税政策预期反复，国内社库去化持续，海内外铝价先跌后涨。截至4月11日，本周LME铝报收2,397元/吨，较上周

上涨 0.76%；沪铝报收 19,695 元/吨，较上周下跌 3.55%。供应端，本周我国电解铝行业理论运行产能 4380.50 万吨，保持稳定；需求端，本周铝板带箔企业产能利用率环比增长 0.77%，铝棒企业产能利用率环比增长 0.50%，电解铝的理论需求有所上升。本周社会库存环降 3.04 万吨至 76.86 万吨，去库速率开始加快；本周受到美国对等关税的影响，海内外原铝价格先跌后涨，整体来看，当前中国原铝直接输美业务占比较低，在转口贸易尚且通畅的情况下预计对铝的影响暂且有限，短期预计铝价维持震荡走势。黄金：关税政策强化黄金中长期逻辑，流动性回暖助力黄金再创历史新高。截至 4 月 11 日，COMEX 黄金收盘价为 3254.90 美元/盎司，周环比上涨 6.51%；SHFE 黄金收盘价为 757.30 元/克，周环比上涨 2.47%。经济层面，本周，美国 3 月 CPI 同比增长 2.4%（前值为 2.8%），低于预期的 2.6%；美国 3 月 PPI 同比增长 2.7%（前值为 3.2%），低于预期的 3.3%。美国 3 月通胀数据全面走低，市场对美联储全年预期降息次数小幅升至 3.5 次。然而从分项角度，能源价格同比增速回落是通胀降温的主要动力，考虑到商品价格收到关税落地的影响，美国通胀于 Q3 具备重新走高的风险，“滞胀”仍是当下美国经济的主流预期，黄金的上行逻辑于本次关税事件下录得强化。流动性角度，随着美国宣布对未实施报复国家暂缓 90 天关税，标志

机械设备行业跟踪周报：推荐扩内需将受益的工程机械&通用自动化

风险提示：下游固定资产投资不及市场预期；行业周期性波动风险；地缘政治及汇率风险。

福耀玻璃系列专题报告（四）：福耀玻璃在北美市场的发展展望

投资建议：推荐全球汽车玻璃行业龙头【福耀玻璃】。1) 公司积极拓展“一片玻璃”的边界，加强对智能玻璃、集成趋势的研究，持续推进铝饰件业务，提升单车配套价值量；2) 全球份额保持提升趋势，福耀有望以高质量&高性价比的竞争优势抢占海外市场竞品企业更多的份额。盈利预测：预计 2025-2027 年归母净利润为 88.35 亿元、103.88 亿元、121.77 亿元，对应 PE 为 16.13 倍、13.72 倍、11.70 倍（PE 对应 2025 年 4 月 10 日收盘价）。风险提示：原材料及能源成本上涨超预期；海运费价格上涨超预期；业务及客户拓展不及预期；汽车玻璃产品升级不及预期。

煤炭开采行业跟踪周报：港口库存持续下行，淡季煤价震荡运行

我们分析认为：煤炭价格目前主要受需求进入淡季影响导致上涨动能有限，短期需求角度仍以长协为主、电厂刚需采购支撑，同时天气回暖，非电企业需求较弱，叠加库存较高短期煤价难以明显上行。估值与建议：仍旧关注保险资金增量；保费收入维持正增长，且向头部保险集中。固收类资产荒依旧，叠加红利资产已经高位，所以关注权益配置变化，预期更青睐于资源股。核心推荐动力煤弹性标的。弹性依次产地自西向东标的，且低估值标的：广汇能源、昊华能源。风险提示：下游需求不及预期；保供力度强于预期，煤价大幅下跌。

金融产品跟踪周报：权益 ETF 系列：反弹上涨，关注内需和自主可控方向

A 股市场行情展望：（2025.4.14-2025.4.18）观点：反弹上涨，关注内需和自主可控方向。万得全 A 指数日线级别上，截至周五，高频宏观模型从此前持续发出负向信号的状态转变成了 0 信号（看涨）。30 分钟级别上，技术择时模型中万得全 A 指数周三尾盘的时候发出了底部右侧信号。鉴于大盘指数反弹已经持续了几天时间，因此后续我们认为大盘指数下

周周中可能会发生几天震荡后,再继续反弹上涨。另外,宏观月度模型4月的评分是-2.5,代表模型预测4月份万得全A指数可能为负收益。因此我们认为虽然大盘指数短期会发生上涨,但4月整体可能为负收益,所以代表着后续大盘指数反弹力度可能相对有限,4月份大盘指数想要突破月初的高点有一定难度。结构上我们建议关注内需方向(商贸零售、食品饮料等)和自主可控(半导体等)方向。这两个方向一定程度上呈现跷跷板式震荡上涨。所以请多注意交易节奏。此外国防军工和贵金属方向也同样值得关注。此阶段外部风险较高,随时可能发生意料之外的事件,所以请根据事件驱动随时准备不同的应对方法。此阶段追求高胜率的投资方向(如上证50)可能比高赔率的投资方向(如中证2000)更加合适。基金配置建议:根据我们上述行情研判,我们认为后续市场可能会呈现震荡上行的行情,内需和自主可控的板块可能是较好的选择。国防军工和有色金属也值得关注。因此从基金配置的角度,我们建议结构化均衡配置。风险提示:1)模型基于历史数据测算,未来存在失效风险;2)宏观经济不及预期;3)发生重大预期外的宏观事件。

推荐个股及其他点评

东鹏饮料(605499): 2025年一季报点评: 业绩超预期, 经营势能持续释放

公司“产品力、品牌力、渠道力”三角的稳定性和平衡性不断增强,高质量发展根基持续夯实,结合公司最新业绩,我们上调2025-2027年归母净利润为46.5/60.2/73.5亿元(前值为44.8/58.0/70.8亿元),同比+40%、29%、22%,当前市值对应PE为30、23、19倍,维持“买入”评级。

天赐材料(002709): 2024年年报点评: Q4业绩符合预期, 25年单吨净利稳中有升

盈利预测与投资评级: 年初六氟价格小幅反弹,考虑当前价格已基本平稳,下调25-27年归母净利润为11.2/16.8/23.8亿元(原预期25-26年15.0/22.9亿,新增27年业绩预期),同比+131%/+50%/+41%,维持“买入”评级。风险提示: 下游需求不及预期,原材料价格波动,市场竞争加剧。

诺唯赞(688105): 2024年年报点评: 常规业务加速国产替代, 多线新品驱动第二成长曲线

事件: 公司发布2024年年报,24年实现营收13.78亿元(+7.15%,括号内为同比增速,下同),归母净利润-0.18亿元(同比减亏5300万元;24年确认股份支付费用4385万元,剔除股份支付费用影响后实现经营性盈利),扣非归母净利润-0.83亿元(同比减亏1.10亿元)。公司降本增效,实现销售毛利率同比增长-1.10pct,销售费用率-1.09pct,管理费用率-1.58pct,研发费用率-4.53pct。风险提示: 下游需求变化,新产品市场拓展不及预期,市场竞争加剧等。

银都股份(603277): 关税点评: 海外产能布局较早, 渠道+产品实力兼备

盈利预测与投资评级: 考虑到全球贸易摩擦加剧,海外市场不确定性提升,我们下调公司2024-2026年归母净利润预测至6.13/7.25/8.49亿元(原值为6.65/8.08/9.56亿元),对应PE为14/12/10倍,维持“增持”评级。风险提示: 地缘政治风险、海运费上涨风险、海外市场拓展不及预期。

行动教育(605098): 2024年报点评: 5.7%股息率, 企业培训龙头稳健

增长

盈利预测与投资评级：行动教育作为企业培训龙头，大客户战略助力品牌成长。调整 2025、2026 业绩预测并新增 2027 年预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 3.0/3.3/3.6 亿元（2025/2026 年前值为 2.9/3.4 亿元），对应 2025-2027 年 PE 估值为 15/14/13 倍，维持“增持”评级。风险提示：订单不及预期，收款不及预期，消课进度不及预期，客户支付意愿较弱等风险等。

宁德时代 (300750)：2025 年一季报点评：竞争优势突出，盈利稳步增长

盈利预测与投资评级：我们维持公司 25-27 年归母净利润 661/802/966 亿元的预期，25-27 年同增 30%/21%/20%，对应 PE 为 15/12/10x，考虑到公司为全球动力电池龙头，我们给予 25 年 28x PE，对应目标价 421 元，维持“买入”评级。风险提示：电动车销量不及预期，原材料价格波动，竞争加剧超预期。

香港交易所 (00388.HK)：中概股回流上市，香港或成首要目标地，港交所全面收益

事件：中美关税战下，特朗普称考虑将在美国上市的中概股除牌。4 月 13 日，香港特区政府财政司司长陈茂波表示，香港特区政府会保持高度警惕、做好准备，证监会和港交所也将确保香港成为海外中概股回流首选地。2020、2021 年曾是二次上市/双重上市高峰，预计此次中概股回流，香港仍将是首要目的地。2018 年贸易战时已有不少企业通过二次/双重上市回归港股，其中小米、美团、阿里巴巴等于 2018、2019 年回归，而网易、京东、哔哩哔哩、百度等 17 家企业于 2020-2021 年回归，其中有不少企业已转为双重上市。据 Wind 数据，2020 年、2021 年港股成交金额同比增长 50%及 28%，2018 年以来中资股成交额占比均在 30%以上。考虑到港股目前上市具备便利性框架，若此次中概股回流，我们预计香港仍将是首选目标。经过我们的筛选，符合回流标准的中概股近 30 只，合计市值近 2000 亿美元，预计该部分将带来约 50 亿港币的日均交易额，另外若所有 ADR 交易额回流预计可额外带来超 100 亿港币的日均交易额，约占 2024 年交易额的 10%。此次中概股回流一方面能增加港交所上市费，另一方面有望进一步提升港股交易活跃度，港交所有望全面收益。

九号公司 (689009)：2024 年报点评：归母净利润同比+81%，研发+渠道推动高质量增长

盈利预测与投资评级：公司于海外市场、国内中高端市场持续发力，有望建立独特品牌竞争优势。但由于近期贸易摩擦加剧，海外市场不确定性加强，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测为 16.31/22.51 亿元（原值为 17.41/23.73 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 29.47 亿元，当前市值对应估值为 25/18/14 倍，维持“买入”评级。风险提示：新品推广不及预期，海外开拓不及预期，国际贸易摩擦等。

德业股份 (605117)：2025 一季度业绩预告点评：出货逐月改善，看好 25 年户储&工商储增长潜力

事件：公司发布 2025 年一季度业绩预告，预计实现归母净利润 6.5~7.0 亿元，同比+50.2~61.7%；扣非后归母净利润 5.4~5.9 亿元，同比+27.7~39.5%。24 年业绩符合预期。公司发布 2024 年业绩快报，实现营业收入 112.0 亿元，同比+49.7%；归母净利润 29.5 亿元，同比+64.8%；扣非后归母净利润 28.7 亿元，同比+54.7%。单 Q4 来看，公司实现营业收入 31.8 亿元，同环比+68.8%/-2.7%；归母净利润 7.1 亿元，同环比

+64.5%/-29.1%;扣非后归母净利润 7.8 亿元,同环比+84.5%/-14.9%。Q1 户储发货逐月改善。我们预计 25Q1 公司户储出货同比有所增长,主要来源于南亚、非洲、中东等电力紧缺使得储能需求进一步释放,离网机等新机型销量表现亮眼;欧洲部分市场受政策导向、能源转型及经济性等因素驱动,需求持续增长。非经常性损益含锁汇收益、政府补助和理财收益。25Q1 公司非经常性损益约 1.1 亿元,主要由锁汇收益、政府补助和理财收益三部分构成。其中,25Q1 人民币升值,公司长期套保导致非经中产生锁汇收益;理财收益主要是结构性存款收益,划分计入非经常性损益。25 年新兴市场/欧洲户储多点开花、工商储爆发元年。展望 25 年,我们判断:①亚非拉市场由于国家电网基础设施陈旧,电力短缺对可并离网切换的户用储能产品需求持续高增,25 年市场需求仍维持高增;公司推出单相离网机,补齐亚非拉市场需求;②欧洲需求陆续恢复,当前行业需求去库完成,经销商处于主动补库阶段,订单需求有望陆续恢复。③非洲、东南亚、欧洲等市场工商储为爆发元年,贡献业绩增量。

宏观策略

宏观点评 20250413：中国科技产业为全球资产注入稳定性

观点 在世界多极化愈演愈烈的过程中，全球各国都在动态地调整从地缘到内政到经济的各方面战略布局。年初以来的新进展来看，持续三年的俄乌冲突可能落下帷幕，但美俄单独互动引发乌克兰与欧洲多国不满，乌克兰、欧洲与美国之间的联盟出现明显裂痕，相互博弈进一步激化。尽管海外环境发生剧变，但中国各方面稳定性持续增强，逐渐摆脱海外多极化脱钩的影响。经济层面上，中国已经逐步打下了“以我为主”的基础：一方面，在全球供应链体系中，中国坚持对外开放，持续为世界提供优质的中国制造、稳定的中国供给。作为全球第二大消费市场和第一大货物贸易国，制造业的稳定性和高性价比的供给让中国成为全球供应链的“稳定器”。另一方面，中国抓住了疫情时期海外供应链停摆的机遇，出口端“以价换量”的模式顶住了外需下行的压力，近几年转口贸易、海外建厂等方式逐步分散外需单极依赖，中国供应链的韧性已经在过去几年得到验证，叠加中国持续开拓和培育新贸易市场、加强国内经济大循环，中国应对海外的抗冲击能力显著提升，中国向全球各国传递了明确的“稳定”信号。产业层面上，2025 年伊始，DeepSeek 带来了大模型的效率革命，以极低的成本，实现了与海外顶级人工智能同行相当的竞争性能，降低了全球使用人工智能的门槛，同时获得更高的效率。Deepseek 将技术向全球公司开源，进一步获取更多的数据信息来进行迭代训练，将大幅加速 AI 的训练进程，同时，AI 可以接入更多下游的应用端产品、企业、政府平台等，增加全球对中国 AI 产业链的基础设施配套需求。中国科技稳定向外共享技术、训练模式和输出产品，阿里云、华为、百度等龙头企业的全球化步伐加快，人形机器人大规模铺开使用，智能驾驶搭载价格也进入历史新低。新能源与智能制造突破方面，宁德时代全球市占率继续攀升，比亚迪电动车出口同比翻倍。中国高端科技产业正在重塑全球供应链格局。金融层面上，随着 2021 年海外长钱逐步撤出中国，内资机构重新引领资本市场交易的主导权：2022 年开始，中美之间的资产价格表现已初步“脱钩”，海外市场的波动对 A 股的传导作用也开始逐步下降；2024 年 9 月 24 日以来的中国资产表现更是由国内资金接续推动，“自内而外”地形成了科技板块的“结构牛”。今年以来，A 股资本市场的韧性凸显，1 月中旬开始，港股开始逐渐修复；2 月春节之后，中国内地资产也开始在国际资本市场上迎来快速的回暖，科技股领涨；离岸人民币汇率企稳，陆港通、QFII 和港股的外资交易成交活跃。加征关税的初期，全球市场风险偏好急剧收缩，但 A 股、港股、中概股的下行幅度明显小于其他地区，外盘交易显示 A50 指数期货跌幅也远小于美股主要指数。随着关税政策和反制措施逐步加码，中国资产科技板块也呈现出明显的收益性和稳定性：1 月 2 日至 4 月 2 日关税宣布之前，代表国内“硬科技”板块的科创综指收益居前，而无论是关税宣布后 4 月 3 日的单日跌幅和 4 月 3 日的累计涨跌幅来看，科技板块的收益均明显超过全球其他指数，在全球资产的波动加剧的情况下，中国科技板块的稳定性逐步提升。目前来看，春节后由中国科技突破引发的估值重塑，并非单纯的技术事件，而是中国创新体系从“单点突破”向“系统进化”转型的缩影。在外部不确定性加剧的情况下，中国始终秉承“以我为主”的宗旨，通过科技突破和产业链完善，稳扎稳打地实现向创新驱动型经济体的转型。在此过程中，资本市场也将持续为科技产业提供稳定的流动性支

持,“科特估”有望为中国经济“新旧动能转换”的重定价进一步注入稳定性。风险提示:海外地缘政治变化影响市场风险偏好,美国对华政策进一步施压影响市场信心,科技创新进展和效率不及预期

(证券分析师:芦哲 证券分析师:潘京)

