

晨会纪要

数据日期: 2025-04-11	上证综指	深证成指	沪深 300 指数	中小板综指	创业板综指	科创 50
收盘指数 (点)	3238.22	9834.44	3750.51	10749.20	2630.57	1011.70
涨跌幅度 (%)	0.45	0.81	0.41	0.96	1.22	2.06
成交金额 (亿元)	5807.91	7678.74	3185.35	2624.32	3488.82	1275.76

晨会主题

【常规内容】

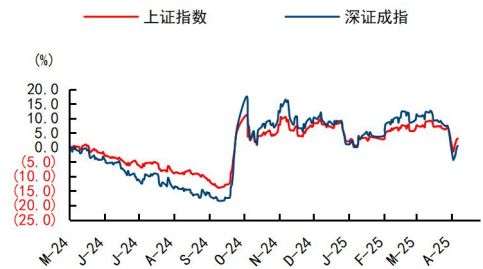
宏观与策略

宏观快评: 美国 3 月 CPI 数据点评-关税冲击增加通胀“失控”风险
 宏观周报: 宏观经济宏观周报-消费与房地产高频指标走弱, 投资景气继续上升
 固定收益周报: 转债市场周报-转债估值支撑较强, 防守中关注布局契机
 策略专题: 估值周观察 (4 月第 2 期)-先抑后扬, 以我为主
 策略快评: 积极应对所谓“对等关税”解读-大门敞开与奉陪到底: A 股公司应对举措

行业与公司

海外市场专题: 港股市场速览-大盘在贸易战冲击后企稳回升
 海外市场专题: 美股市场速览-市场激烈震荡, 企业盈利下修
 农林牧渔 2025 年 4 月投资策略: 对美加征关税利好农产品涨价, 看好肉牛大周期反转
 农业行业周报: 农产品研究跟踪系列报告 (155)-牛肉价格环比稳涨, 看好未来两年景气上行
 非银行业快评: 近期机构配置与资本市场资金流向分析-市场流动性风险结束了吗?
 通信行业 2025 年 4 月投资策略: AI 产业持续保持高景气度, 兼顾运营商高股息价值
 通信行业周报 2025 年第 15 周: “对等关税”扰动, 信创受益; 光模块迎“关税豁免”
 速腾聚创 (02498. HK) 海外公司财报点评: 2024 年收入同比增长 47%, 致力于成为全球领先的机器人技术平台公司
 安踏体育 (02020. HK) 海外公司快评: 第一季度集团流水增长双位数, 收购德国户外品牌狼爪
 我爱我家 (000560. SZ) 财报点评: 业绩扭亏为盈, 彰显修复弹性
 东岳集团 (00189. HK) 海外公司深度报告: 国内氟硅行业龙头企业, 充分受益于制冷剂景气度上行
 三美股份 (603379. SH) 公司快评: 三代制冷剂价格持续上涨, 公司 2024 年归母净利高速增长
 远大医药 (00512. HK) 财报点评: 2024 年归母净利同比增长 31%, 核药龙头扬帆启航
 威高股份 (01066. HK) 海外公司财报点评: 2024 年归母净利润同比增长 3%, 分红比例大幅提升至 50%

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

主要市场指数 04 月 14 日

	收盘指数	涨跌幅%
道琼斯	33597.92	0
纳斯达克	10961.46	-0.48
S&P500	3801.78	-0.44
法国 CAC40	6000.24	-0.72
德国 DAX	14261.19	-0.57
日经 225	27574.43	-0.4
恒生	20914.68	1.12

基金指数 04 月 14 日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3238.12	0.05
股票基金指数	9566.16	1.77
混合基金指数	8897.65	1.71

汇率 04 月 14 日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.13	1.4
美元兑人民币	7.22	-0.13
美元兑港币	7.75	-0.03
美元兑日元	143.52	-0.64

非流通股解禁 04 月 14 日

名称	解禁数量 (万股)	流通股增加%	解禁日期
丽臣实业	3072.00	100.00	2025-04-14
星华反光	3856.49	100.00	2025-03-31
匠心家居	6000.00	100.00	2025-03-13
长安汽车	2590.64	45.92	2025-03-05
山水比德	2525.00	100.00	2025-02-13
霍普股份	2880.00	100.00	2025-01-28
浙版传媒	180000.02	100.00	2025-01-23
洪兴股份	6497.49	100.00	2025-01-22

杭州银行(600926.SH) 财报点评:经营稳健,优质高成长区域行
建设银行(601939.SH) 财报点评:“三大战略”纵深推进,新金融行动创新未来引擎
金开新能(600821.SH) 财报点评:新能源持续发展,“绿电+”融合模式有序推进
安徽合力(600761.SH) 财报点评:盈利能力提升,新兴业务逐步放量
澜起科技(688008.SH) 财报点评:一季度收入和归母净利润均创季度新高

金融工程

金融工程专题报告:金融工程专题研究-中证现金流指数投资价值分析——聚焦长期价值,把握“现金牛”优质企业的投资机会
金融工程周报:热点追踪周报-由创新高个股看市场投资热点(第189期)
金融工程周报:多因子选股周报-低换手因子表现出色,中证1000指增组合年内超额3.15%
金融工程周报:主动量化策略周报-市场波动加剧,成长稳健组合年内排名主动股基前15.28%
金融工程周报:港股投资周报-港股精选组合年内上涨10.84%,相对恒生指数超额6.58%
金融工程日报:沪指缩量收涨迎4连阳,半导体产业链爆发

【常规内容】

宏观与策略

◆ 宏观快评:美国 3 月 CPI 数据点评-关税冲击增加通胀“失控”风险

美东时间 4 月 10 日,美国劳工统计局发布 3 月 CPI 通胀数据:环比来看,整体 CPI 下跌 0.1%,核心 CPI 上涨 0.1%,分别较上月回落 0.3 和 0.1 个百分点。同比来看,整体 CPI 上涨 2.4%,核心 CPI 上涨 2.8%,较上月回落 0.4 和 0.3 个百分点。

证券分析师: 季家辉(S0980522010002)、田地(S0980524090003)、董德志(S0980513100001)

◆ 宏观周报:宏观经济宏观周报-消费与房地产高频指标走弱,投资景气继续上升

主要结论:消费与房地产高频指标走弱,投资景气继续上升

经济增长方面,本周(4 月 11 日所在周)国信高频宏观扩散指数 A 为负值,指数 B 有所回落,走势偏弱。从分项来看,本周投资领域景气继续上升,消费、房地产领域景气均有所回落;本周投资领域表现相对较优。从季节性比较来看,春节后 2-3 个月内指数 B 均会季节性上行,平均每周上升 0.17,本周指数 B 标准化后下降 0.43,表现明显弱于历史平均水平,指向国内经济增长动能有所回落。

基于国信高频宏观扩散指数对资产价格进行预测,显示当前国内利率偏低,上证综合指数偏高,从均值回归的角度看,预计下周(2025 年 4 月 18 日所在周)十年期国债利率将上行,上证综合指数将下行。

周度价格高频跟踪方面:

(1) 本周食品价格小幅下跌,非食品价格明显上涨。预计 4 月 CPI 食品价格环比约为 0.5%,非食品价格环比约为 0.1%,整体 CPI 环比约为 0.2%,CPI 同比上升至零。

(2) 3 月上、中、下旬国内流通领域生产资料价格持续下跌。预计 2025 年 4 月国内 PPI 环比约为-0.2%,PPI 同比持平上月的-2.5%。

风险提示:海外市场动荡,存在不确定性。

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

◆ 固定收益周报:转债市场周报-转债估值支撑较强,防守中关注布局契机

上周市场焦点(4 月 7 日-4 月 11 日)