海外周报 20250413: 美债抛售潮的原因: 去美元化、流动性冲击与中期财政扩张

核心观点: 对美元资产信任的退潮、对流动性风险的担忧引致美债遭遇抛售潮, 10 年美债利率本周飙升 50bps 至 4.5%, 美元指数下破 100。本周公布的 3 月美国物价数据全面遇冷、消费者通胀预期则大幅飙升, 但市场担忧的重点仍在于关税对通胀前景的高度不确定性。当前的价、量指标显示美元流动性尚未有显著、大幅恶化, 但未来关税政策、中美关税谈判进展的不确定性意味着美元资产在二季度大概率延续震荡。 大类资产: 流动性冲击与美元资产抛售潮下, 美债、美元大跌, 黄金价格上破 3200 美元/盎司。本周, 关税政策冲击持续发酵, 对美元资产的不信任加速了海外投资者对美元资产的抛售, 美国遭遇股债汇“三杀”。全周(4 月 7 日至 11 日)来看, 10 年美债利率自 3.99% 飙升至 4.49%, 全周大涨 50bps, 盘中一度突破 4.5%, 2 年美债利率升 31bps 至 3.96%; 美元指数跌 2.84% 收于 99.78, 为 2022 年 4 月以来新低, 全球主要货币均兑美元升值; 美股在前半周延续下跌, 后在特朗普暂缓对等关税 90 天消息后大幅拉升, 标普 500、纳斯达克指数全周分别收涨 5.70%、7.29%。从驱动因素看, 本周美债利率的罕见飙升来自两则“消息”, 即美国可能会对海外投资者持有的美债利息收入征收 30% 利得税, 以及日本银行正在抛售美债以止损。此外, 有关对冲基金基差交易平仓、2025 年美债大规模到期等, 也成为影响市场避险情绪、持续抛售美债的众多因素之一。我们认为, 在当前市场避险情绪和流动性环境下, 上述美债抛售潮的催化剂背后体现的是对美元资产信任的退潮、以及对流动性风险的担忧。尽管价、量指标显示当前的美元流动性冲击尚未有显著、大幅恶化, 但未来关税政策、中美关税谈判进展的不确定性意味着美元资产震荡的余波在二季度大概率仍将延续。 海外经济: 3 月美国通胀数据大幅不及预期, 但消费者通胀预期再度飙升, 关税仍是主导通胀前景的核心因素。3 月美国 CPI 环比-0.1%, 前值+0.2%, 同比+2.4%, 前值+2.8%, 核心环比+0.1%, 前值+0.2%, 核心同比+2.8%, 前值+3.1%, 主要分项均大幅不及预期; 其中核心商品转跌, 核心服务中居住、交运服务均是显著拖累; 周五公布的 3 月 PPI 同样大幅不及预期回落。4 月密歇根大学消费者信心指数初值 50.8, 预期 53.8, 前值 57; 1 年期通胀预期初值 6.7%, 预期 5.2%, 前值 5.0%。三方面因素使得市场对本周全面遇冷的通胀数据反应平淡: ①关税对核心商品的推升作用尚未显现, 3 月核心商品环比-0.09% (剔除二手车后核心商品环比也仅-0.01%), 低于 2 月的 0.22% 和 1 月的 0.28%, 尽管对加、墨和中国关税以及钢、铝关税已于 3 月生效, 但政策不确定性对居民消费需求下行的冲击暂时超过了关税对核心商品的潜在上行冲击; ②超级核心通胀中高波动的酒店、机票、车险环比下跌, 但其趋势不一定稳固; 近期油价大跌拖累总体 CPI 增速, 其下跌的可持续性同样存在不确定性; ③4 月密歇根大学消费者通胀预期延续飙升, 1 年期通胀预期升至 1981 年以来的新高。关税不确定性对通胀预期的推升仍主导了市场对未来通胀水平的担忧。向前看, 在本轮美国居民需求下行、人民币贬值空间有限的情形下, 关税对美国通胀的传导料将更难以被美国企业(美国 PPI)、人民币汇率和中国企业部门(中国 PPI)所分担, 关税对美国通胀的冲击料将比 2018-19 年更大。本周波士顿联储主席柯林斯表示, 预计高

关税将推高通胀至 3%，纽约联储主席威廉姆斯则预计今年通胀将上升至 3.5%-4%。增长方面，截至 4 月 9 日，亚特兰大联储 GDPNow 模型对 25Q1 美国 GDP 最新预测值为-2.4%，经黄金进口修正后的增速预测为-0.3%；截至 4 月 11 日，纽约联储 Nowcast 模型对 25Q1 美国 GDP 预测值为+2.59%。海外财政与流动性：3 月美国财政赤字意外大幅收窄；美国 2025 财年预算决议落地，财政宽松力度高于市场预期。本周，美国财政部发布了 3 月联邦政府收支数据。收入端，3 月联邦政府收入同比+10.7%，其中关税收入同比+34.7%，年迄今同比+15.6%，2、3 月分别加征的部分地区和商品关税的收入效应开始显现。支出端，3 月联邦财政支出同比-7.1%，其中强制性支出中，3 月医疗保险、收入保障、退伍军人和福利支出项目均同比大幅减少，是 3 月财政赤字收窄的主要因素之一。而与此同时，3 月净利息支出仍同比+17.5%。从收支平衡看，3 月当月赤字录得 1605 亿美元，相较于去年同期的 2363 亿美元有较为显著的收缩。2025 财年迄今联邦财政赤字累计录得 1.31 万亿美元，高于去年同期的 1.06 万亿美元，而其中出利息支出外的赤字累计 0.82 万亿美元，与去年同期的 0.63 万亿美元差距有所收敛。2025 财年全年预算方面，4 月 10 日，众议院通过了由参议院提出的 2025 财年并行预算决议，标志着两院就 2025 财年预算案基本达成一致，这也为后续财政收支相关立法（如推进减税）的“预算协调（reconciliation process）”程序奠定了基础。相较于 2 月参议院、众议院分别提出的预算决议，最终通过的预算案比预期更为宽松：收入端，在延长当前 TCJA 减税法案（减税 3.8 万亿美元）以外，还包括从财务委员会和其他委员会共计借款 2 万亿美元，累计在未来十年增加 5.8 万亿美元额外赤字；支出端，法案提出的未来十年削减支出规模仅 40 亿美元，远低于此前参、众两院的方案。加上 1.1 万亿美元利息支出，则新预算案下累计新增赤字 6.9 万亿美元。综合来看，特朗普加征关税、裁员减支的“紧财政”效果在 3 月财政数据中已有所体现，但中长期美国财政扩张步伐仍在加快，CRFB 测算 2034 年美国净利息支出/GDP 将达到 4.6%，2035 年存在平均利率 R 高于经济增速 G 的可能，即美国债务的可持续性仍面临长期挑战。风险提示：特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：张佳炜 研

究助理：韦祎 研究助理：王茁）

宏观量化经济指数周报 20250413：货币宽松进入“择机”窗口期

观点 一季度融资需求季节性回暖、货币政策宽松进入“择机”窗口期：一季度新增贷款和社融取得“开门红”，量上“同比多增”和价上“同比下降”显示货币政策“适度宽松”正在持续支持实体经济融资回暖。（1）从总量上看，融资需求季节性回暖。3 月金融机构口径贷款新增 3.64 万亿（同比多增 5470 亿元），一季度新增贷款 9.78 万亿（同比多增 3200 亿元）；剔除非银金融贷款的实体经济人民币贷款新增 3.83 万亿（同比多增 5358 亿元），一季度实体经济新增贷款 9.7 万亿元（同比多增 5906 亿元）。3 月份为传统的贷款投放大月，基建和制造业等行业陆续开工复工，以及地方政府“化债”对存量贷款的置换效应边际下降，导致新增贷款向季节性投放规律收敛。从新增社融看，3 月份政府债券融资同比多增 1.02 万亿，与新增贷款共同推动社融增长 5.98 万亿（同比多增 1.05 万亿），一季度社融累计新增 15.18 万亿元（同比多增 2.37 万亿），截至 2025 年 3 月末，贷款和社融存量增速分别回升 0.1 和 0.2 个百分点至 7.40%和 8.40%。考虑到去年二季度开始调整金融行业增加值核算方法，今年一季度在去年“冲量”的

情况下，新增贷款和新增社融仍然双双同比多增，显示3月份融资需求季节性恢复强度较好，并且从二季度开始，新增贷款或持续“同比多增”。（2）从融资结构上看，二季度则需要关注居民短期贷款的持续性。3月份银行体系“票据贴现冲量”的诉求下降，但是短期贷款仍是推高读数的主要因素。3月份短期贷款和票据融资新增1.73万亿（同比多增5047亿元），几乎占到3月贷款同比增量的全部，其中居民部门新增短期贷款4841亿元（同比少增67亿元）、企业部门新增短期贷款1.44万亿（同比多增4600亿元），但是企业中长期贷款新增1.58万亿（同比少增200亿元），居民中长期贷款新增5047亿元（同比多增531亿元）。3月份融资需求期限偏短，显示一方面银行体系仍有用短期贷款冲量的冲动，企业部门融资需求回暖的可持续性仍有待验证；另一方面3月份消费贷“以价换量”或是推升居民部门短期贷款的主要因素，但是4月份以来消费贷“价格战”降温，居民短期贷款增长的持续性需要观察。因此预期进入二季度，短期贷款或让位于中长期贷款，受政策托底的企业部门中长期贷款或仍然是贷款投放的主力。（3）货币：财政支出回补企业和居民。2025年3月末M2持平于7.0%，修正口径M1同比增速回升至1.60%，两者“剪刀差”大幅收窄至5.40%。从存款端拆分部门来看，3月份非金融企业和居民存款分别增加2.84万亿和3.09万亿，分别同比多增7675亿元和2600亿元，而同时财政存款减少7710亿元（同比多减49亿元），显示3月份财政支出力度加大，存款从财政部门转移至企业和居民部门，财政资金拨付改善企业在手资金情况，M1读数回升显著，边际上也缓解了1-2月份银行体系的“负债慌、资产荒”局面。货币政策宽松进入“择机”窗口期。4月初海外关税政策阴云笼罩，出口增速面临下滑风险，二季度“稳增长”的诉求或相对“防风险”前置，客观上要求经济政策继续加大支持力度，通过提振内需来对冲出口下行压力，货币政策“降准降息”的“机”或正随基本面而打开操作窗口，但是在落地节奏上则取决于经济数据、市场预期和外部冲击的实时研判。周度ECI指数：从周度数据来看，截至2025年4月13日，本周ECI供给指数为50.38%，较上周回升0.04个百分点；ECI需求指数为49.91%，较上周回落0.01个百分点。从分项来看，ECI投资指数为49.94%，较上周环比持平；ECI消费指数为49.70%，较上周回落0.01个百分点；ECI出口指数为50.32%，较上周回升0.01%。月度ECI指数：从4月前两周的高频数据来看，ECI供给指数为50.36%，较3月回落0.02个百分点；ECI需求指数为49.92%，较3月回落0.02个百分点。从分项来看，ECI投资指数为49.94%，较3月回落0.05个百分点；ECI消费指数为49.70%，较3月环比持平；ECI出口指数为50.31%，较3月回落0.01个百分点。从ECI指数来看，4月初供需两端增长动能均较一季度有所减弱，结构上也仍旧延续供给强需求弱的格局，从细项来看地产、消费同比增速有所放缓，而对等关税对出口的影响则尚未显现。地方方面，今年3-4月份地产销售的“小阳春”成色略显不足，4月前12天30大中城市商品房成交面积较去年同期回落15.9%，新房销量增速也转为负增长，地产销售面临一定下行风险；出口方面，美国前期加征20%关税对我国出口的影响尚未显现，自3月初以来我国监测港口累计完成货物吞吐量不断回暖，3月下旬至4月初连续两周突破2.7亿吨，较去年同期增长8.4%，一定程度上反映出对等关税落地前企业“抢出口”明显提速。而随着4月9日以来对等关税政策的落地及加码，出口端可能面临一定下行压力，叠加地产销售存在的下行风险，对于逆周期政策的诉求或有所提升。风险提示：短期出现“抢出口”现象；政策出台力度低于市场预期；房

地产改善的持续性待观察。

(证券分析师: 芦哲 证券分析师: 李昌萌 证券分析师: 王洋)

固收金工

固收深度报告 20250415: 财政发力先行下的国债供给测算

事件 2024 年, 我们曾经发布报告《2024 年利率债存在供给压力吗?》和《不同期限国债会有多少供给量?》。2025 年, 货币政策受美联储政策宽松延期影响, 态度为“择机降准降息”。在此情况下, 财政政策发力成为市场的关注点, 是否会因此带来短期供需不平衡而产生的利率上行? 在此我们对 2025 年的国债发行的期限结构以及月度节奏进行预测。

观点 2025 年国债总供给预测: 根据《政府工作报告》, 2025 年赤字率按 4% 安排, 全国财政赤字规模 5.66 万亿元, 其中, 中央财政赤字 4.86 万亿元。将中央财政赤字作为 2025 年的国债净融资额, 加上 2025 年约 8.2 万亿元的国债到期量和 1.8 万亿元的特别国债 (包括 1.3 万亿元的超长期特别国债和 5000 亿元的注资特别国债), 预计国债发行总量约为 14.9 万亿元。

往年各期限国债发行规律: 从各个期限的发行量占比来看, 2023 年和 2024 年 3M 贴现国债发行量占比均最高, 分别为 17.33% 和 12.24%; 其次为 1Y-10Y 付息国债, 2023 年和 2024 年的发行量占比大约维持在 9%-12%。值得关注的是, 由于超长期特别国债的发行, 2024 年相较于 2023 年, 超长期国债的发行量占比明显提升。30Y 和 50Y 付息国债的发行量占比分别从 2023 年的 2.49% 和 0.83% 提升至 2024 年的 6.52% 和 1.04%, 同时增加了 20Y 这一期限的国债品种。从发行节奏来看, 国债发行计划只数具有较为明显的规律性。记账式付息国债中, 除了 10Y 国债在 2022 年下半年出现 3 次一月内发行两只的情况, 30Y 及以下期限的付息国债基本遵循每月发行一只的规律, 但由于 2024 年发行了超长期特别国债, 因此对超长期一般国债形成了挤占, 5-11 月无发行。记账式贴现国债中, 期限为 1M 和 2M 的国债品种自 2022 年 5 月开始发行, 每月发行一只; 期限为 6M 的贴现国债整体遵循上半年每月发行一只、下半年每月发行 2 只的规律; 期限为 3M 的贴现国债无明显发行规律, 每月发行只数基本维持在 2-5 只之间。储蓄国债中, 3Y 和 5Y 国债遵循每年 3 月-11 月各月分别发行一只的规律。从实际发行节奏来看, 近三年来仅有 2023 年 9 月超发一只 5Y 记账式付息国债, 1M 和 2M 贴现国债在发行之初比计划提前两个月出现, 剩余发行情况基本完全按照国债发行计划节奏。

2025 年不同期限国债供给预测: 根据 2025 年一季度国债发行计划, 记账式付息国债除 50 年期只在 2 月发行一只以外, 其余期限均在每月发行一只, 1M、2M 和 6M 贴现国债每月发行一只, 3M 贴现国债每月发行 3 只, 3Y 和 5Y 储蓄国债按照惯例自 3 月起开始发行。总体上, 发行计划满足前文总结的各期限国债发行规律。二季度的发行计划有两点变化, 一是公布了 5000 亿元注资特别国债的发行计划, 4 月发行 1 只 5 年期, 5 月发行一只 5 年期、一只 7 年期, 6 月发行一只 7 年期。二是超长期一般国债的发行计划仅有 4 月的一只 30 年期国债, 超长期特别国债的发行计划将另行公布, 这点或暗指超长期特别国债如同 2024 年一样, 将于 5 月陆续发行。

(1) 储蓄国债: 从发行节奏来看, 我们预计 2025 年 3Y 和 5Y 储蓄国债仍然遵守之前的发行规律, 3-11 月每月发行一只。从发行规模来看, 3Y 储蓄国债和 5Y 储蓄国债的同月供给规模在 2023 年和 2024 年完全一致, 今年 3 月已发行的储蓄国债也延续了这一特点。我们在预测 2025

年的储蓄国债月度发行规模时，参照 2023 年和 2024 年的月度发行量占比情况，我们预计储蓄国债的发行高峰在 6-7 月，单月合计发行量约 600 亿元。(2) 贴现国债：从发行节奏来看，贴现国债自 2022 年第二季度开始发行，发行以来具有较强的规律性。预计 2025 年全年 1M 和 2M 贴现国债每月发行一只，6M 国债在 1-6 月每月发行 1 只，在 7-12 月每月发行 2 只，3M 国债每月发行 2-4 只。从发行规模来看，我们以 2024 年国债发行数据为依据，剔除 1-3 月已发行规模的影响，通过计算各期限国债每月发行额占比，进而对各期限付息国债在 5-12 月的供给规模进行预测，预计发行高峰在 9-11 月。(3) 关键期限国债：从发行节奏来看，过去 4 年关键期限付息国债发行节奏较为稳定，遵循每月发行一只的规律，因此预计今年全年，1Y-10Y 国债每月发行一只。从发行规模来看，以 2024 年国债发行数据为依据，观察到关键期限付息国债发行规模二季度末和三季度末会出现放量。我们认为这与基本面形势与政策部署节点相对应，讨论经济形势的政治局会议通常在 4 月和 7 月召开，随后二季度末和三季度末会出现财政的发力。值得注意的是，2024 年发行的注资特别国债也存在 5 年期和 7 年期，从二季度公布的发行计划来看，在注资特别国债发行的月份，对应期限的一般国债发行相应减少。因此，我们在预测时不单独将注资特别国债列出，而是直接根据 2024 年的关键期限国债发行规模月度占比，预测不同关键期限规模的发行量，预计发行高峰将出现在 9 月，约为 9800 亿元。(4) 超长期国债：对于超长期国债的供给预测可以分成两个部分，首先是一般国债，其次是特别国债。在预测 2025 年的超长期国债供给时，一般国债和超长期特别国债共同发行的 2024 年具有很好的参考意义。在超长期特别国债发行之前，每年超长期一般国债的发行规律性较强：从发行节奏来看，30 年期国债每月发行一只，50 年期国债每季度末发行一只。从发行规模来看，50Y 国债当月发行规模大多与 30Y 国债发行规模保持一致。2021 年-2023 年共计发行 12 只 50Y 国债，其中有 11 只 50Y 国债规模与当月 30Y 国债规模保持一致。2024 年超长期特别国债在 5-11 月发行，因此这些月份不再发行超长期一般国债。在预测 2025 年超长期国债的发行节奏时，我们也采取与 2024 年相同的做法，即假定超长期特别国债在 5-11 月发行，在此期间超长期一般国债将不再发行。对于超长期特别国债的发行，我们将假定其期限占比与 2024 年相同，即共 1.3 万亿元的额度中，4000 亿元为 20 年期，7000 亿元为 30 年期，2000 亿元为 50 年期，假定平均在 5-11 月发行。总结：通过上述分类预测的方法，我们将各月的储蓄国债、贴现国债、关键期限国债和超长期国债的发行量加总，可以看到 9-10 月为国债发行的高峰期，单月发行规模分别为 1.6 万亿元和 1.4 万亿元，5-6 月为次高峰，单月发行规模分别为 1.2 万亿元和 1.3 万亿元。在财政发力先行，宽松货币政策随后的思路下，5-6 月成为降准观察的第一窗口期。风险提示：经济基本面变化超预期；历史经验不代表将来。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐沐阳)

行业

房地产行业跟踪周报：新房销售面积同环比下降，政策放松预期走强
 投资要点 上周 (2025.4.7-2025.4.11)：上周房地产板块 (中信) 涨跌幅-1.7%，同期沪深 300、万得全 A 指数涨跌幅分别为-2.9%、-4.3%，超额收益分别为 1.2%、2.6%。29 个中信行业板块中房地产位列第 7。

(1) 新房市场：上周 36 城新房成交面积 155.8 万方，环比-35.6%，

同比-23.8%。2025年4月1日至4月11日累计成交243.1万方，同比-12.9%。今年截至4月11日累计成交2774.7万方，同比+1.0%。

(2)二手房市场:上周15城二手房成交面积183.5万方,环比+13.3%,同比+2.8%。2025年4月1日至4月11日累计成交283.7万方,同比+21.3%。今年截至4月11日累计成交2230.7万方,同比+28.7%。

(3)库存及去化:13城新房累计库存7706.1万方,环比-1.0%,同比-11.8%;13城新房去化周期为15.8个月,环比变动+0.2个月,同比变动-5.7个月。一线、新一线、二线、三四线城市去化周期为11.1个月、8.9个月、12.4个月、46.6个月,环比分别变动+0.1个月、+0.2个月、+0.3个月、+0.1个月。

(4)土地市场:2025年4月7日-2025年4月13日百城土地成交建筑面积1135.8万方,环比-56.8%,同比-28.5%;成交楼面价984元/平,环比-21.8%、同比+11.8%;土地溢价率4.2%,环比-8.3%,同比-11.4%。截至4月13日,2025年累计成交土地建筑面积为29753.3万方,同比-7.3%。

周观点:4月第2周新房成交环比下降、同比下降,二手房成交环比上升、同比上升。为贯彻落实党的二十大、二十届三中全会关于实施城市更新行动的决策部署,落实中央经济工作会议和政府工作报告有关要求,中央财政继续支持部分城市实施城市更新行动,探索建立可持续的城市更新机制,推动补齐城市基础设施的短板弱项,加强消费型基础设施建设,注重向提振消费方面发力,促进城市基础设施建设由“有没有”向“好不好”转变,解决人民群众的急难愁盼问题,实现城市高质量发展。

投资建议:1)房地产开发:推荐华润置地、保利发展、滨江集团,建议关注绿城中国等;2)物业管理:推荐华润万象生活、绿城服务、保利物业、越秀服务;3)房地产经纪:推荐贝壳,建议关注我爱我家。风险提示:房地产调控政策放宽不及预期;行业下行持续,销售不及预期;行业信用风险持续蔓延,流动性恶化超预期。

(证券分析师:房诚琦)

公用事业行业跟踪周报:加快推进虚拟电厂发展,南网区域推动新能源全面参与现货市场

投资要点 本周核心观点:1)加快推进虚拟电厂发展。国家发展改革委、国家能源局下发关于加快推进虚拟电厂发展的指导意见。到2027年,虚拟电厂建设运行管理机制成熟规范,参与电力市场的机制健全完善,全国虚拟电厂调节能力达到2000万千瓦以上。到2030年,虚拟电厂应用场景进一步拓展,各类商业模式创新发展,全国虚拟电厂调节能力达到5000万千瓦以上。2)南网区域推动新能源全面参与现货市场。中国南方电网发布《新能源参与电力现货市场工作方案(2025年版)》(征求意见稿)意见的函。南方区域自2025年6月起执行现货长周期结算试运行的相关计划,推动集中式、分布式新能源上网电量全面参与现货市场。集中式新能源市场主体参与现货市场形式主要包括两种,可报量报价参与交易,也可接受市场形成的价格。分布式新能源市场主体通过由聚合商聚合或者作为价格接受者参与市场。行业核心数据跟踪:电价:2025年4月电网代购电价同比下降5%环比-0.5%。煤价:截至2025/4/11,动力煤秦皇岛5500卡平仓价665元/吨,周环比持平。水情:截至2025/4/11,三峡水库站水位159米,2021、2022、2023、2024年同期水位分别为165米、166米、157、159米,蓄水水位正常。三峡水库站入库流量6900立方米/秒,同比-31%,出库流量10900立方米/秒,同比+41%。用电量:2025M1-2全社会用电量1.56万亿千瓦时(同比+1.3%),其中,第一产业、第二产业、第三产业、居民城乡用电分别同比+8.2%、+0.9%、+3.6%、+0.1%。发电量:2025M1-2年累计发电量1.49万亿千瓦时(同比-1.3%),其中火

电、水电、核电、风电、光伏分别-5.8%、+4.5%、+7.7%、+10.4%、+27.4%。装机容量：2025M1-2 新增装机容量，火电新增 388 万千瓦（同比-23.6%），水电新增 191 万千瓦（同比+85.4%），核电新增 0 万千瓦（同比持平），风电新增 928 万千瓦（同比-6.2%），光伏新增 3947 万千瓦（同比+7.5%）。投资建议：国债收益率下降红利配置正当时。1) 水电：量价齐升、低成本受益市场化。度电成本所有电源中最低，省内水电市场电价持续提升，外输可享当地电价。现金流优异分红能力强，折旧期满盈利持续释放。重点推荐【长江电力】。2) 火电：优质区域火电电量电价有支撑，业绩稳定性提升红利属性彰显。建议关注【皖能电力】【中能股份】，建议关注【华电国际】【浙能电力】【华能国际】【国电电力】。3) 核电：成长确定、远期盈利&分红提升。22/23 年连续两年核准 10 台，24 年再获 11 台核准，成长再提速。在建机组投运+资本开支逐步见顶。公司 ROE 看齐成熟项目有望翻倍，分红同步提升。重点推荐【中国核电】【中国广核】，建议关注【中广核电力 H】。4) 绿电：化债推进财政发力，绿电国补欠款历史问题有望得到解决。资产质量见底回升，绿电成长性再次彰显。重点推荐【龙净环保】，建议关注【龙源电力 H】【中闽能源】【三峡能源】。5) 消纳：关注特高压和电网智能化产业链。趋势一配电网智能化：关注【威胜信息】【东软载波】【安科瑞】；趋势二电网数字化：推荐虚拟电厂；趋势三国际化：推荐特高压和电网设备。风险提示：需求不及预期、电价煤价波动风险、流域来水不及预期等

（证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩）

燃气 II 行业跟踪周报：关税扰动下美国气价大跌；淡季来临欧洲&中国气价回落，国内外价格倒挂结束

投资要点 价格跟踪：关税扰动下美国气价大跌；淡季来临欧洲&中国气价回落，国内外价格倒挂结束。截至 2025/04/11，美国 HH/欧洲 TTF/东亚 JKM/中国 LNG 出厂/中国 LNG 到岸价周环比变动-14.9%/-6.4%/-2.4%/-1.1%/-9.9%至 0.9/2.8/3.2/3.1/2.8 元/方；国内外价格倒挂消除。供需分析：1) 市场担心关税将引发持久的贸易战和通货膨胀引发的经济萎靡，美国天然气市场价格周环比-14.9%。截至 2025/04/09，天然气的平均总供应量周环比+2.1%至 1124 亿立方英尺/日，同比+6.3%；总需求周环比+7%至 1088 亿立方英尺/日，同比+4.5%；气温略降，发电部门消费量周环比+8.0%，住宅和商业部门的消费量+18.9%，工业部门的消费量+2.3%。截至 2025/04/04，储气量周环比+570 至 18300 亿立方英尺，同比-19.8%。2) 淡季来临，欧洲进入储库期，气价周环比-6.4%。2024M1-12，欧洲天然气消费量为 4387 亿方，同比+0.9%，俄乌冲突后欧洲通过寻找替代能源等方式持续削减消费量。2025/4/3~2025/4/9，欧洲天然气供给周环比-0.3%至 64703GWh；其中，来自库存消耗-5699GWh，周环比-755.3%；来自 LNG 接收站 30216GWh，周环比-1.8%；来自挪威北海管道气 19100GWh，周环比-1.1%。2025/04/05~2025/04/11，欧洲燃气发电出力上升，欧洲日平均燃气发电量周环比+11.7%、同比+16.9%至 754.1 吉瓦时。截至 2025/04/10，欧洲天然气库存 396TWh（382 亿方），同比-291.6TWh；库容率 35.01%，同比-26pct。3) 市场需求平淡，国内气价周环比-1.1%。2025M1-2，我国天然气表观消费量同比-1.6%至 704 亿方，原因或为 2024 年冬季偏暖。2025M1-2，产量+3.9%至 433 亿方，进口量-8.1%至 284 亿方。2025 年 2 月，国内液态天然气进口均价 3937 元/吨，环比-8.5%，同比-5.6%；国内气态天然气进口均价 2654 元/吨，环比-2.3%，同比-2.2%；天然气整体进口均价 3264 元/吨，环比-9.6%，同比-7.5%。截至 2025/04/11，国内进口接收站库存 309.78 万吨，同比-5.51%，周

环比+77%；国内 LNG 厂内库存 50.38 万吨，同比+47.18%，周环比-1.45%。顺价进展：2022~2025M3，全国 61%(178 个)地级及以上城市进行了居民顺价，提价幅度 0.20 元/方。2024 年龙头城燃公司价差 0.53~0.54 元/方，配气费合理值在 0.6 元/方以上，价差仍存 10%修复空间，顺价仍将继续落地。重要事件：对美 LNG 关税增加至 140%，供给占比较小影响有限。自 2025/2/10 起，我国对原产于美国的 LNG 加征 15%关税；自 2025/4/10 12 时 01 分起，在现行适用关税税率基础上加征 34%关税；随后宣布增加到 140%。叠加 140%关税后进口美 LNG 无价格优势。2024 年中国自美国进口 LNG 约 416 万吨，占 LNG 进口总量 5.4%，占全国表观消费量 1.4%；占比较小，影响有限。投资建议：近期龙头燃气公司相继发布 2024 年年报，整体来看价差、接驳户数符合预期、气量在暖冬影响下比预期略低，双综业务增速有分化（新奥能源符合预期、华润燃气不及预期）。展望 2025 年，供给宽松，燃气公司成本优化；价格机制继续理顺、需求放量。需关注对美 LNG 加征关税后，新奥股份等具有美国气源的公司是否能通过转售等方式消除关税影响。1) 城燃降本促量、顺价持续推进。重点推荐：【新奥能源】(25 股息率 5.6%) 2024 年不可测利润充分消化，私有化方案定价彰显估值回归空间；【华润燃气】【昆仑能源】(25 股息率 4.7%) 【中国燃气】(25 股息率 7.4%) 【蓝天燃气】(股息率 ttm8.4%)；建议关注：【深圳燃气】【佛燃能源】(25 股息率 54.8%) 【港华智慧能源】。2) 海外气源释放，关注具备优质长协资源、灵活调度、成本优势长期凸显的企业。重点推荐：【九丰能源】(25 股息率 5.4%) 【新奥股份】(25 股息率 5.9%)；建议关注：【深圳燃气】【佛燃能源】3) 美气进口不确定性提升，能源自主可控重要性突显。建议关注具备气源生产能力的【新天然气】【蓝焰控股】。(估值日期 2025/4/11) 风险提示：经济增速不及预期、极端天气、国际局势变化、安全经营风险。

(证券分析师：袁理 证券分析师：谷玥)

建筑材料行业跟踪周报：继续看好内需消费地产链

投资要点 本周(2025.4.7-2025.4.11, 下同)：本周建筑材料板块(SW)涨跌幅-2.42%，同期沪深 300、万得全 A 指数涨跌幅分别为-2.87%、-4.31%，超额收益分别为 0.46%、1.89%。大宗建材基本面与高频数据：(1) 水泥：本周全国高标水泥市场价格为 396.3 元/吨，较上周-0.8 元/吨，较 2024 年同期+39.2 元/吨。较上周价格持平的地区：长三角地区、两广地区、东北地区、西南地区、西北地区；较上周价格上涨的地区：泛京津冀地区(+4.2 元/吨)、华北地区(+13.0 元/吨)；较上周价格下跌的地区：长江流域地区(-2.9 元/吨)、华东地区(-4.3 元/吨)、中南地区(-10.0 元/吨)。本周全国样本企业平均水泥库位为 60.2%，较上周+3.3pct，较 2024 年同期-9.8pct。全国样本企业平均水泥出货率(日发货率/在产产能)为 48.3%，较上周+0.9pct，较 2024 年同期-2.5pct。(2) 玻璃：卓创资讯统计的全国浮法白玻原片平均价格为 1319.5 元/吨，较上周+7.1 元/吨，较 2024 年同期-409.6 元/吨。卓创资讯统计的全国 13 省样本企业原片库存为 5622 万重箱，较上周-83 万重箱，较 2024 年同期+2 万重箱。(3) 玻纤：本周国内无碱粗纱市场价格延续稳定走势，成交存差异，个别厂部分合股纱价格略松动。截至 4 月 10 日，国内 2400tex 无碱缠绕直接纱市场主流成交维持 3600-3800 元/吨不等，全国企业报价均价 3833.00 元/吨，主流含税送到，较上周均价持平，同比上涨 20.46%，较上周同比涨幅收窄 2.55 个百分点；本周电子纱市场价格基本稳定，整体交投尚可。近期市场下游订单增量存区域间差异，华中市场产品结构较多下，整体成交尚可，但其余地区走货稍显一般。周内电子纱 G75 主流报价 8800-9200 元/吨

不等,较上一周均价持平;7628 电子布报价亦趋稳,当前报价 3.8-4.4 元/米不等,成交按量可谈。 周观点:(1) 本周股债汇以及商品市场均受关税博弈的影响而发生了剧烈波动,但随着中国不再升高关税数字,美国落地一系列豁免政策,双边沟通频发,关税博弈最激烈的时点可能已经过去。整体而言,地产链的斜率放缓但方向不变,地产链出清已近尾声,供给格局大幅改善,25 年需求平稳且企业增长预期较低,板块具备较高的胜率。关税冲击下如果刺激内需,行业景气则有望明显抬升。首先,消费大概率进一步得到刺激,首选低估值的消费龙头和扩张型公司,例如北新建材、兔宝宝、奥普科技、欧普照明、伟星新材、欧派家居、箭牌家居、坚朗五金等,建议关注三棵树。其次,如果外部需求快速回落,中西部基建很有可能成为救急的方向,关注华新水泥、四川路桥、海螺水泥、中国交建等。最后,在 25 年流动性充裕的背景下,科技属性强的公司仍有较高关注度,例如上海港湾、鸿路钢构、萤石网络、公牛集团等。(2) 特朗普任期内,经营美国市场的回报率下降和不确定性增加,非美国国家可能加强贸易联系,出海企业将转向拓展欧洲、中东、东南亚等其他市场。而且美元降息趋势下,非美国国家经济建设有望进入快车道。综合新兴国家收入占比以及本土化的能力和技术实力,推荐上海港湾、中材国际、中国交建、米奥会展(与中小盘、社服共同覆盖)。另外,可适当关注美国有产能的公司,例如爱丽家居、中国巨石等。 大宗建材方面: 1、水泥:

(1) 本周全国水泥市场价格环比回落 0.2%。价格上涨区域主要是北京、天津地区,幅度 25-40 元/吨;价格回落区域有山东、河南、湖北和湖南地区,幅度 10-20 元/吨。清明节后,天气情况尚可,全国重点地区水泥企业出货率为 48.3%,环比略有小幅提升。价格方面,华中地区因需求支撑不足,导致企业销售承压,前期涨价未能维护稳定,价格出现回调,预计后期价格将维持震荡调整走势。(2) 进入 3 月以来,水泥行业价格反弹超预期,Q1 全国均价整体明显高于去年同期,水泥板块一季报有望表现靓丽。在去年历史底部盈利下,今年行业大多数企业维护利润的意愿显著增强,尽管需求同比下降,我们认为行业通过供给收缩达到供需再平衡时间将明显缩短,且持续性更好,今年盈利中枢有望高于去年。(3) 水泥企业市净率估值处于历史底部。中期宏观政策导向有望更加强化扩内需稳投资,财政政策发力有望支撑实物需求企稳回升,行业景气低位为进一步的整合带来机遇。结合产能产量管控等产业政策的进一步落地、水泥行业纳入全国碳市场,有望加速过剩产能出清和行业整合。(4) 龙头企业综合竞争优势凸显,中长期有望受益于行业格局优化,估值有望迎来修复,推荐全国和区域性龙头企业:华新水泥、海螺水泥、上峰水泥、冀东水泥,建议关注天山股份、塔牌集团等。 2、玻纤:(1) 中期粗纱盈利底部向上。行业盈利仍处底部区域,二三线企业普遍处于盈亏平衡或亏损状态,行业低盈利将持续制约产能投放节奏,需求侧国内风电、热塑等领域继续增长,行业供需平衡修复有持续性,行业景气有望呈现震荡上行态势。细纱电子布成本曲线陡峭,景气底部持续时间长,随着新增供给投放持续受低盈利约束,供需平衡也得到明显修复,近期提价落地反映供需平衡背景下行业改善盈利的较强意愿。(2) 今年以来风电、热塑等中高端产品需求景气度高,龙头企业供给结构性趋紧,行业整体库存压力有望逐步消化,龙头企业凭借产品结构优势有望获得超额利润。美国“对等关税”落地,部分在美国等海外地区设厂的龙头企业有望享有相对成本优势。(3) 中长期落后产能出清、玻纤成本的下降也为新应用的拓展和渗透率的提升提供催化剂,随着风电、新能源车等领域用量持续增长,光伏组件边框等新兴应用领域持续拓展,行