股市方面,上周权益市场受美国关税政策影响波动较大,在国家金融监管总局、中央汇金、央行先后发声支持资本市场、多家上市公司公告增持回购且银行积极发声支持其增持回购等利好下,周二开始权益市场有所修复,全周总体先抑后扬;海外敞口较大的新能源、科技、汽车等板块调整较多,半导体行业因“原产地”认定相关规则变动表现较好,农业等内需板块及军工等自主可控板块表现靠前。

债市方面,在美国关税政策及清明假期中国宣布对美采取反制措施的影响下,市场风险偏好明显回落,周一债市跳空高开,而后事态变化较快、债市震荡为主,周内资金面平稳、通胀数据相对利好债市;全周债市表现较佳,10 年期国债利率周五收于 1.66%,较前周下行 6.12bp。

转债市场方面,上周转债个券多数下跌,中证转债指数全周-1.70%,价格中位数-1.69%,我们计算的转债平价指数全周-5.15%,全市场转股溢价率与上周相比+9.15%。个券层面,晓鸣(蛋鸡养殖)、天润(乳制品)、道恩(TPV 业务国产替代)、雪榕(食用菌)转债涨幅靠前;润禾(有机硅)、震裕(机器人)、回盛(生物科技概念)、道氏(锂电)转债跌幅靠前,多为已公告强赎或临近强赎个券。

观点及策略(4 月 14 日-4 月 18 日)

转债估值支撑较强,防守中关注布局契机:

上周在关税冲击下股市巨震,相较正股转债波动较小;周一转债价格中位数跌破 115 元,周二至周四迅

速修复回 118 元，同时转股溢价率大幅提升，周五溢价率压缩，全周来看各平价区间偏股型转债溢价率均有所抬升。

在中方强硬反制美方肆意加征畸高关税、汇金大幅增持宽基 ETF、数百家上市公司宣布回购计划等利好催化下，权益市场风险偏好有望保持相对高位，当前股市向下风险不大。考虑到年报密集发布期将近，仍建议优先布局盈利稳定的红利板块或年报预告预喜公司。对于前期跌幅较大、当前转债价格低于中位数之下有较强价格保护的标的，可博弈近期市场结构性机会：

(1) 国产化比例较低的高科技产品，在美国进口商品失去价格优势，且供应链稳定性下降的情况下，中国供应商迎发展机遇，典型如半导体及相关封测服务、医疗器械等；(2) 出口链中对美出口比例较低的产品，如工程机械、两轮车等，或存在一定错杀，美国对多数国家实施为期 90 天的关税豁免，相关板块有望迎来修复；(3) 内需主导领域，在美国关税落地且变化反复、而国内储备较多刺激政策应对关税可能冲击的情况下，关注猪养殖、药店、电网设备等内需驱动板块的机会；

风险提示：海外市场动荡，存在不确定性。

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

联系人： 吴越

◆ 策略专题：估值周观察(4 月第 2 期)-先抑后扬，以我为主

•近一周(2025. 4. 7-2025. 4. 11)海外市场指数涨跌互现，美股宽基超跌反弹，欧洲、亚太区主要市场指数整体收跌；估值方面，美股反弹估值扩张，欧洲、亚太受制于“黑色星期一”快速下跌后爬坑斜率较缓，估值小幅收缩。纳斯达克指数、纳斯达克 100、道琼斯工业指数估值扩张幅度较大，PE 分别较 2025 年 4 月 4 日扩张 2.57x、2.28x、1.95x。分位数方面，除道琼斯工业指数、香港地区主要指数估值分位数较高外，其他地区主要指数多位于 20%以下；恒生科技指数 PE、PB、PS 分位数分化较大，当前 PE 位于近一年 5%分位数以下。

•A 股核心宽基估值整体收缩，中盘成长估值收缩较明显。近一周(2025. 4. 7-2025. 4. 11)，A 股核心宽基估值继续收缩。规模上来看，国证 2000、中证 1000 的 PE、PB、PS 和 PCF 收缩幅度相对较大，其中 PE 收缩幅度分别达 2.69x、2.03x。风格上来看，国证成长、小盘指数、中盘成长估值收缩较大，PE 收缩幅度分别为 0.71x、1.07x、1.17x。截至 4 月 11 日，A 股主要宽基指数近一年整体估值水平较上周有所收缩，PE、PB、PS 多数位于 40%-55%分位数，PCF 位于近三年 80%-85%分位数。大盘成长中短期分位数水平占优，其中 PE、PB、PS、PCF 滚动一年分位数水平分别为 18.60%、25.41%、50.41%、33.06%。三年分位数视角，PB、PCF 分位数水平整体低于 PE、PS，大盘成长估值分位数水平依然占优。五年分位数视角，小盘成长估值分位数水平较高，均在 70%以上。

•一级行业方面，各行业估值多数收缩。本周一级行业股价多数下跌，中游材料&制造、TMT 行业下跌幅度较大，其中电力设备行业跌幅最大，周跌 8.09%。估值方面，一级行业估值多数收缩，支持服务中的综合行业估值收缩幅度最大，商贸零售、农林牧渔行业 PE 有所扩张，幅度分别为 0.76x、0.73x。

•低协方差稳定红利行业估值性价比占优。综合看 PE、PB、PS、PCF 分位数，上游资源 PB 三年和五年分位数水平均低于 PE，下游必选消费板块估值一年分位水平整体优于可选板块，农林牧渔本周逆势上涨后，三年分位数四项均值升至 22.61%，五年分位数四项均值升至 18.26%；整体来看，下游可选消费相关行业估值分位数有所扩张，估值性价比比较新兴产业优势不明显，以公用事业为代表的低协方差稳定红利行业估值性价比占优，滚动 1 年、3 年、5 年 PCF 均位于 30%分位数以下。

•新兴产业相关方向估值多数收缩。新兴产业各板块股价整体收跌，新能源板块跌幅相对较大，光伏跌幅达 8.87%；估值方面，新兴产业估值多数收缩，光伏本周估值回调幅度较大，PE 收缩幅度高达 5.55x；集成电路估值扩张，本周 PE 扩张 1.12x。热门概念中，农业主题指数 PE 扩张幅度较大，达 7.58x。

风险提示：海外货币政策节奏和幅度的不确定性；文中所列指数、个股产品仅作为历史复盘，不构成投资建议的依据

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

◆ 策略快评:积极应对所谓“对等关税”解读-大门敞开与奉陪到底：A股公司应对举措

2025年4月10日，针对中国是否就关税与美国展开谈判，中国商务部新闻发言人何咏前回应称，中方的立场是明确一贯的，谈，大门敞开，但对话必须在相互尊重的基础上以平等方式进行；打，中方也将奉陪到底，施压、威胁和讹诈不是同中方打交道的正确方式。4月2日以来，A股上市公司密集发布相关声明和回应，在应对美国所谓“对等关税”方面稳定市场信心。

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

行业与公司

◆ 海外市场专题:港股市场速览-大盘在贸易战冲击后企稳回升

股价表现：贸易战冲击下，防御板块较优

本周，恒生指数跌8.5%，恒生科技跌7.8%。风格上，中盘（恒生中型股-6.3%）>小盘（恒生小型股-6.5%）>大盘（恒生大型股-9.2%）。

概念指数均有所回撤，跌幅较小的有：恒生公用事业（-3.7%）、恒生高股息（-5.5%）；跌幅较大的有：恒生创新药（-10.6%）、恒生互联网（-10%）。

港股通行业中，全部30个行业下跌。跌幅较小的行业有：食品饮料（-0.5%）、建筑（-1.5%）、基础化工（-2.8%）、建材（-2.8%）、通信（-3.2%）；下跌幅度居前的行业为：商贸零售（-15.5%）、石油石化（-12%）、电力设备及新能源（-11.8%）、非银行金融（-11.7%）、钢铁（-11.1%）。

资金强度：资金大幅流出互联网相关行业

本周，资金大幅流出，港股通总体日均资金强度（日均涨跌×日均成交量）为-42.3亿港元/日，上周为-10.3亿港元/日，近4周平均为-14.9亿港元/日；近13周为+4亿港元/日。