业容量有望持续增长，产品结构的调整有利于龙头提升壁垒，盈利稳定性也将增强。AI 等应用带动低介电电子布产品持续放量，国产替代正在加速，利好国内电子布领域龙头：宏和科技、中材科技等。（4）当前龙头估值处于历史低位，供需平衡修复、景气提升有望推动估值修复。推荐中国巨石，建议关注中材科技、山东玻纤、长海股份、国际复材、宏和科技等。3、玻璃：随着春节后价格回落，以及石油焦价格上升对部分生产线成本的抬升，供给出清有望加快，叠加季节性需求改善，行业阶段型供需矛盾缓解，价格支撑较强。我们认为应进一步观察产线冷修释放情况，供给收缩幅度决定后续价格反弹持续性和空间。中期供需平衡仍面临需求下行压力，但浮法玻璃龙头享有硅砂等资源等中长期成本优势，享受超额利润，有望受益于行业产能的出清，叠加光伏玻璃等多元业务的成长性，推荐旗滨集团，建议关注南玻 A 等。装修建材方面：关税和贸易摩擦升级等外部不确定性增加，扩内需预期增强，此前政府工作报告强化了促内需和消费的政策预期，对地产继续延续“稳楼市”、“止跌回稳”的基调，后续政策有望不断出台和推进。24 年两新政策对家居建材消费拉动效果明显，25 年以旧换新政策有望进一步扩大加码，家居建材消费需求有望持续释放，1-2 月全国规模以上建材家居卖场销售额同比增长 8.7%。今年以来多个一线城市二手房成交保持持续增长态势，后续叠加国补持续落地和消费者信心回暖，家居建材需求景气改善预期加强，多数估值处于底部区间的板块龙头公司估值有望修复。当前行业底部修复特征更加明显，多数公司利润目标强化，少数公司选择进攻打法，信心恢复有待政策和阶段经营效果的信号；国补对装修消费有明显拉动的效果，25 年各地的政策继续扩大品类范围，龙头企业也有更充分的准备。同时龙头公司积极探索新模式或延伸产业链，包括渠道和品类融合、提升效率，加强定价权等。投资建议：（1）扩张增长意愿强的部分龙头企业，例如北新建材等，建议关注三棵树。（2）受益国补政策、渠道&品类融合优势明显的细分龙头，建议关注欧派家居、箭牌家居、东鹏控股、慕思股份等。（3）竞争格局优、业绩增长稳健、股息率相对较高的细分龙头，例如兔宝宝、奥普科技、伟星新材等。风险提示：地产信用风险失控、政策定力超预期。

（证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊

证券分析师：石峰源）

商贸零售行业跟踪周报：霸王茶姬即将赴美上市，招股书各项指标拆解

投资要点 聚焦茶拿铁产品的高端现制茶饮龙头：茶姬（CHA.O）成立于 2017 年，是以茶拿铁为核心产品、定位具有东方文化特色的高端现制茶饮品牌。截至 2024 年底，“霸王茶姬”品牌以加盟模式为主，共发展 6440 家门店，其中中国/海外分别有门店 6284/156 家，是中国高端现制茶饮第一大品牌。2024 年公司 GMV 达 295 亿人民币，2022-2024 年在中国 1000 家以上门店现制茶饮品牌增速第一。霸王茶姬执行大单品策略，2024 年中国境内 GMV 中茶拿铁产品占比 91%，前三大茶拿铁占比 61%。以加盟店收入为主，原材料和包装销售收入占比 8 成：2024 年公司收入 124.1 亿元，加盟店/直营店收入分别为 116.3/7.7 亿元，占比为 94%/6%，加盟/直营门店数占比为 97%/3%。拆分加盟店业务，原材料和包装销售/设备销售/加盟相关服务 2024 年收入分别为 98.9/9.0/8.4 亿元，占公司收入的 80%/7%/7%。2022-2024 年公司毛利率为 17.9%/25.7%/31.1%，归母净利润分别为 -1.45/7.25/23.84 亿元。茶饮市场现制化趋势强化，霸王茶姬高端现制茶饮市场 Top1：1）中国现制茶饮市场增速领先茶饮整体。根据艾瑞

咨询，2024 年中国茶饮终端零售额为 8189 亿元；其中即饮茶/限制茶饮/茶叶茶包市场规模分别为 2006/2727/3456 亿元，2019-2024 年 CAGR 分别为+11%/22%/6%，预计 2024-2028 年市场规模 CAGR 分别为 7%/12%/5%，现制化趋势强化。2) 霸王茶姬已快速成长为高端品牌 top1：中国现制茶饮市场竞争激烈，划分为低价（杯单价 17 元以下）和高价（杯单价 17 元及以上）两个价格带。截至 2024 年底，霸王茶姬在中国共 6284 家门店，以门店数计市场份额为 20.3%，已快速成为高端现制茶饮 top1。主流品牌陆续上市，为茶饮赛道吸引增量资金：霸王茶姬预计于 2025 年 4 月 17 日在纳斯达克挂牌上市，以每股 26~28 美元价格发行 1468 万份 ADS，发行市值 344~370 亿人民币，对应 2024 年 PE 为 14.4~15.5。此前茶饮赛道主要上市公司为奈雪的茶，2024 年以来茶百道、古茗、蜜雪集团相继上市，霸王茶姬即将赴美上市，沪上阿姨更新招股书推进上市事宜。随着茶饮赛道的主流品牌陆续上市，赛道规模壮大，吸引增量资金配置。茶饮品牌商业模式、价格定位各异，在消费弱复苏下建议优选份额稳定扩张标的。投资建议：建议关注蜜雪集团、古茗、茶百道、茶姬、奈雪的茶等茶饮赛道相关标的。风险提示：市场竞争加剧，消费需求增长不足，海外门店扩张不及预期，品牌形象受损等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：石旻瑄

证券分析师：张家璇 证券分析师：阳靖 证券分析师：郝越 研究助理：王琳婧）

建筑装饰行业跟踪周报：基建投资景气有望延续，关注一带一路合作方向

投资要点 本周(2025.4.7-2025.4.11,下同):本周建筑装饰板块(SW)涨跌幅-3.43%，同期沪深 300、万得全 A 指数涨跌幅分别为-2.87%、-4.31%，超额收益分别为-0.56%、0.88%。行业重要政策、事件变化、数据跟踪点评：(1)一季度全国铁路完成固定资产投资 1312 亿元，同比增长 5.2%：Q1 全国铁路投资在去年较高基数上同比增长 5.2%，增速较 1-2 月加快 0.1pct，国铁集团表态将充分用好国家“两重”项目支持政策，加快推进铁路重点工程项目建设，力争多完成实物工作量和投资，有望对相关工程和材料需求形成持续拉动作用。(2)两部门开展 2025 年度中央财政支持实施城市更新行动：2025 年中央财政继续通过定额补助支持部分城市实施城市更新行动，范围为大城市及以上城市，共评选不超过 20 个城市（较 2024 年增加 5 个），主要向超大特大城市以及黄河、珠江等重点流域沿线大城市倾斜，东部地区/中部地区/西部地区每个城市补助总额不超过 8/10/12 亿元，直辖市不超过 12 亿元，重点支持城市更新重点样板项目（地下管网更新改造和经济集约型综合管廊建设、城市生活污水处理“厂网一体”、城市生活污水管网全覆盖样板区建设，市政基础设施提升，片区更新改造等）以及城市更新机制建设。中央财政补助规模的扩大有望撬动城市更新投资增长，利好相关工程和管道等材料需求。周观点：(1)3 月建筑业 PMI 数据有所提升反映建筑业企业景气预期提升，结合水泥、混凝土添加剂等公司数据来看，开工景气在持续改善，但新开工项目落地仍然偏慢。结合 3 月政府债券融资数据、基建投资数据的改善情况，增量的财政政策支持 and 融资端的改善对投资端和实物量的效果将逐渐显现。美国近期加征“对等关税”，贸易摩擦升级，外部环境不确定性增加的情况下，扩内需预期增强，基建投资和重点区域建设有望政策加码。我们认为宏观政策积极导向延续，随着财政发力、地产“止跌企稳”政策组合拳落地，基建地产链景气有望回升。保险及社保等中长期增量资金入市有望利好低估值、稳定分红的行业龙头、白马以

及破净央企估值修复。我们建议关注估值仍处历史低位、业绩稳健的基建龙头央企和地方国企估值持续修复机会，推荐中国交建、中国电建、中国中铁，建议关注中国核建、中国化学等。（2）出海方向：2024 年我国对外承包工程业务完成营业额同比增长 3.1%，新签合同金额同比增长 1.1%，创历史新高，对外投资平稳发展；近期美国加征关税以及贸易摩擦升级，后续外交博弈、贸易摩擦或加剧，一带一路战略推进或加码，预期未来中欧合作、东盟地区合作有望更加密切，预计基建合作仍会是重要形式，海外工程需求景气度有望保持，海外工程业务有望受益，后续预计逐渐兑现到订单和业绩层面。建议关注国际工程板块，个股推荐中材国际、上海港湾，建议关注中工国际、北方国际、中钢国际等。（3）需求结构有亮点，新业务增量开拓下的投资机会：部分专业制造工程细分领域、装配式建筑、节能降碳以及新能源相关的基建细分领域景气度较高，有相关转型布局的企业有望受益，建议关注装配式建筑方向的鸿路钢构、华阳国际等；半导体洁净室景气度有望延续，关注亚翔集成、柏诚股份等。风险提示：地产信用风险失控、政策定力超预期、国企改革进展低于预期等。

（证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊

证券分析师：石峰源）

商贸零售行业点评报告：消费品出海关税专题：出口美国如何计税？

一般贸易、跨境小包、市场采购有何区别？

投资要点 出口美国的商品如何收税？是以售价作为税基吗？——不是。美国海关一般以 FOB 价值作为计税基础。更准确的说，根据美国海关和边境保护局，美国关税的计税基础是交易价值。交易价值口径主要包括货款加附加费，比如打包费、交易佣金、服务费、特权使用费等。交易价值不包含“因国际运输从出口国到进口地发生的运输、保险及相关服务费用”，因此与 FOB 口径高度类似。对于目前跨境贸易中最主流的 FOB 交付模式，美国关税的计税的基础就是 FOB 价值。FOB 价值到终端售价之间的渠道加价，会稀释加关税的影响。FOB 价值会比在美国的零售价要低上许多。通常而言，零售价格可以是 FOB 价格的 3-4 倍，部分产品甚至可达 10 倍，具体视不同品类、不同渠道而定。渠道的加价会稀释美国加关税的影响。加价倍率越高的产品稀释效应越明显。例如，在渠道流通加价额不变的情况下，加价倍率为 5 倍的产品仅需要涨价 29% 就可以抵消 145% 关税的影响。不同

出海方式梳理：受关税影响会有不同吗？消费品出口的几种主要出口模式包括：①一般贸易模式（0110），②跨境电商模式（跨境 B2B 模式 9710、跨境海外仓模式 9810），③跨境小包模式（9610），④市场采购模式（1039），⑤保税电商出口（1210）等。哪些报关模式受关税影响比较小？取决于两点：①流通环节加价率高的模式受影响较小。②集货拼箱较多、集装箱里产品比较杂乱的方式受影响较小，因为美国海关也难以核查准确的计税价格，实操中常让货主自证保管价格的合理性。对于不同的贸易产品类型，对于关税的响应是不同的。①对于原材料产品，主要通过一般贸易出口，货值也更容易判断，关税加征比较容易落地。②半成品如电池等，有的能够品牌化，有的是非品牌化的，所以货值判断要看具体领域，关税加征情况需要分类讨论。③终端消费品（品牌）：一般贸易形式货值更好确定，落地可能较大；直邮小包入境的产品还不明朗。④终端消费品（非品牌）：货值不好判断，关税加征落地可能性较低。

投资建议：加关税背景下关注错杀&有长期价值的出口链资产。推荐小商品城：义乌非美出口占比 86%，义乌市场主要采用的 1039 出口模式和出要出口的日用品产品受关税影响较小，公司涨租、新市场投放、新业务催化不断释放。推

荐名创优品：目前海外业务主要在拉美和东南亚；公司具备转移供应链的能力；公司在美国的产品加价率较高，对加关税也有一定的抵御能力。风险提示：美国消费需求衰退，特朗普进一步对华加征关税，其他地缘风险等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：阳靖）

医药生物行业跟踪周报：医药板块，看好内需国产替代+自主可控

投资要点 本周、年初至今 A 股医药指数涨幅分别为 -5.61%、-1.10%，相对沪深 300 的超额收益分别为 -2.73%、3.59%；本周无板块上涨，生物制品（-2.71%）、中药（-3.35%）、医药商业（-3.93%）等跌幅较小，医疗服务（-11.88%）、原料药（-6.26%）、化学制药（-5.65%）股价跌幅较大；本周 A 股涨幅居前奕瑞科技（+20.54%）、一品红（+17.03%）、永安药业（+13.93%），跌幅居前润都股份（-27.81%）、多瑞医药（-27.21%）、博腾股份（-22.19%）；本周 H 股涨幅居前天元医疗（+79.78%）、北海康成-B（+21.53%）、长江生命科技（+17.31%），跌幅居前中生北控生物科技（-34.52%）、永胜医疗（-22.92%）、再鼎医药（-22.92%）。复星雅立峰自研国内首款无血清病毒培养工艺狂犬病疫苗上市；恒瑞 JAK1 抑制剂新适应症国内获批上市；济民可信舒力杰（吸入用丙酸倍氯米松混悬液）获批上市。4 月 7 日，上海复星医药（集团）股份有限公司旗下疫苗生物产业化平台复星雅立峰（大连）生物制药有限公司在辽宁省大连市成功举办复星雅立峰 2025 年度服务商年会和狂犬病防控策略专家研讨会暨复星雅立峰冻干人用狂犬病疫苗（Vero 细胞）产品上市会。4 月 8 日，CDE 官网最新公示，礼来的口服选择性雌激素受体降解剂（SERD）imlunestrant 片上市申请获受理。4 月 8 日，恒瑞 1 类新药 JAK1 抑制剂艾玛昔替尼新适应症获批上市，治疗中-重度特应性皮炎（CXHS2300097）。4 月 9 日，济民可信集团宣布，公司自主研发的哮喘治疗用药舒力杰®（吸入用丙酸倍氯米松混悬液，2ml:0.8mg）已获国家药品监督管理局批准上市，成为国内首家获批并视同通过一致性评价的仿制药。4 月 10 日，NMPA 官网显示，信立泰的 1 类新药波派达可基注射液获批上市，用于治疗血友病 B（先天性凝血因子 IX 缺乏症）成年患者。器械关税影响较小，看好内需国产替代+自主可控。关税对器械公司影响有限，建议关注国产替代空间大的惠泰医疗、爱博医疗、联影医疗、华大智造等。目前国内美国业务占比较大的上市公司多在美国有产能，如海泰新光、奕瑞科技、三诺生物等；其他与美国有业务合作或核心零部件采购的公司，美国收入占比或核心零部件采购占比较小，对公司整体收入影响有限，如迈瑞医疗、联影医疗已备足货品，且国内国产替代空间较大（如 IVD、大型影像设备可替代外资如 GE、罗氏诊断、雅培等）。从器械中国市场国产替代空间大角度，建议关注惠泰医疗、微电生理、爱博医疗、港股归创通桥-B、爱康医疗、春立医疗等；稳健内需线建议关注鱼跃医疗、可孚医疗等；自主可控线建议关注聚光科技、联影医疗、迈瑞医疗、华大智造、奕瑞科技等。具体配置建议：医疗器械领域，关税后国产性价比更高有助于国产替代，建议关注惠泰医疗、联影医疗、迈瑞医疗、新产业等；创新药领域，进口创新药关税大幅增加，利于国产创新药放量，建议关注百济神州、科伦博泰、康方生物等；血制品领域，进口白蛋白比国内价格低，后期价格优势消除，国产白蛋白有望量价齐升，建议关注天坛生物、上海莱士、博雅生物等；科研服务领域，关税后国内性价比更高，建议关注聚光科技、华大智造、奥浦迈等；中药领域，自给自足，不受关税影响，建议关注佐力药业、东阿阿胶等。风险提示：药品或耗材降价幅度继续超预期、医保政策进一步严厉、产品销售及研发进度不及预期等。

(证券分析师: 朱国广)