分行业看，1个行业资金流入，29个行业资金流出。资金流入的行业为农林牧渔（+0.1亿港元/日）；资金流出的行业主要有：商贸零售（-9亿港元/日）、传媒（-7.9亿港元/日）、非银行金融（-4.3亿港元/日）、医药（-4.3亿港元/日）、银行（-2.7亿港元/日）。

盈利预测：业绩预期下修速度放缓

本周，港股通总体法EPS预期下修0.4%，上周下修0.8%。

结构上，9个行业EPS预期上修，18个行业EPS预期下修，2个基本持平。上修的行业主要有：钢铁（+2.6%）、建材（+1.7%）、基础化工（+1.6%）、商贸零售（+0.5%）、电力设备及新能源（+0.4%）；下修的行业主要有：国防军工（-13.7%）、轻工制造（-2.1%）、非银行金融（-1.1%）、石油石化（-1%）、银行（-0.6%）。

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

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

◆ 海外市场专题:美股市场速览-市场激烈震荡，企业盈利下修

价格走势：市场震荡回升

本周，美股在特朗普贸易战的影响下激烈震荡，标普500回升5.7%，纳斯达克涨7.3%。

风格：大盘成长（罗素1000成长+7.6%）>大盘价值（罗素1000价值+3.4%）>小盘成长（罗素2000成长+3.3%）>小盘价值（罗素2000价值+0.3%）。

20个行业上涨，4个行业下跌。涨幅居前的行业：半导体产品与设备（+16.4%）、资本品（+7.7%）、

软件与服务(+7.4%)、银行(+7.1%)、媒体与娱乐(+7%)；下跌的行业：耐用消费品与服装(-2.4%)、制药生物科技和生命科学(-2.1%)、能源(-0.3%)、房地产(-0.1%)。

资金流向：资金有所回流

本周，美股资金大幅回流。标普 500 成分股本周估算资金流为+512.2 亿美元，上周为-678.2 亿美元，近 4 周为-213.5 亿美元，近 13 周为-834.6 亿美元。

22 个行业资金流入，2 个行业资金流出。资金流入量较大的行业：半导体产品与设备(+169.2 亿美元)、软件与服务(+63.1 亿美元)、媒体与娱乐(+43.1 亿美元)、汽车与汽车零部件(+42.7 亿美元)、技术硬件与设备(+38.4 亿美元)；资金流出的行业：制药生物科技和生命科学(-5.8 亿美元)、耐用消费品(-0.7 亿美元)。

盈利预测：企业盈利持续下修

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

10 个行业盈利预期上升，11 个下降，3 个基本持平。上修幅度领先的行业有：半导体产品与设备(+0.3%)、电信业务(+0.3%)、材料(+0.2%)、医疗保健设备与服务(+0.2%)、公用事业(+0.2%)；下修幅度的行业有：运输(-2.8%)、汽车与汽车零部件(-1.5%)、能源(-1.5%)、耐用消费品与服装(-1%)、银行(-0.9%)。

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

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

◆ 农林牧渔 2025 年 4 月投资策略：对美加征关税利好农产品涨价，看好肉牛大周期反转

月度重点推荐组合：海大集团（畜禽及水产饲料龙头），牧原股份（生猪养殖龙头），立华股份（低成本黄鸡与生猪养殖标的），乖宝宠物（宠粮自主品牌龙头），苏垦农发（土地资源丰厚的头部种植标的）。

各细分板块推荐逻辑：1) 养殖链：我国对美国进口商品加征关税，国内饲料粮预计有望迎来涨价，看好饲料白马海大集团与猪禽养殖龙头，单位超额盈利优势有望在关税背景下进一步凸显。看好肉牛大周期，国内供给去化，叠加进口收缩，有望共振。2) 种植链：种子具有粮价后周期的特性，后续玉米价格有望维持上涨，将从周期景气上提振种业。其次，种业也是自主可控的重要一环，振兴种业也是国家重要战略，2025 年中央一号文对种业重视程度亦升温。另外，具备土地资源的种植类上市公司也将受益粮价上涨 3) 宠物：稀缺成长赛道，国产消费保持高增长。

农产品价格跟踪：1) 生猪：3 月生猪价格震荡运行。3 月末猪价 14.56 元/kg，月环比+1%；7kg 仔猪 529 元/头，月环比+17%。2) 禽：短期价格反弹。3 月末白鸡毛鸡价格 7.34 元/kg，月环比+18%；浙江青脚麻鸡价格为 5.50 元/斤，月环比+41%。3) 大豆：价格历史底部。3 月末国内大豆现货价 3874 元/吨，月环比持平。4) 玉米：收储有望托底。3 月末国内玉米现货价 2244 元/吨，月环比+2%。5) 白糖：3 月末广西南宁糖现货价为 6170 元/吨，月环比+2%。

3 月市场行情：肉鸡与动保板块涨幅领先。3 月 SW 农林牧渔指数上涨 1.97%，沪深 300 指数下跌 0.07%，板块跑赢大盘 2.04%。涨幅排名前五的个股依次为回盛生物、福成股份、晓鸣股份、*ST 佳沃、中宠股份，涨幅分别 103.62%/36.42%/34.96%/24.90%/15.86%。

投资建议：推荐肉牛及猪禽养殖、饲料、种业。1) 生猪推荐：牧原股份、华统股份、温氏股份、神农集团、新五丰、巨星农牧、唐人神、天康生物等。2) 禽推荐：立华股份、益生股份、圣农发展等。3) 动保推荐：科前生物、回盛生物等。4) 饲料推荐：海大集团等。5) 种植链推荐：苏垦农发、海南橡胶、荃银高科、丰乐种业、隆平高科、登海种业等。6) 宠物推荐：乖宝宠物、中宠股份、瑞普生物等。7) 肉制品：双汇发展。

风险提示：恶劣天气带来的风险；不可控动物疫情引发的潜在风险。

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

◆ 农业行业周报:农产品研究跟踪系列报告(155)-牛肉价格环比稳涨,看好未来两年景气上行

周度农产品价格跟踪:牛肉价格淡季不淡,橡胶价格短期调整。

生猪:产能维持低波动,预计2025年猪价景气有望延续。4月11日生猪价格14.57元/公斤,周环比+0.14%;7kg仔猪价格约533元/头,周环比持平。

白鸡:中期父母代同比减量且存在结构变化,消费或逐步上移。4月11日,鸡苗价格2.60元/羽,周环比+2.77%;毛鸡价格7.34元/千克,周环比+3.09%。

黄鸡:供给维持底部,有望率先受益内需改善。4月11日浙江快大三黄鸡/青脚麻鸡/雪山草鸡斤价分别为5.0/5.1/8.7元,周环比-3.9%/-3.8%/+6.1%。

鸡蛋:祖代引种充裕,远月供给压力较大。4月11日,鸡蛋主产区价格3.26元/斤,环比+6.89%,同比-25.06%。

肉牛:牛肉价格淡季不淡,看好2025年牛周期反转上行。4月11日,国内牛肉市场价为58.75元/kg,环比+2.17%,同比+16.92%。

豆粕:新季美豆种植面积调减,中长期供需支撑走强。4月11日大豆现货价3882元/吨,周度环比+0.20%;豆粕现货价3454元/吨,周度环比+10.78%。

玉米:价格底部已现,远期供需宽松有望收紧。4月11日,国内玉米现货价2255元/吨,周环比+0.49%,较去年同期下降5.29%。

白糖:短期海外供给趋紧催化,中期关注南半球天气。4月11日,国内广西南宁糖现货价为6180元/吨,较上周环比-1.28%。

橡胶:贸易战施压需求,中期看好景气向上。4月11日,泰标现货价为1770美元/吨,周环比-9.23%;全乳胶山东市价为14650元/吨,周环比-6.98%。

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

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

风险提示:恶劣天气带来的不确定性风险;不可控动物疫情引发的潜在风险

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

◆ 非银行业快评:近期机构配置与资本市场资金流向分析-市场流动性风险结束了吗?