电力设备行业跟踪周报: 关税壁垒松动修复出海空间, 机器人产业确定弹性大

投资要点 电气设备 6388 下跌 8.09%, 表现弱于大盘。电池跌 8.53%, 新能源汽车跌 7.95%, 核电跌 8.02%, 发电设备跌 8.09%, 电气设备跌 8.09%, 风电跌 8.89%, 光伏跌 9.28%。涨幅前五为恒润股份、威尔泰、中超控股、海陆重工、旭光电子; 跌幅前五为亿利达、ST 聆达、太阳电缆、佳云科技、卧龙电驱。 行业层面: 人形机器人: 星动纪元灵巧手性能再升级; 深圳鹿鸣机器人创企半年两轮融资近亿, 预计年内批量出货; 傅利叶发布首款开源人形机器人 Fourier N1。储能: 《储能产业研究白皮书 2025》: 预计到 2030 年中国新型储能市场累计装机将超 200GW; 国家能源局: 发布关于开展 2025 年电力领域综合监管工作的通知。国家发改革委、国家能源局: 下发关于加快推进虚拟电厂发展的指导意见。深圳发改委: 发布 2025 年第一批战略性新兴产业专项资金项目申报指南的通知。电动车: 中汽协: 3 月电动车销 124 万辆, 同环比+40%/39%, 出口 14.3 万辆, 同环比+19%/+21%; 3 月宁德时代国内电池装机 24GWh, 份额 43.4%, 环比降 2%; 地平线与大众汽车集团开启高阶智驾进一步合作; 英国放宽电动汽车转型规定, 应对美关税冲击; 长城汽车: 已与宇树科技签署战略合作协议; 零跑 B10 正式上市 售价 9.98 万-12.98 万元; 上汽首款全固态电池“光启电池”2027 年落地; 大众中国 CEO: 2030 年在华市占率目标超 15%, 80% 为新能源产品; 市场价格及周环比: 钴: SMM 电解钴 23.40 万/吨, -4.1%; 百川金属钴 23.80 万/吨, -5.2%; 镍: 上海金属网 12.19 万/吨, -5.3%; 碳酸锂: SMM 工业级 6.97 万/吨, -3.2%; SMM 电池级 7.16 万/吨, -3.1%; 电解液: SMM 磷酸铁锂 1.88 万/吨, -1.3%; SMM 三元动力 2.28 万/吨, -1.1%; 前驱体: SMM 四氧化三钴 21.05 万/吨, -0.4%; 三元 523 型 8.00 万/吨, 0.0%; 正极: SMM 磷酸铁锂-动力 3.31 万/吨, -1.5%; 三元 811 型 14.95 万/吨, 0.0%; 三元 622 型 13.30 万/吨, 0.0%; 负极: 百川石油焦 0.29 万/吨, +1.7%; DMC 碳酸二甲酯: 电池级 DMC 0.59 万/吨, 0.0%; EC 碳酸乙烯酯 0.47 万/吨, 0.0%; 六氟磷酸锂: SMM 5.85 万/吨, -0.8%; 百川 5.55 万/吨, -0.9%; 电池: SMM 方形-铁锂 523 0.331 元/wh, -0.9%; 圆柱 18650-2500mAh 4.08 元/支, +0.5%。新能源: 隆基发布 BC 二代新品; 鉴于新能源电价政策调整, 中电建光伏组件 51GW 集采终止; 协鑫科技 2025 年一季度光伏材料业务息税折旧摊销前利润 5.05 亿元 颗粒硅现金成本已低至 27.07 元/公斤; 衢州国资将控股一道新能源; 晶科科技斥资 1186 万美元收购中东某光伏电站 20% 权益; 建设重要清洁能源走廊! 国务院批复黄河流域国土空间规划; 本周硅料 41.00 元/kg, 环比-4.65%; N 型 210 硅片 1.60 元/片, 环比持平; N 型 210R 硅片 1.55 元/片, 环比持平; 双面 Topcon 182 电池片 0.32 元/W, 环比持平; PERC 182/双面 TOPCon 182 组件 0.70/0.78 元/W, 环比持平/-2.50%; 玻璃 3.2mm/2.0mm 22.25/14.25 元/平, 环比持平/持平。风电: 本周招标 1.1GW: 陆上 1.1 GW/海上暂无; 本周开/中标暂无; 本月招标 3.12 GW: 陆上 3.12 GW/海上暂无; 本月开标均价: 陆风暂无, 陆风(含塔筒)暂无。 公司层面: 比亚迪: 预计 25Q1 净利润 85-100 亿, 同比+86.04%至 118.88%。中伟股份: 24 年营收 402.23 亿, 同比+17.36%, 归母净利 14.67 亿, 同比-24.64%。通威股份: 24 年组件全年出货达到 45.71GW, 同比增加 46.91%。福斯特: 1) 24 年营收 191.47 亿, 归母净利 13.08 亿。2) 公司以 26.06 亿股为基数, 每 10 股派发现金红利 2.60 元, 共计派发现金红利 6.78 亿元, 占净利润 51.82%。许继电气: 24 年营收 170.9 亿, 同比+0.2%, 归母

净利 11.2 亿，同比+11.1%；25Q1/24Q4 营收 23.5/75.0 亿，同比-16.4%/+20.4%，归母净利 2.1/2.2 亿元，同比-12.5%/+13.9%。平高电气：24 年营收 124.0 亿，同比+12.0%，归母净利 10.2 亿，同比+25.4%；25Q1/24Q4 营收 25.1/45.2 亿，同比+22.8%/+24.4%，归母净利 3.6/1.7 亿，同比+55.9%/-36.9%。容百科技：24 年营收 151 亿，同比-33%，归母净利 3 亿，同比-49%；其中 24Q4 营收 38 亿，同环比-8%/-15%，归母净利 1.8 亿，同环比+613%/+69%。嘉元科技：预计 25Q1 归母净利 2200-3000 万，营收 17-23 亿，同比增加 82.80%-147.32%，实现扭亏为盈。大金重工：24 年营收 37.8 亿，同比-12.6%，归母净利 4.7 亿，同比+11.5%；其中 24Q4 营收 14.7 亿，同环比+48.5%/+55.1%，归母净利 1.9 亿元，同环比+1017.5%/+77.4%。禾望电气：25Q1 营收 7.74 亿，同比+41.02%；归母净利 1.05 亿，同比+90.35%。新宙邦：拟向不超过 579 名激励对象授予 1357 万股限制性股票，授予价格为 19.83 元/股。国电南瑞：拟将全资子公司南瑞集团持有的国电南瑞 41.36 亿股股份（占上市公司总股本的 51.49%）无偿划转至国网电科院。思源电气：公司董事长提议回购 3 亿至 5 亿元公司股份用于注销，以提升公司价值。

投资策略：机器人：Tesla 明确 Optimus 今年过万台的产能、英伟达开源人形机器人基础模型，初创公司密集发布产品更新，科技公司全面入局，25 年国内外量产元年共振，催化剂众多，行情从 T 链放大至 1+N，当前位置核心公司仅为 100 万台机器人销量情况下机器人业务 15-20x 的估值，我们继续全面看好 T 链确定性供应商和壁垒较高的丝杠、减速器、传感器、运控等环节，也全面看好国内人形配套企业。储能：美国大储需求持续旺盛，欧洲、中东等新兴市场大储需求大爆发，国内 6 月后新能源入市将极大提高储能质量；欧洲户储去库完成，出货明显恢复，工商储需求也开始起量，亚非拉等新兴市场光储平价需求继续上量；我们预计全球储能装机 23-25 年的 CAGR 为 40-50%，看好储能逆变器/PCS 龙头、美国大储集成和储能电池龙头。电动车：3 月电动车销 124 万辆，同环比+40%/39%，好于预期，智驾下沉+新车型快速迭代，全年预计 25%-30 增长。欧洲 3 月 9 国合计销量 28.5 万辆，同环比 25%/64%，增速好于预期，德国、英国销量亮眼，且中国车企出口销量恢复；短期看，4 月排产环比增长 5-10%，符合预期，关税冲击影响有限，Q2 有望恢复至 24Q4 水平。美国加征关税落地，供应链正与美国客户谈判，预计关税将双方共同承担。当前锂电核心标的已跌至 15x 的低估位置，强烈看好，首推宁德、比亚迪、科达利、亿纬、裕能、富临、尚太、天赐、天奈、璞泰来等锂电龙头公司。工控：工控 25 年需求弱复苏，3C 需求向好，新能源影响减少，传统行业需求好，同时布局机器人第二增长曲线，全面看好工控龙头。光伏：行业自律已基本落地，限产有望使得企业走出内卷困境，后续能耗双控等供给侧改革政策可期！需求端，25 年全球装机预计 10-15% 增长，国内 531 抢装供应端开始走弱，欧洲分布式需求超预期，新兴市场需求向好，依次看好逆变器、受益供给侧改革的硅料、玻璃、一体化组件龙头、格局好的辅材和电池新技术。风电：25 年国内海风 10GW+，同比翻倍以上，陆风 100GW+，同增 25%，风机价格去年底企稳回升，铸件价格谈涨 5-15% 落地，叶片等仍在谈判中，继续看好风电，推荐海缆、海桩、铸件、海塔、叶片和整机龙头等。电网：25 年电网投资确定增长，海外 AI 数据中心旺盛需求持续，国内 AI 数据中心新一轮基建开始，继续推荐 AI 电气、特高压、出海、柔直等方向龙头公司。

重点推荐标的：宁德时代（动力&储能电池全球龙头、盈利能力和排产均超预期）、三花智控（热管理全球龙头、特斯拉机器人总成空间巨大）、比亚迪（电动车销量持续向好且结构升

级、全民智驾超预期)、阳光电源(逆变器全球龙头、海外大储优势显著、估值极低)、汇川技术(通用自动化弱复苏龙头 Alpha 明显、联合动力持续超预期)、亿纬锂能(动力&储能锂电上量盈利向好并走出特色之路、消费类电池稳健)、科达利(结构件全球龙头优势突出稳健增长、大力布局机器人)、雷赛智能(伺服控制器龙头企业、机器人关节批量优势明显)、富临精工(高压实铁锂领先、机器人布局深厚)、大金重工(海风出口布局厚积薄发、量利双升超预期)、浙江荣泰(云母龙头增长确定、微型丝杠优势明显)、伟创电气(变频伺服持续增长、大力布局人形机器人)、锦浪科技(欧洲去库完成逆变器迎来拐点、新兴市场销售提升提供支撑)、湖南裕能(铁锂正极龙头强阿尔法、新品放量和价格见底盈利反转)、天奈科技(碳纳米管龙头、快充&硅碳&固态持续受益)、麦格米特(多产品稳健增长、AI 电源未来潜力大)、宏发股份(继电器恢复稳增长、高压直流持续稳增长)、德业股份(新兴市场开拓先锋、户储爆发工商储蓄势)、固德威(组串逆变器持续增长、储能电池和集成逐步恢复)、禾迈股份(微逆去库尾声重回高增长、储能产品开始导入)、鸣志电器(步进电机全球龙头、机器人空心杯电机潜力大)、璞泰来(负极龙头盈利拐点确立、隔膜涂覆持续增长)、尚太科技(负极龙头份额提升超预期、成本优势大盈利能力强)、天赐材料(电解液&六氟龙头、新型锂盐领先)、帝科股份(银浆龙头、银包铜银浆率先量产在即)、金盘科技(干变全球龙头、海外订单超预期)、晶澳科技(一体化组件龙头、盈利率先恢复)、上能电气(逆变器地面地位稳固、大储 PCS 放量在即)、容百科技(高镍正极龙头、海外进展超预期)、阿特斯(一体化组件头部企业、深耕海外大储进入收获期)、三星医疗(海外配网和电表需求强劲、国内增长稳健)、东方电缆(海缆壁垒高格局好、海风项目开始启动)、日月股份(大铸件紧缺提价可期、盈利弹性大)、钧达股份(Topcon 电池龙头、扩产上量)、科华数据(全面受益国内 AI 资本开支新周期、数据和数能双星驱动)、科士达(受益国内 AI 资本开支新周期、UPS 龙头)、盛弘股份(受益海外和国内 AI 资本开支、海外储能新客户拓展)、思源电气(电力设备国内出海双龙头、订单和盈利超预期)、平高电气(特高压交直流龙头、估值低业绩持续超预期)、许继电气(一二次电力设备龙头、柔直弹性可期)、通威股份(硅料龙头受益供给侧改革、电池和组件有望改善)、福莱特(光伏玻璃龙头成本优势显著、价格底部有望企稳反弹)、禾望电气(大传动优势明显、内部变革激发活力)、欣旺达(消费锂电盈利向好、动储锂电逐步上量)、中伟股份(三元前驱体龙头、镍锂金属布局可观)、华友钴业(镍钴龙头、前驱体龙头)、明阳智能(海上风机龙头、风机毛利率修复弹性大)、中国西电(一次设备综合龙头、受益特高压和管理改善)、晶科能源(一体化组件龙头、Topcon 明显领先)、隆基绿能(单晶硅片和组件全球龙头、BC 技术值期待)、天合光能(210 一体化组件龙头、户用分布式和渠道占比高)、聚和材料(银浆龙头、铜浆率先布局)、爱旭股份(ABC 电池组件龙头、25 年大幅放量)、三一重能(成本优势明显、双海战略见成效)、福斯特(EVA 和 POE 胶膜龙头、感光干膜上量)、曼恩斯特(磨头龙头持续高增、多品类扩张布局固态)、金风科技(风机毛利率恢复、风电运营稳健)、新宙邦(电解液&氟化工齐头并进)、艾罗能源(深耕欧洲户储、新兴市场和新产品起量明显)、国电南瑞(二次设备龙头、稳健增长可期)、海兴电力(海外渠道深厚、电表及 AMI 模式高增)、星源材质(干法和湿法隔膜龙头、LG 等海外客户进展顺利)、当升科技(三元正极龙头、布局固态电池技术)、恩捷股份(湿法隔膜龙头)、天顺风能(海工装备开始放量、风电运营稳步释放)、北特科技、祥鑫

科技、斯菱股份、德方纳米、昱能科技、永兴材料、中矿资源、赣锋锂业、威迈斯、儒竞科技、派能科技、元力股份、大金重工、科士达、安科瑞、中熔电气、天齐锂业、日月股份、TCL 中环、振华新材、三一重能、弘元绿能、金风科技。建议关注：良信股份、峰岬科技、震裕科技、厦钨新能、英维克、明阳电气、多氟多、天际股份、东方电气、中信博、东威科技、宇邦新材、海力风电、新强联、通灵股份、快可电子、中科电气、美畅股份、铨升科技、信捷电气、大全能源、通合科技、帕瓦股份、金雷股份、禾川科技、嘉元科技、东方日升等。风险提示：投资增速下滑，政策不及市场预期，价格竞争超市场预期
 （证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕
 研究助理：许钧赫）

非银行业跟踪周报：“中国版平准基金”横空出世，维护资本市场平稳运行

投资要点 非银行金融子行业近期表现：最近 5 个交易日（2025 年 04 月 07 日-2025 年 04 月 11 日）非银金融板块各子行业均跑输沪深 300 指数。保险行业下跌 4.77%，多元金融行业下跌 4.84%，证券行业下跌 5.35%，非银金融整体下跌 5.19%，沪深 300 指数下跌 2.87%。 证券：2025 年 04 月至今交易量同比大幅提升；券商及“国家队”积极表态维护资本市场平稳运行。1) 4 月交易量同比大幅提升。截至 2025 年 04 月 11 日，2025 年 04 月日均股基交易额为 16495 亿元，较上年 4 月上涨 64.20%，较上月下降 4.34%。截至 04 月 10 日，两融余额 18134 亿元，同比提升 17.44%，较年初下降 2.75%。截至 2025 年 04 月 11 日，4 月 IPO 发行 2 家，募集资金 8.71 亿元。2) 上交所召开证券经营机构座谈会，与会机构坚定看好中国资本市场发展前景。4 月 8 日，上交所召开专题座谈会，与 10 家证券经营机构代表深入交流。与会机构表示，坚定看好中国资本市场发展前景，面对当前不确定性因素有所增加的市场环境，将齐心协力促进资本市场健康稳定发展。3) “国家队”相继宣布增持，坚决维护资本市场平稳运行。4 月 7 日至 8 日凌晨，中央汇金、中国诚通、中国国新等相继宣布增持。上述机构均表示坚定看好中国资本市场发展前景，将为维护市场稳定运行贡献力量。4) 2025 年 04 月 11 日券商行业（未包含东方财富）2024 平均 PB 估值 1.4x，2025E 平均 PB 估值 1.2x。推荐全面受益于活跃资本市场政策的优质龙头，如中信证券、华泰证券、同花顺、东方财富等。 保险：保险资金权益投资比例上调，进一步拓宽权益投资空间。1) 金监总局发布《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》。部分档位比例上限提高 5%：上季度末综合偿付能力充足率在 150-200% 的保险公司，权益投资占上季末总资产比例上限由 25% 提升至 30%；在 250-300% 的，上限由 35% 提升至 40%；350% 以上的，上限由 45% 提升至 50%。其余档位上限不变。我们认为，提升险资权益投资比例上限，有助于缓解在低利率环境下的资产荒压力，预计将为权益市场带来一定增量资金。2) 金监总局印发《保险集团并表监督管理办法》。要求坚持聚焦主业，完善并表标准；坚持压实主体责任，厘清各层级管理职责；坚持风险监管导向，加强重点风险防范。同时，加强资产负债联动管理，防止资本重复计算，减少过度杠杆的风险。3) 保险业经营具有显著顺周期特性，未来随着经济复苏，负债端和投资端都将显著改善。2025 年 04 月 11 日保险板块估值 0.49-0.74 倍 2025E P/EV，处于历史低位，行业维持“增持”评级。 多元金融：1) 信托：金管总局就《信托公司管理办法（修订征求意见稿）》公开征求意见，主要修订内容包括聚焦主责主业、强化公司治理、加强风险防控、明确风险处置机制。截至 2024 年 2 季度末，全行业信托资产