自美国宣布对等关税以来,A股市场波动剧烈,中央汇金等机构宣布入市维稳市场。

国信非银观点:市场经历短暂冲击后,资金流动基本企稳:(1)两融规模企稳,市场平均担保比例恢复上升。截至4月10日,两融余额余额18,134亿元,两融余额占A股流通市值比例2.40%。4月7日至4月10日,两融余额变化:7日-490.32亿元、8日-381.70亿元、9日-57.00亿元、10日+31.54亿元。截至4月11日,市场平均担保比例254.88%,基本恢复至冲击前水平,但在结构上未来仍有若干板块(以成长性板块为主)仍处于去杠杆进程中。(2)汇金重仓的股票ETF成交额、净流入额放量后较快恢复稳定。4月7日至11日每日资金净流入额:7日+536.92亿元、8日+1,047.64亿元、9日+89.74亿元、10日-32.85亿元、11日-3.57亿元,我们判断以汇金为主的“准平准基金”加仓超过1500亿元,有利的维持了资本市场稳定。(3)保险资金:红利板块仍是主要配置方向。市场调整过程中,以沪深

300 为主的权益资产股息吸引力提升，综合险资负债增量、政策指引，后续权益端结构调整优于总量扩张，通过配置高分红资产加大 OCI 账户构建仍是险资增加权益配置的主要方向。

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

联系人： 王京灵

◆ 通信行业 2025 年 4 月投资策略：AI 产业持续保持高景气度，兼顾运营商高股息价值

一季度行情回顾：板块表现略强于大市。一季度沪深 300 指数下跌 1.21%，通信（申万）指数下跌 1.17%，略微跑赢大盘，在申万 31 个一级行业中排名第 19。通信行业估值维持回暖趋势，处于近 10 年较低水平。各细分领域中，物联网控制器、IDC、工业通信等领涨，涨幅分别为 36.17%、33.07%、18.12%。

AI 基础设施高景气度持续。（1）全球互联网云厂资本开支持续扩大。根据最新一季度财报显示，微软、谷歌、亚马逊和 META 在 2024 年 Q4 资本开支合计 795 亿美元（同比+81.6%，环比+25.1%），国内互联网云厂商阿里巴巴、腾讯、百度在 2024 年 Q4 资本开支合计 707 亿元（同比+253%，环比+96%），且各大互联网云厂商预计 2025 年将持续加大 AI 方面基础设施的资本投入。（2）受益 AI 发展，美国科技公司当季度业绩表现亮眼。AI 芯片头部公司英伟达 FY2025Q4 数据中心业务营收同比增长 93%；博通 FY2025Q1 AI 业务营收同比增长 77%；Marvell FY2025Q4 数据中心业务营收同比增长 78.5%。光模块北美企业 Fabrinet FY2025Q2 营收同比增长 17%；Coherent FY2025Q2 营收同比增长 27%，数通产品收入创历史新高；Lumentum FY2025Q2 营收同比增长 9.5%，EML 发货量上创下了新纪录；AAOI FY2024Q4 营收同比增长 66%。（3）AI 基础设施未来持续增长。根据 IDC 预测，全球 AI 服务器 2025/2026 年出货量 206.6/236.5 万台，出货量同比增长 28.7%/14.5%，全球数据中心交换机 2025/2026 年出货量 1.18/1.31 亿台，出货量同比增长 12.5%/11%。光模块方面 LightCounting 预计 2025 年以太网光模块市场同比增长 50%。

广和通、移远通信等模组企业加大 AI 应用投入。广和通于 3 月 22 日公告计划发行 H 股，此次募资将有效推动其在 AI 技术研发、产品商业化、供应链优化和全球化布局的进程；移远通信于 4 月 1 日公告计划在 A 股定增不超过 23 亿元，投入车载及 5G 模组，AI 算力模组及 AI 解决方案产业化等项目。