规模 27 万亿元，同比增长 24.5%。2024H1 信托行业利润总额为 196 亿元，同比降幅为 40.6%。2) 期货：2025 年 2 月全国期货交易市场成交量为 5.63 亿手，成交额为 51.56 万亿元，同比分别增长 69.67% 和增长 68.99%。2025 年 2 月全国期货公司净利润 4.99 亿元，同比增长 68.01%。3) 其他：金管总局印发《关于促进金融资产管理公司高质量发展提升监管质效的指导意见》，提出金融资产管理公司要做强做优不良资产收购处置业务，服务化解中小金融机构、房地产等领域风险，促进实体经济健康发展。行业排序及重点公司推荐：非银金融目前平均估值仍然较低，具有安全边际，攻守兼备。1) 保险行业受益于经济复苏、利率上行。储蓄类产品销售占比大幅提升，负债端预计显著改善，长期仍看好健康险和养老险发展空间。2) 证券行业转型有望带来新的业务增长点。受益于市场回暖、政策环境友好，券商经纪业务、投行业务、资本中介业务等均受益。行业推荐排序为保险>证券>其他多元金融，重点推荐新华保险、中国人寿、中信证券、华泰证券、同花顺等。风险提示：1) 宏观经济不及预期；2) 政策趋紧抑制行业创新；3) 市场竞争加剧风险。

(证券分析师：孙婷 研究助理：罗宇康)

基础化工周报：聚氨酯价格加速下滑

n【聚氨酯板块】本周纯 MDI/聚合 MDI/TDI 行业均价为 17490/15570/11568 元/吨，环比分别-210/-480/-261 元/吨，纯 MDI/聚合 MDI/TDI 行业毛利分别为 3852/2995/-177 元/吨，环比分别+79/-150/-53 元/吨。n【油煤气烯烃板块】①本周乙烷/丙烷/动力煤/石脑油均价分别为 1366/4011/540/3854 元/吨，环比分别-190/-433/+0/-628 元/吨。②本周聚乙烯均价为 8015 元/吨，环比-145 元/吨，乙烷裂解/CTO/石脑油裂解制聚乙烯理论利润分别为 1193/1957/399 元/吨，环比分别+85/-91/+504 元/吨。③本周聚丙烯均价为 7200 元/吨，环比+0 元/吨，PDH/CTO/石脑油裂解制聚丙烯理论利润分别为 103/1610/248 元/吨，环比分别+373/+0/+600 元/吨。n【煤化工板块】本周合成氨/尿素/DMF/醋酸行业均价为 2695/1893/4515/2628 元/吨，环比分别-11/-45/+165/-1 元/吨，合成氨/尿素/DMF/醋酸行业毛利分别为 745/200/151/102 元/吨，环比分别+20/-45/+138/+57 元/吨。n【相关上市公司】化工白马：万华化学、宝丰能源、卫星化学、华鲁恒升。n【风险提示】1) 项目实施进度不及预期；2) 宏观经济增速下滑，导致需求复苏弱于预期；3) 地缘风险演化导致原材料价格波动；4) 行业产能发生重大变化；5) 统计口径及计算误差。

(证券分析师：陈淑娴 研究助理：周少玟)

大炼化周报：国际油价遭遇暴跌，长丝市场重心宽幅下挫

n【国内外重点炼化项目价差跟踪】国内重点大炼化项目本周价差为 2776.65 元/吨，环比+300.44 元/吨(环比+12.13%)；国外重点大炼化项目本周价差为 948.18 元/吨，环比-66.21 元/吨(环比-6.53%)。n【聚酯板块】本周 POY/FDY/DTY 行业均价分别为 6700/6979/7993 元/吨，环比分别-150/-171/-157 元/吨，POY/FDY/DTY 行业周均利润为 217/137/213 元/吨，环比分别+196/+182/+192 元/吨，POY/FDY/DTY 行业库存为 26.8/29.2/32.9 天，环比分别+4.0/+2.5/+1.8 天，长丝开工率为 95.42%，环比-0.08pct。下游方面，本周织机开工率为 58.25%，环比-4.23pct，织造企业原料库存为 11.05 天，环比-1.85 天，织造企业成品库存为 24.48 天，环比-0.45 天。n【炼油板块】国内成品油：本周汽油/柴油/航煤价格下跌。国外成品油：本周美国汽油/柴油/航煤价格下跌。n【化工板块】本周 PX 均价为 728.14 美元/吨，环比-113.71 美元/吨，较原油价差为 259.88 美元/吨，环比-50.77 美元/吨，PX 开工率

为 78.70%，环比-0.80pct。 n n【相关上市公司】民营大炼化&涤纶长丝：恒力石化、荣盛石化、东方盛虹、恒逸石化、桐昆股份、新凤鸣。
 n【风险提示】1) 项目实施进度不及预期；2) 宏观经济增速下滑，导致需求复苏弱于预期；3) 地缘风险演化导致原材料价格波动；4) 行业产能发生重大变化；5) 统计口径及计算误差。

(证券分析师：陈淑娴 研究助理：周少玟)

汽车周观点：4月第1周乘用车环比-30.3%，继续看好汽车板块

n 美国加征关税对汽车影响？影响有限：零部件>乘用车/重卡/客车(几乎不出口美国)。美国最新对汽车零部件加征关税依旧是3月26日的【232法案】，此次“对等关税”对汽车零部件豁免，美墨加贸易协定依然有效(对零部件更重要)。按照海关总署，中国汽车零部件出口美国/墨西哥金额分别是115/43亿美元。基于主流零部件统计，大部分公司目前已经初步完成了北美产能布局(墨西哥为主，美国为辅)，影响有限可控。 n 中国对美加关税对汽车影响？影响微弱：核心在于芯片的进口原产地风险评估。根据海关总署，2024年中国汽车行业从美国进口金额13.5亿美元，进口美国品牌整车6877辆，这个是利好国内自主品牌或特斯拉中国产。进口零部件核心是看芯片(英伟达/高通/TI)等原产地认证，如果按照封测地为标准，影响十分有限。 n 目前时点对汽车板块投资建议？短期看贸易战升级影响市场情绪波动，但不影响我们看好2025年汽车板块底层逻辑【智能化+机器人】。短期从贸易战升级视角，汽车板块内相对收益品种：1) 受贸易战影响微弱且有望受益内需刺激的红利股：宇通客车(不做美国市场)/中国重汽A-H/潍柴动力(不做美国市场)/福耀玻璃(已美国本地化建厂)；2) 加速汽车AI芯片国产替代率：地平线+黑芝麻+自研AI芯片车企(华为系+小鹏+理想+比亚迪等)。 n 风险提示：贸易战升级进一步超出预期；全球经济复苏力度低于预期；L3-L4智能化技术创新低于预期；全球新能源渗透率低于预期；地缘政治不确定性风险增大。

(证券分析师：黄细里 证券分析师：刘力宇

证券分析师：孟璐 证券分析师：郭雨蒙)

原油周报：受美国加关税影响，国际油价承压

n【美国原油】 n1) 原油价格：本周Brent/WTI原油期货周均价分别64.1/60.8美元/桶，较上周分别-7.9/-7.8美元/桶。 n2) 原油库存：美国原油总库存、商业原油库存、战略原油库存、库欣原油库存分别8.4/4.4/3.9/0.3亿桶，环比+645/+255/+380/+68万桶。 n3) 原油产量：美国原油产量为1346万桶/天，环比-12万桶/天。美国活跃原油钻机本周477台，环比-9台。美国活跃压裂车队本周188部，环比-10部。 n4) 原油需求：美国炼厂原油加工量为1563万桶/天，环比+7万桶/天；美国炼厂原油开工率为86.7%，环比+0.7pct。 n5) 原油进出口量：美国原油进口量、出口量、净进口量为619/324/295万桶/天，环比-28/-64/+36万桶/天。 n【美国成品油】 n1) 成品油价格和价差：美国汽油、柴油、航煤周均价分别84/87/89美元/桶，环比-9.9/-7.7/-5.1美元/桶；与原油价差分别20/23/24美元/桶，环比-1.3/+0.9/+3.5美元/桶。 n2) 成品油库存：美国汽油、柴油、航空煤油库存分别2.4/1.1/0.4亿桶，环比-160/-354/-194万桶。 n3) 成品油产量：美国汽油、柴油、航空煤油产量分别895/466/178万桶/天，环比-34/-2/+4万桶/天。 n4) 成品油需求：美国汽油、柴油、航空煤油消费量分别843/401/187万桶/天，环比-7/+33/+17万桶/天。 n5) 成品油进出口：①美国汽油进口量、出口量、净出口量分别29/79/51万桶/天，环比+21/-6/-34万桶/天。②美国柴油进口量、出口量、净出口量分别7/123/116万桶/天，环比-8/+12/+20万桶/天。③美国航空煤油进口量、出口量、净出口量分别

9/28/19 万桶/天, 环比-3/-9/-6 万桶/天。nn【相关上市公司】推荐: 中国海油/中国海洋石油(600938.SH/0883.HK)、中国石油/中国石油股份(601857.SH/0857.HK)、中国石化/中国石油化工股份(600028.SH/0386.HK)、中海油服(601808.SH)、海油工程(600583.SH)、海油发展(600968.SH); 建议关注: 石化油服/中石化油服(600871.SH/1033.HK)、中油工程(600339.SH)、石化机械(000852.SZ)。nn【风险提示】1) 地缘政治因素对油价出现大幅度的干扰。2) 宏观经济增速严重下滑, 导致需求端严重不振。3) 新能源加大替代传统石油需求的风险。4) OPEC+联盟修改石油供应计划的风险。5) 美国解除对伊朗制裁, 伊朗原油快速回归市场的风险。6) 美国对页岩油生产环保、融资等政策调整的风险。7) 全球 2050 净零排放政策调整的风险。

(证券分析师: 陈淑娴 研究助理: 周少玟)

有色金属行业跟踪周报: 关税政策强化黄金中长期逻辑, 流动性回暖助力黄金再创历史新高

投资要点 回顾本周行情(4月7日-4月11日), 有色板块本周下跌4.37%, 在全部一级行业中排名靠后。二级行业方面, 周内申万有色金属类二级行业中贵金属板块上涨8.37%, 小金属板块下跌2.80%, 金属新材料板块下跌6.26%, 工业金属板块下跌6.33%, 能源金属板块下跌8.28%。工业金属方面, 随着美国宣布对未实施报复国家暂缓90天关税, 我们认为短期关税的最糟糕情景已经过去, 市场将逐步修复前期部分跌幅, 然而长期需求的韧性与政策的反复仍未可知, 需进一步观察经济前景及政策的边际变化。贵金属方面, 本次关税事件使得市场对美国经济走向“滞胀”的预期进一步强化, 显著提升黄金的避险属性, 随着市场流动性的好转, 以及避险资金从美元资产流出转向黄金, 我们看好当下宏观框架下黄金将中长期走牛。

周观点:

铜: 美国关税展缓, 现货升水叠加库存持续去化, 铜价先跌后涨维持宽幅震荡。截至4月11日, 伦铜报收9,184美元/吨, 周环比上涨4.60%; 沪铜报收75,230元/吨, 周环比下跌4.60%。供给端, 截至4月11日, 本周进口铜矿TC下跌至-26.5美元/吨, 冶炼厂利润进一步受到挤压, 检修数量开始增多, 预计4月国产铜供应量将有所减少; 需求方面, 随着铜价大幅回落, 下游需求稳中向好, 电力投资及家电产量均延续增长。本周市场依旧受到美国关税政策主导, 市场对需求前景态度悲观, 海内外铜价于上半周录得大幅下跌; 随着美国宣布对未实施报复国家暂缓90天关税, 市场风偏有所好转, 且铜价下跌使得产业下游多入市抄底, 现货升水叠加库存持续去化, 铜价于下半周收回部分跌幅, 铜价预计短期铜价将持续维持宽幅震荡。

铝: 关税政策预期反复, 国内社库去化持续, 海内外铝价先跌后涨。截至4月11日, 本周LME铝报收2,397元/吨, 较上周上涨0.76%; 沪铝报收19,695元/吨, 较上周下跌3.55%。供应端, 本周我国电解铝行业理论运行产能4380.50万吨, 保持稳定; 需求端, 本周铝板带箔企业产能利用率环比增长0.77%, 铝棒企业产能利用率环比增长0.50%, 电解铝的理论需求有所上升。本周社会库存环降3.04万吨至76.86万吨, 去库速率开始加快; 本周受到美国对等关税的影响, 海内外原铝价格先跌后涨, 整体来看, 当前中国原铝直接输美业务占比较低, 在转口贸易尚且通畅的情况下预计对铝的影响暂且有限, 短期预计铝价维持震荡走势。

黄金: 关税政策强化黄金中长期逻辑, 流动性回暖助力黄金再创历史新高。截至4月11日, COMEX黄金收盘价为3254.90美元/盎司, 周环比上涨6.51%; SHFE黄金收盘价为757.30元/克, 周环比上涨2.47%。经济层面, 本周, 美国3月CPI同比增长

2.4% (前值为 2.8%), 低于预期的 2.6%; 美国 3 月 PPI 同比增长 2.7% (前值为 3.2%), 低于预期的 3.3%。美国 3 月通胀数据全面走低, 市场对美联储全年预期降息次数小幅升至 3.5 次。然而从分项角度, 能源价格同比增速回落是通胀降温的主要动力, 考虑到商品价格收到关税落地的影响, 美国通胀于 Q3 具备重新走高的风险, “滞胀” 仍是当下美国经济的主流预期, 黄金的上行逻辑于本次关税事件下录得强化。流动性角度, 随着美国宣布对未实施报复国家暂缓 90 天关税, 标志着贸易战进入短期缓和期, 市场风险偏好显著回升, 然而美元资产 (美元、美股、美债) 于本周均录得大幅下跌, 资金正从美元资产流向更加具备避险属性的黄金。本次关税事件使得市场对美国经济走向 “滞胀” 的预期进一步强化, 显著提升黄金的避险属性, 随着市场流动性的好转, 以及避险资金从美元资产流出转向黄金, 我们看好当下宏观框架下黄金将中长期走牛。风险提示: 美元持续走强; 下游需求不及预期。

(证券分析师: 孟祥文 证券分析师: 徐毅达)

机械设备行业跟踪周报: 推荐扩内需将受益的工程机械&通用自动化

1. 推荐组合: 北方华创、三一重工、中微公司、恒立液压、中集集团、拓荆科技、海天国际、柏楚电子、晶盛机电、杰瑞股份、浙江鼎力、杭叉集团、迈为股份、先导智能、长川科技、华测检测、安徽合力、精测电子、纽威股份、芯源微、绿的谐波、海天精工、杭可科技、伊之密、新莱应材、高测股份、纽威数控、华中数控。 2. 投资要点:

【工程机械】 3 月挖机内销同比+29%超预期, 密集回购彰显长期发展信心 2025 年 3 月挖掘机销量 29590 台, 同比+19%; 装载机销量 13917 台, 同比+13%。其中国内 3 月销售挖掘机 19517 台, 同比+29%, 装载机内销 8168 台, 同比增长 23%, 去年 3 月基数不低的情况下继续保持高景气增长, 超市场预期。25Q1 挖掘机累计内销达 36562 台, 同比+38%, 我们判断国内挖机销量持续超预期主要系: ①存量需求更新替换: 上一轮挖机上行周期为 2015-2023 年, 按照挖机平均 8-10 年计算, 近两年为存量需求集中更换新机节点; ②资金端好转: 国内下游资金端从 2024Q4 开始好转, 对存量及新增项目均有支撑作用; ③农村需求持续高景气: 机器替人+政策支持, 小挖需求持续高增。展望后续, 我们预计后续可以期待一系列内需提振的政策或者补贴出台, 继续刺激内需向上。工程机械板块密集发布股份回购计划, 三一重工拟使用 10-20 亿元回购公司股份; 徐工机械拟使用 18-36 亿元回购公司股份; 山推股份董事长提议拟使用 1.5-3.0 亿元回购公司股份; 包括此前柳工两次回购, 总计使用 6 亿元。工程机械板块密集回购, 增强投资者信心, 彰显公司长期业绩增长信心。推荐三一重工、某全品类龙头、中联重科、柳工、山推股份、恒立液压。 【通用自动化】

直接关税影响较小, 建议关注超跌的通用自动化板块 ①关税影响: 整体来看, 关税对通用设备板块直接影响有限, 通用设备各细分板块出口占比均较低, 除注塑机板块龙头海外收入占比超 30%以外, 刀具、机床、减速机等板块出口占比均只有约 10%左右, 且基本无美国敞口。此前市场按照美国对全球收取关税演绎影响, 但目前除中国外美国对其他国家关税豁免可能性较大, 而大多数企业在东南亚和墨西哥等地均有工厂, 可通过转口贸易豁免关税。同时我们判断关税大幅影响出口情况下, 政策基调将有望变化 “积极”, 将扩大内需摆至首要次序。②基本面: 3 月 PMI 收于 50.5%, 较上月增 0.3pct, 连续 2 个月位于枯荣线以上。微观数据来看, 3 月整体通用自动化环比有所复苏, 分拆下游中锂电行业表现超预期, 汽车&风电延续较好趋势。但因 24 年同期基数过高, 且价格端同比承压, 整体订单金额同比增速低位徘徊。

4-5 月是重要的观察窗口，整体通用景气度复苏持续性仍有待验证。通用自动化板块建议关注：①刀具：刀具具备“耗材”属性，对制造业景气度变化最为敏感，有望率先受益。此外刀具龙头海外收入占比目前仍不足 10%，重点推荐【华锐精密】【欧科亿】等。②FA 自动化：新能源业务拖累减轻，锂电下游复苏超预期，叠加顺周期复苏+3C 电子业务保持高增速，我们预期公司有望于 25 年迎来业绩拐点。重点推荐【怡合达】。③注塑机：海外敞口高但美国敞口极低，前期被错杀，深度回调推荐【海天国际】【伊之密】等。【农机】关税点评：粮食安全重要性进一步凸显，农业产业链涨价逻辑利好农机需求 我国是粮食进口大国，粮食对外依存度较高，本轮关税问题再次凸显粮食安全的极端重要性。粮食安全问题在我国是战略问题，提高机械化率是提高农业生产力、保障粮食安全的关键。我国农业机械总量大，但机械化率较低、质量较差。我国农业机械化率约 55%，相较于美国（>95%）、欧洲（>95%）、日本（70%）仍有较大提升空间，长期来看机械化率的提升对保障粮食安全意义重大。2024 年我国从美国进口的主要商品中，农副产品金额占比达到 16.3%，仅次于机械电子产品。中国是美国农产品第一大出口市场，2024 年美国出口中国的大豆和玉米分别占美国出口总量的 50%和 15%。美国也是我们最大的进口国之一，尤其是 2024 年中国大豆从美国的进口占比达到 21%，高粱达到 66%，关税大幅提升之后我国从美国进口农产品总量预计有所下降，供需失衡有望对国内粮食价格形成上涨支撑，利好农机行业需求。农机行业一共有三个逻辑，第一个大逻辑为粮食安全背景下机械化率提升，整个行业市场空间继续扩张；第二个逻辑为以旧换新政策补贴导向大型化、高端化，利好竞争格局向龙头集中；第三个逻辑为粮价的短期影响，粮价影响农民的收入，进而影响农机需求。长期来看，农机行业市场空间将继续扩张、竞争格局向好、盈利能力提升；短期行业有望受益于关税利好&内需刺激。重点推荐【中联重科】【一拖股份】。风险提示：下游固定资产投资不及市场预期；行业周期性波动风险；地缘政治及汇率风险。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意

证券分析师：韦译捷）

福耀玻璃系列专题报告（四）：福耀玻璃在北美市场的发展展望

n 市场规模：北美汽玻市场规模呈现低速稳定增长状态。我们对北美汽车玻璃市场（包括 OEM+AM 市场）当前及未来的市场规模进行了测算。在汽车报废率和前挡破损率保持稳定的情况下，随着产销量和汽玻单车 ASP 保持低速稳定增长，北美汽车玻璃市场规模也呈现出低速稳定增长的状态，整体市场规模（包括 OEM+AM 市场）将从 2024 年的 193 亿元持续增长至 2030 年的 242 亿元，复合增长率约为 4%。n 竞争格局：北美汽车玻璃市场格局好，竞争温和。汽车玻璃行业拥有较高的行业壁垒，例如需要拥有完善的生产和销售网络；汽玻属于安全件，技术和质量要求严苛，主机厂准入认证周期较长；且汽玻和浮法均属于重资产投入等。因此，高壁垒塑造出汽车玻璃行业良好的竞争格局，全球以及北美的汽车玻璃行业均已经形成了高集中度的市场。北美市场主要的汽车玻璃供应商包括福耀玻璃、旭硝子、圣戈班和板硝子等，其中福耀已经成为美国汽玻市场市占率排名第一的汽车玻璃供应商。n 看好福耀玻璃中期维度在北美市场实现量利齐升。份额方面，北美主要竞争对手（旭硝子、板硝子和圣戈班等）均不是单一汽玻主业经营，且当前汽玻业务均处于低盈利状态，整体扩张意愿较低，未来的主要发展目标主要集中在提升盈利能力和经营效率上。福耀在盈利能力上大幅领先竞争对手，且美国工厂持续加大

投入，随着后续新产能陆续释放，公司在北美汽玻市场的份额有望实现进一步提升。盈利能力方面，随着后续产品良率提升+折旧摊销比例下降+管理和效率提升+高附加值产品占比提升，福耀美国工厂的净利率将在当前的水平上实现持续提升。 n 投资建议：推荐全球汽车玻璃行业龙头【福耀玻璃】。 ü 1) 公司积极拓展“一片玻璃”的边界，加强对智能玻璃、集成趋势的研究，持续推进铝饰件业务，提升单车配套价值量； ü 2) 全球份额保持提升趋势，福耀有望以高质量&高性价比的竞争优势抢占海外市场竞品企业更多的份额。 n 盈利预测：预计 2025-2027 年归母净利润为 88.35 亿元、103.88 亿元、121.77 亿元，对应 PE 为 16.13 倍、13.72 倍、11.70 倍（PE 对应 2025 年 4 月 10 日收盘价）。 n 风险提示：原材料及能源成本上涨超预期；海运费价格上涨超预期；业务及客户拓展不及预期；汽车玻璃产品升级不及预期。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：刘力宇）

煤炭开采行业跟踪周报：港口库存持续下行，淡季煤价震荡运行

行业近况 本周（4 月 7 日至 4 月 11 日）港口动力煤现货价环比持平，报收 665 元/吨。 供给端，本周环渤海四港区日均调入量 183.64 万吨，环比上周减少 7.63 万吨，降幅 3.99%。矿山产地煤矿正常供应，陕西部分民营煤矿部分复产，供应充足，港口供给下降。 需求端，本周环渤海四港区日均调出量 185.09 万吨，环比上周减少 19.3 万吨，降幅 9.44%；日均锚地船舶共 70 艘，环比上周减少 11 艘，降幅 13.63%。库存端，环渤海四港区库存端 2987.8 万吨，环比上周减少 26.8 万吨，降幅 0.89%。港口本周日均调出量环比下降，受大秦线检修影响。库存端有所下降，绝对值逐步趋于正常水平，仍受下游需求淡季影响。我们分析认为：煤炭价格目前主要受需求进入淡季影响导致上涨动能有限，短期需求角度仍以长协为主、电厂刚需采购支撑，同时天气回暖，非电企业需求较弱，叠加库存较高短期煤价难以明显上行。 估值与建议： 仍旧关注保险资金增量；保费收入维持正增长，且向头部保险集中。固收类资产荒依旧，叠加红利资产已经高位，所以关注权益配置变化，预期更青睐于资源股。 核心推荐动力煤弹性标的。弹性依次产地自西向东标的，且低估值标的：广汇能源、昊华能源。风险提示：下游需求不及预期；保供力度强于预期，煤价大幅下跌。

（证券分析师：孟祥文 证券分析师：米宇）

金融产品跟踪周报：权益 ETF 系列：反弹上涨，关注内需和自主可控方向

投资要点 A 股市场行情概述：（2025.4.7-2025.4.11） 主要宽基指数涨跌幅：排名前三名的宽基指数分别为：北证 50（0.92%），科创 50（-0.63%），上证 50（-1.60%）；排名后三名的宽基指数分别为：中证 2000（-7.01%），创业板指（-6.73%），万得微盘股日频等权指数（-5.76%）。风格指数涨跌幅：排名前三名的风格指数分别为：稳定(风格.中信)（-1.66%），消费(风格.中信)（-2.49%），大盘价值（-2.61%）；排名后三名的风格指数分别为：成长(风格.中信)（-5.40%），周期(风格.中信)（-5.16%），小盘价值（-5.16%）。 申万一级行业指数涨跌幅：排名前三名的申万一级行业指数分别为：农林牧渔（3.28%），商贸零售（2.88%），国防军工（0.28%）。排名后三名的宽基指数分别为：电力设备（-8.09%），通信（-7.67%），机械设备（-6.78%）。 A 股市场行情展望：（2025.4.14-2025.4.18） 观点：反弹上涨，关注内需和自主可控方向。万得全 A 指数日线级别上，截至周五，高频宏观模型从此前持续发出负向信号的状态转变成了 0 信号（看涨）。30 分钟级别上，技术择时模型中万得全 A 指数周三尾盘的时候发出了底部右侧信号。鉴于大盘

指数反弹已经持续了几天时间，因此后续我们认为大盘指数下周周中可能会发生几天震荡后，再继续反弹上涨。另外，宏观月度模型 4 月的评分是-2.5，代表模型预测 4 月份万得全 A 指数可能为负收益。因此我们认为虽然大盘指数短期会发生上涨，但 4 月整体可能为负收益，所以代表着后续大盘指数反弹力度可能相对有限，4 月份大盘指数想要突破月初的高点有一定难度。结构上我们建议关注内需方向（商贸零售、食品饮料等）和自主可控（半导体等）方向。这两个方向一定程度上呈现跷跷板式震荡上涨。所以请多注意交易节奏。此外国防军工和贵金属方向也同样值得关注。此阶段外部风险较高，随时可能发生意料之外的事件，所以请根据事件驱动随时准备不同的应对方法。此阶段追求高胜率的投资方向（如上证 50）可能比高赔率的投资方向（如中证 2000）更加合适。基金配置建议：根据我们上述行情研判，我们认为后续市场可能会呈现震荡上行的行情，内需和自主可控的板块可能是较好的选择。国防军工和有色金属也值得关注。因此从基金配置的角度，我们建议结构化均衡配置。风险提示：1）模型基于历史数据测算，未来存在失效风险；2）宏观经济不及预期；3）发生重大预期外的宏观事件。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：唐遥衍）

推荐个股及其他点评

东鹏饮料（605499）：2025 年一季报点评：业绩超预期，经营势能持续释放

投资要点 事件：2025Q1 营收 48.48 亿元，同比增长 39.23%；归属于上市公司股东净利润为 9.8 亿元，同比增长 47.62%。核心单品势能强劲，第二曲线占比稳步提升。剔除错期影响，(24Q4+25Q1)收入同比+33%，符合预期。1）分产品看，25Q1 东鹏特饮收入 39 亿元/同比+25.7%，电解质饮料 5.7 亿元/同比+261.5%，其他饮料收入 3.7 亿元/同比+72.6%，除特饮外其他产品收入占比同比+8.7pct，主业稳步增长基础之上，补水啦单品规模继续放大，其余单品亦形成增量补充。2）分区域看，25Q1 广东/其他地区/线上/重客及其他收入分别同比+21.6%/+44.3%/54.2%/53.3%，其中华北、西南地区增速分别达 71.7%、61.8%，全国化渗透率稳步提升。原材料成本下行，盈利弹性稳步释放。25Q1 归母净利率同比+1.15pct 至 20.2%，主系毛利率提升贡献：25Q1 毛利率同比+1.7pct 至 44.5%，主系 PET、白糖等主要原材料价格下降（以柳州白糖现货价格参考，25Q1 均价同比下降约-7.3%），公司成本管控能力稳步提升，25Q1 销售/管理/财务费率同比-0.43pct/-0.44pct/+0.92pct，主系规模效应摊薄及定期存款利息收入减少所致。25Q1 末合同负债同比/环比分别+11.8/-8.9 亿元。平台化基础持续夯实，看好中长期投资价值。2025Q1 开门红超预期，报表端持续印证公司作为行业龙头的竞争实力，25Q1 公司推出新品“果之茶”丰富产品矩阵，并延续“1 元乐享”活动、提升新品终端推力；渠道端看，公司年内网点扩张仍在稳步推进，且较早开始冰冻化陈列竞赛，根据渠道反馈，Q2 公司重点围绕终端动销、消费者培育推进市场建设，新品铺货进展顺利，看好旺季销售表现。盈利预测与投资评级：公司“产品力、品牌力、渠道力”三角的稳定性和平衡性不断增强，高质量发展根基持续夯实，结合公司最新业绩，我们上调 2025-2027 年归母净利润为 46.5/60.2/73.5 亿元（前值为 44.8/58.0/70.8 亿元），同比+40%、29%、22%，当前市值对应 PE 为 30、23、19 倍，维持“买入”评级。风险提示：原材料价格低位向上波动风险，增速回落估值反应过激风

险，食品安全风险等。

(证券分析师: 苏轶 研究助理: 于思淼)

天赐材料 (002709): 2024 年年报点评: Q4 业绩符合预期, 25 年单吨净利稳中有升

投资要点 Q4 业绩符合市场预期。公司 24 年营收 125.2 亿元, 同-18.7%, 归母净利润 4.8 亿元, 同-74.4%, 扣非净利 3.8 亿, 同-79%, 毛利率 18.9%, 同-7pct, 处于业绩预告中值, 符合市场预期; 其中 24Q4 营收 36.6 亿元, 同环比 11.4%/7.1%, 归母净利润 1.5 亿元, 同环比 4.8%/44.5%, 毛利率 19.9%, 同环比 2.9/2pct, 其中 Q4 计提减值合计 2.3 亿, 并冲回股权激励费用及确认部分期货收益, 对冲部分减值影响。24 年电解液出货 50 万吨、25 年有望增长 40%。24 年公司电解液出货约 50 万吨, 同增 26%, 其中 24Q4 出货 16 万吨+, 环增 17%, 25Q1 淡季不淡, 我们预计公司出货 14.5-15 万吨, 同增 60%+, 我们预计 25 年有望出货 70 万吨, 同增 40%。24 年外售锂盐我们预计折固约 0.7 万吨, 折电解液约 6 万吨+, 合计总出货达约 56 万吨+, 同增约 40%。24Q4 电解液盈利环比持平、25 年盈利稳中有升。我们预计 24 全年电解液单吨净利约 0.09 万元, 其中我们预计 24Q4 电解液板块贡献利润约 1.4 亿元+, 其中电解液单吨净利环比持平, 达 0.08 万元/吨。六氟行业龙头挺价意愿强, Q1 部分客户价格上涨落地, 大客户价格稳定, 随着锂盐外售增长及 LIFSI 产能利用率提升, 我们预计 25 年盈利有望逐步改善。正极板块转固增加、日化业务稳定贡献利润。公司 24 年磷铁出货 9.5 万吨, 其中 Q4 出货 3.4 万吨, 我们预计 24Q4 磷酸铁及铁锂业务亏损 0.7 亿+, 主要系转固影响折旧增加, 预计 24 年合计影响利润 2.8 亿元+, 25 年 Q1 起亏损预计缩窄到 0.5 亿, 全年预计减亏至 1 亿左右。日化业务我们预计 24Q4 贡献 0.55 亿元+利润, 预计 24 年贡献利润 2 亿元+, 25 年贡献稳定增长。费用控制良好、资本开支显著下滑。公司 24 年期间费用 15.7 亿元, 同 2.2%, 费用率 12.5%, 同 2.6pct, 其中 Q4 期间费用 4.1 亿元, 同环比 27.3%/-2.6%, 费用率 11.1%, 同环比 1.4/-1.1pct; 24 年经营性净现金流 8.8 亿元, 同-61.2%, 其中 Q4 经营性现金流 2.3 亿元, 同环比-72.7%/-31.7%; 24 年资本开支 7.7 亿元, 同-75.2%, 24 年末存货 13.6 亿元, 较年初 16.4%, 较 Q3 末增 5%。盈利预测与投资评级: 年初六氟价格小幅反弹, 考虑当前价格已基本平稳, 下调 25-27 年归母净利润为 11.2/16.8/23.8 亿元 (原预期 25-26 年 15.0/22.9 亿, 新增 27 年业绩预期), 同比 +131%/+50%/+41%, 维持“买入”评级。风险提示: 下游需求不及预期, 原材料价格波动, 市场竞争加剧。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 阮巧燕

证券分析师: 岳斯瑶)

诺唯赞 (688105): 2024 年年报点评: 常规业务加速国产替代, 多线新品驱动第二成长曲线

投资要点 事件: 公司发布 2024 年年报, 24 年实现营收 13.78 亿元 (+7.15%, 括号内为同比增速, 下同), 归母净利润-0.18 亿元 (同比减亏 5300 万元; 24 年确认股份支付费用 4385 万元, 剔除股份支付费用影响后实现经营性盈利), 扣非归母净利润-0.83 亿元 (同比减亏 1.10 亿元)。公司降本增效, 实现销售毛利率同比增长-1.10pct, 销售费用率-1.09pct, 管理费用率-1.58pct, 研发费用率-4.53pct。生命科学板块增速系细胞蛋白等新产品系列以及海外销售带动, 生物医药板块增速系 GLP-1 等业务贡献: ①生命科学业务板块实现营收 10.3 亿元 (+19%, 同比, 下同), 主要系新品 (细胞蛋白类试剂设备销售额翻番, 核酸提取新产品线 yoy+70%) 以及海外销售带动。②生物医药板

块实现营收 1.8 亿元 (+6%)，主要系新冠疫苗相关业务收缩；但司美格鲁肽业务销售约 5000 万元，填补业绩缺口。③IVD 板块实现营收 1.66 亿元 (-30%)，其中常规 POCT 业务有所收缩，而呼吸道病原体快检和阿尔茨海默病 (AD) 血检解决方案则是重点发展方向。④境外业务实现营收 1.01 亿元 (+122%)，境外毛利率高达 81%，24 年多款酶原料完成 DMF 备案并激活，海外销售额提高有望拉动毛利率提升。我们认为公司的经营亮点及未来看点主要在于：①夯实研发投入并卓有成效：公司 2024 年研发投入 3.0 亿元 (研发费用率 21.8%)，持续推出新产品上市，巩固公司分子试剂国内龙头地位；同时，生物试剂酶等原料进口替代空间依旧较大，客户国产替代意愿较强。②AD 血检产品有望快速放量：公司 24 年完成 AD 相关大临床并加大学术推广，与临床医院及大型体检机构形成战略合作，25 年有望凭借先发优势迅速抢占市场。③司美格鲁肽酶&中间体业务有望随下游需求放量：司美口服制剂上市后将对相关原料和酶的需求量增大，公司具备放大生产和规模供应能力，可保障数十千克级的批产能。④微流控平台海外获证上市：24 年顺利取得欧盟准入资质，25 年正式开启全球的商业化进。⑤业务类型持续丰富，平台型公司雏形渐显：公司自成立以来始终注重业务的横向拓展，现已形成稳定型业务-生命科学，成长型业务-体外诊断、生物医药，探索型业务-实验室耗材、微流控平台、实验室仪器、动物检疫终端试剂等，多元化业务有助公司持续拓宽成长空间，平台型公司雏形渐显。盈利预测与投资评级：结合市场环境变化，我们将公司 2025-2026 年营收从 19.82/23.86 亿元下调至 15.88/18.10 亿元，归母净利润从 3.66/4.65 亿元下调至 1.12/1.64 亿元，并预测 2027 年营收和归母净利润分别为 21.06 亿元和 2.57 亿元；2025-2027 年对应当前股价 PE 分别为 79/54/34×。考虑到公司为分子试剂龙头且具备多条成长线，维持“买入”评级。风险提示：下游需求变化，新产品市场拓展不及预期，市场竞争加剧等。

(证券分析师：朱国广 研究助理：刘若彤)

银都股份 (603277)：关税点评：海外产能布局较早，渠道+产品实力兼备

投资要点 事件：2024 年 4 月 10 日，美国政府宣布对中国输美商品征收“对等关税”的税率提升至 125%。海外产能布局较早，关税风险整体可控 2024 年上半年，公司实现营业总收入 13.7 亿元，其中美国子公司收入 7.8 亿元，占比超 55%，在 125%的对等关税下，直接对美出口可能性较低。公司较早制定产能全球化战略，2018 年即在泰国设立生产基地，目前已经可以生产冰箱、制冰机、白钢设备等各类产品。虽然泰国在第一轮对等关税中税率达 36%，但后续美国政府又对其暂缓征税 90 天，整体关税风险可控。商用餐饮设备新星，渠道+产品实力兼备 相比日本星崎、Middleby 等企业，公司营收规模较小，仍有较大提升空间。①海外渠道趋于完善：公司已在美国、英国、德国、法国、意大利、澳大利亚、加拿大等国设立自主品牌销售子公司，采用“备货仓+快速配送”模式，为客户提供快速便捷的采购体验；②售后服务保证品牌市占率逐步提升：公司充分发挥海外销售渠道优势，持续提升自主品牌市场份额。同时，公司打造完善售后服务体系，与海外渠道相辅相成，客户满意度持续提升；③质量&成本控制优势显著：公司产品通过全球多个国家地区认证，顺利进入欧美、日本等高端市场，供应链管理完善，成本优势明显。聚焦系列化&智能化，产品矩阵不断完善 公司以系列化和智能化为研发方向，具备强大的技术研发团队，不断完善产品矩阵。在 2025HOTELEX 上海国际酒店用品展中，公司推出商用餐饮制冷设备、西厨炉具设备、智能物

联设备、自助餐设备等全系列产品，全方位满足餐饮设备行业各类需求。此外，公司智能薯条机器人、万能蒸烤箱、冰激凌机等智能设备系列初次亮相即收获较多关注，有望成为公司中长期增长点。展望未来，随着公司海外产能的逐步落地以及高端智能化餐饮设备的持续迭代，公司业绩规模有望持续提升。 盈利预测与投资评级：全球贸易摩擦加剧，海外市场不确定性提升，我们下调公司 2024-2026 年归母净利润预测至 6.13/7.25/8.49 亿元（原值为 6.65/8.08/9.56 亿元），对应 PE 为 14/12/10 倍。考虑到公司海外产能布局较早，关税风险整体可控，维持“增持”评级。 风险提示：地缘政治风险、海运费上涨风险、海外市场拓展不及预期。

（证券分析师：周尔双）

行动教育（605098）：2024 年报点评：5.7%股息率，企业培训龙头稳健增长

投资要点 事件：2025 年 4 月 14 日，行动教育发布 2024 年年报，2024 年公司实现营收 7.83 亿元，同比+16.5%；归母净利润 2.69 亿元，同比+22.4%；扣非归母净利润 2.41 亿元，同比+12.2%。 业绩符合预期，高分红持续：单 Q4 收入 2.2 亿元，yoy+4%，归母净利润 0.7 亿元，yoy+26%，扣非归母 0.6 亿元，yoy-5%。期末拟派发现金分红 0.89 亿元，本年度合计派发 2.67 亿元，分红率达 99.5%，对应股息率 5.7%。24 年公司现金收款 9.3 亿元，yoy+3.8%，Q4 现金收款 3.4 亿元，yoy+11.1%。截至 2024 年底，合同负债 10.8 亿元，yoy+12.7%。 管理咨询收入提速：分业务看，24 年管理培训/管理咨询/图书销售收入分别为 6.3/1.5/0.03 亿元，yoy+6%/97%/47%，毛利率分别为 84%/44%/27%，yoy+1.5/-4.1/-14.7pct。24 年公司开发新客户 1200 余家，新大客户数量达 295 家。在客户中的转介绍率与复购率再一次提升，净推荐值达到 76.9%。 25 年计划从三方面稳健增长：用户增长方面，开发 500 家新大客户，运用 AI 战略；伙伴增长方面，“每人每月一家大客户”策略提高人效，“百校计划”开设新分校推动人数增长；品牌增长方面，实现“大客户复购率 90%+转介绍率 90%”目标。 盈利预测与投资评级：行动教育作为企业培训龙头，大客户战略助力品牌成长。调整 2025、2026 业绩预测并新增 2027 年预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 3.0/3.3/3.6 亿元（2025/2026 年前值为 2.9/3.4 亿元），对应 2025-2027 年 PE 估值为 15/14/13 倍，维持“增持”评级。 风险提示：订单不及预期，收款不及预期，消课进度不及预期，客户支付意愿较弱等风险等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：石琦瑄

研究助理：王琳婧）

宁德时代（300750）：2025 年一季报点评：竞争优势突出，盈利稳步增长

投资要点 25Q1 归母利润略好于市场预期，收入同比增速转正。25Q1 收入 847 亿，同环比+6%/-18%；归母净利润 139.6 亿，同环比+33%/-5%；扣非净利润 118.3 亿，同环比+28%/-8%；毛利率 24.4%，较 24Q4 同口径+1pct，归母净利率 16.5%，同环比+3.3pct/+2.2pct。 亮点如下：1) Q1 电池确收 120gwh+，在途待确收规模进一步提升：25Q1 动储合计出货量 120gwh+，同增 25%+，环降 15%，其中动力 100gwh，同比+30%，储能 20gwh+，同比增 15%+，环比持平。生产端我们预计 Q1 排产 140gwh，同增 50%+，在途产品进一步提升。全年出货量我们预计为 630-650gwh，同增 35%，其中储能我们预计为 140-150gwh，增长 50%+。动力端，公司国内份额维持 42-45%，欧洲份额提升 5pct 至 43%；储能端，公司中东、澳大利亚、欧洲市场放量，且交流侧占比

超 50%，对冲美国关税影响。 2) 储能均价回升，动储盈利环比提升：25 年 Q1 动力电池均价我们预计微降至 0.68 元/wh (含税)，同比 -15%，价格已持续走稳，单 wh 利润我们预计接近 0.09 元/wh (不考虑其他业务)，环比微增。储能方面，25Q1 均价我们预计为 0.6 元/wh，环比提升 5-10%，主要受益于交流侧占比提升，单 wh 利润我们预计恢复至 0.08 元，环比大幅提升 0.03 元/wh。另外，Q1 储能国内占比进一步提升，已充分反应关税影响，后续新兴市场储能确收，储能结构将优化，盈利仍有提升空间。全年动储单 wh 利润我们预计为 0.09-0.1 元/wh。 3) 存货增加为 25 年高景气度备货，现金流依旧亮眼，投资收益有所增加。Q1 投资收益 13 亿，同环比+64%/+56%；其他收益 30.8 亿，同环比-4%/-5%。费用端，Q1 费用率 7.1%，较 Q4 同口径降低 0.8pct，主要由于财务费用为-23 亿，而 24Q4 为-12 亿；Q1 减值损失为 12 亿，较 24Q4 减少 5 亿。Q1 末存货 656 亿，较年初增加 10%，主要为发出商品；Q1 末预计负债为 735 亿 (质保金和返利)，较年初增 16 亿。Q1 经营性净现金流 329 亿，同环比+16%/+11%；Q1 资本开支 103 亿，同环比+46%/+4%。 盈利预测与投资评级：我们维持公司 25-27 年归母净利润 661/802/966 亿元的预期，25-27 年同增 30%/21%/20%，对应 PE 为 15/12/10x，考虑到公司为全球动力电池龙头，我们给予 25 年 28x PE，对应目标价 421 元，维持“买入”评级。风险提示：电动车销量不及预期，原材料价格波动，竞争加剧超预期。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕

证券分析师：朱家佟)

香港交易所 (00388.HK)：中概股回流上市，香港或成首要目标地，港交所全面收益

投资要点 事件：中美关税战下，特朗普称考虑将在美国上市的中概股除牌。4 月 13 日，香港特区政府财政司司长陈茂波表示，香港特区政府会保持高度警惕、做好准备，证监会和港交所也将确保香港成为海外中概股回流首选地。香港已设立海外上市企业回归的便利框架。香港正积极吸纳全球各地优质发行人来港上市，目前香港已建立便利已在海外上市的企业，于港进行双重上市或第二上市的监管框架。1) 二次上市：2018 年 4 月，港交所宣布在《主板上市规则》中加入三个章节，为海外发行人在港作第二上市提供了更加宽松的指引。对于没有同股不同权架构的大中华企业，上市时最低市值要求为 30 亿港元。若存在 WVR 架构且被视为“创新产业公司”，则最低市值要求为 400 亿港元，或 100 亿港元且最近一个经审计会计年度的收益不少于 10 亿港元。WVR 架构企业需在主要上市地至少有两年的良好合规记录，对于没有 WVR 架构的企业则需要五年。对于信誉良好历史悠久的没有 WVR 架构的大中华企业，若上市时市值不少于 100 亿港元，可豁免上市记录要求。2) 双重上市：即同一公司在两地证券交易所挂牌上市，与使用存托凭证的二次上市最大的不同在于，两地拥有同等的上市地位，假若在一个上市地退市，也不会影响到另一个上市地的上市地位。因此，双重主要上市流程与普通的 IPO 并无差异，门槛也相对较高，而且还要同时遵守两地不同的监管规则，在两地各自发行的股票亦无法实现跨市场流通。如果二次上市后的一个完整会计年度内，企业在香港的交易量占全球成交量的 55%或以上，或被主要上市地除牌，企业可申请转换为双重主要上市。2020、2021 年曾是二次上市/双重上市高峰，预计此次中概股回流，香港仍将是首要目的地。2018 年贸易战时已有不少企业通过二次/双重上市回归港股，其中小米、美团、阿里巴巴等于 2018、2019 年回归，而网易、京东、哔哩哔哩、百度等 17 家企业于 2020-2021 年回归，其中有不少

企业已转为双重上市。据 Wind 数据，2020 年、2021 年港股成交额同比增长 50% 及 28%，2018 年以来中资股成交额占比均在 30% 以上。考虑到港股目前上市具备便利性框架，若此次中概股回流，我们预计香港仍将是首选目标。经过我们的筛选，符合回流标准的中概股近 30 只，合计市值近 2000 亿美元，预计该部分将带来约 50 亿港元的日均交易额，另外若所有 ADR 交易额回流预计可额外带来超 100 亿港元的日均交易额，约占 2024 年交易额的 10%。此次中概股回流一方面能增加港交所上市费，另一方面有望进一步提升港股交易活跃度，港交所有望全面收益。风险提示：香港现货及衍生品交易量大幅萎缩；互联互通进展停滞；LME 改革效果不达预期，量价齐跌。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：何婷）

九号公司（689009）：2024 年报点评：归母净利润同比+81%，研发+渠道推动高质量增长

投资要点 归母净利润同比+81%，研发+渠道推动高质量增长 2024 年公司实现营业收入 142.0 亿元，同比+39%，归母净利润 10.8 亿元，同比+81%，扣非归母净利润 10.6 亿元，同比+157.4%，主要系公允价值变动净收益较同期下降 1.6 亿元；单 Q4 实现营业收入 32.9 亿元，同比+22.1%，归母净利润 1.14 亿元，同比-47.8%。分地区看，国内收入 84.2 亿元，同比+55.6%，主要受益于国内渠道铺设顺利，中国区电动两轮车专卖门店超 7600 家，海外收入 57.7 亿元，同比+20.0%。分产品看，①电动两轮车实现收入 72.1 亿元，同比+70.4%，毛利率 21.1%，同比+2.1pct；②电动平衡车和电动滑板车实现收入 33.8 亿元，同比-3.1%，毛利率 33.3%，同比+8.0pct；③机器人实现收入 9.0 亿元，同比+254.8%，毛利率 51.1%，同比+2.1pct；④全地形车实现收入 9.8 亿元，同比+39.8%，毛利率 22.1%，同比-0.7pct。展望未来，随着公司海内外渠道的逐渐铺开以及新产品的持续推出，公司业绩规模有望持续增长。费用控制优秀，盈利能力持续提升 2024 年公司销售毛利率为 28.2%，同比+1.3pct，销售净利率 7.6%，同比+1.8pct。分地区来看，2024 年公司国内毛利率 23.1%，同比+1.3pct；海外毛利率 35.8%，同比+3.1pct。费用端来看，2024 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.8%/5.9%/5.8%/-0.8%，同比-2.6/-2.3/-0.2/+0.6pct，整体费用控制优秀。2024 年公司研发投入 8.3 亿元，同比+34%，推出与迭代电动滑板车、电动平衡车、全地形车、E-Bike、智能割草机器人等各类产品，在海内外收获较高市场认可，盈利能力持续提升。两轮车产品&渠道共振带动业绩高增，新业务实现盈利未来可期 （1）电动两轮车：2024 年起国内旧换新政策大幅展开，刺激电动两轮车替换需求，2025 年政策影响力持续。同时，在新国标驱动下，电动两轮车市场已进入强监管、高质量发展阶段。在行业大趋势下，品牌竞争逐渐从价格战转化为价值战，将持续推动电动两轮车产品向高端化、智能化方向发展。公司产品定位中高端，智能化水平行业领先，随着公司品牌势能的逐步扩张，门店数量和效能同时提升，有望迎来产品&渠道共振，带动业绩规模与盈利能力持续增长。（2）新业务：①Navimow 智能割草机器人欧洲市场开拓顺利，2024 年成为全球首个拥有 10 万家庭用户的无边界割草机器人品牌，市场领先地位明显，2025 年有望贡献业绩增量。②全地形车、E-bike 智能化融合顺利，欧美市场持续开拓下有望实现盈利。盈利预测与投资评级：公司于海外市场、国内中高端市场持续发力，有望建立独特品牌竞争优势。但由于近期贸易摩擦加剧，海外市场不确定性加强，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润预测为 16.31/22.51 亿元（原值为 17.41/23.73 亿元），新增 2027 年归母净利润预测为 29.47 亿元，当前市值对应估值为 25/18/14 倍，维

持“买入”评级。风险提示：新品推广不及预期，海外开拓不及预期，国际贸易摩擦等。

（证券分析师：周尔双）

德业股份（605117）：2025 一季度业绩预告点评：出货逐月改善，看好 25 年户储&工商储增长潜力

投资要点 事件：公司发布 2025 年一季度业绩预告，预计实现归母净利润 6.5~7.0 亿元，同比+50.2~61.7%；扣非后归母净利润 5.4~5.9 亿元，同比+27.7~39.5%。24 年业绩符合预期。公司发布 2024 年业绩快报，实现营业收入 112.0 亿元，同比+49.7%；归母净利润 29.5 亿元，同比+64.8%；扣非后归母净利润 28.7 亿元，同比+54.7%。单 Q4 来看，公司实现营业收入 31.8 亿元，同环比+68.8%/-2.7%；归母净利润 7.1 亿元，同环比+64.5%/-29.1%；扣非后归母净利润 7.8 亿元，同环比+84.5%/-14.9%。Q1 户储发货逐月改善。我们预计 25Q1 公司户储出货同比有所增长，主要来源于南亚、非洲、中东等电力紧缺使得储能需求进一步释放，离网机等新机销量表现亮眼；欧洲部分市场受政策导向、能源转型及经济性等因素驱动，需求持续增长。非经常性损益含锁汇收益、政府补助和理财收益。25Q1 公司非经常性损益约 1.1 亿元，主要由锁汇收益、政府补助和理财收益三部分构成。其中，25Q1 人民币升值，公司长期套保导致非经中产生锁汇收益；理财收益主要是结构性存款收益，划分计入非经常性损益。25 年新兴市场/欧洲户储多点开花、工商储爆发元年。展望 25 年，我们判断：①亚非拉市场由于国家电网基础设施陈旧，电力短缺对可并离网切换的户用储能产品需求持续高增，25 年市场需求仍维持高增；公司推出单相离网机，补齐亚非拉市场需求；②欧洲需求陆续恢复，当前行业需求去库完成，经销商处于主动补库阶段，订单需求有望陆续恢复。③非洲、东南亚、欧洲等市场工商储为爆发元年，贡献业绩增量。盈利预测与投资评级：根据公司业绩快报，我们调整 2024 年盈利预测，预计归母净利润为 29.5 亿元（前值 30.1 亿元），25~26 年归母净利润维持 38.7、46.6 亿元预期，24~26 年同增 64.9%/31.1%/20.3%，对应 PE 为 19.0、14.5、12.0x，维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧、政策不及预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男

证券分析师：胡隽颖）

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>