中天科技、亨通光电等头部海缆企业相继披露重大海缆项目，海风行业景气度提升。中天科技近日公告，近期海洋能源项目中标金额共计 24.99 亿元（此数值占公司 2023 年收入 5.55%）。亨通光电近期公告，近期陆续中标 11.33 亿元海洋能源项目（此数值占公司 2023 年收入 2.38%）。

投资建议：持续关注 AI 算力基础设施，兼顾运营商高股息价值

（1）关税是短期扰动，全球 AI 行业景气度持续，持续关注算力基础设施：光器件光模块（中际旭创、天孚通信、新易盛、光迅科技等），通信设备（中兴通讯、紫光股份、锐捷网络等），端侧模组（广和通等）。

（2）中长期视角，中国移动和中国电信规划 2024 年起 3 年内将分红比例提升至 75%以上，高股息价值凸显，建议持续配置三大运营商。

推荐组合：中际旭创、中兴通讯、广和通。

风险提示：宏观经济波动、AI 发展不及预期、中美贸易摩擦等环境变化。

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

◆ 通信行业周报 2025 年第 15 周：“对等关税”扰动，信创受益；光模块迎“关税豁免”

行业要闻追踪：“对等关税”扰动全球贸易格局。4 月 10 日，美国政府宣布对中国输美商品征收“对等关税”税率提高至 125%。北京时间 4 月 11 日白天，国务院宣布会对原产于美国的进口商品加征关税税率提高至 125%。美东时间 4 月 11 日晚间，美国海关宣布，根据特朗普总统当日签署备忘录，对集成电路、通信设备、智能手机、显示模组等豁免征收“对等关税”。

“自主可控及信创”产业受益。（1）信创服务器及芯片。“对等关税”扰动全球贸易背景下，国内以信创为代表的科技方向有望迎来全面发展。信创技术推进帮助央企摆脱对国外技术的过度依赖，保障

国家的战略安全。信创 1.0 焦点是“从无到有”，目前信创 2.0 阶段已升级为“从有到用”。面向计算机终端和服务端中所涉及的 CPU、操作系统以及数据库等基础软硬件产品均受益国内信创产业发展。国资委在 2022 年 9 月提出，2027 年 100% 央企完成信息化系统的信创改造工作。（2）国家推动建设自主可控、安全可信的北斗系统。4 月 11 日，工信部电子信息司在《新型工业化》发布《践行新时代北斗精神 高质量发展北斗产业》一文。该文为北斗产业规划了清晰的发展路径：以自主可控为核心，以规模化应用为驱动，通过政策引导、技术创新和生态优化，实现从“追赶者”到“领跑者”的转变。

美国 4 月 11 日宣布，部分科技产品“豁免关税”。豁免产品包括电脑、存储设备、通信设备、平板电脑、笔记本电脑、液晶屏、投影仪等。其中产品税号 8517.62.00 的通信设备主要包括光模块、服务器、5G 基站控制器、激光器等，目前我国光模块、光通信产品全球领先，是 AI 基础设施建设的必要环节，“豁免关税”有望缓解近期“关税”带来的负面影响。

行情回顾：本周通信（申万）指数下跌 7.67%，沪深 300 指数下跌 2.87%，相对收益-4.8%，在申万一级行业中排名第 30 名。分领域看，卫星互联网、军工信息化、运营商表现相对靠前。

投资建议：关注信创及出海光通信企业，兼顾运营商高股息价值

1) 算力基础设施持续受益全球 AI 发展，“豁免关税”缓解前期负面影响。推荐关注算力基础中际旭创、新易盛、天孚通信、太辰光、博创科技、仕佳光子等；信创服务器重要供应商中兴通讯等。

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

2025 年第 15 周重点推荐组合：中际旭创、中兴通讯、广和通。

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

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

◆ 速腾聚创(02498.HK) 海外公司财报点评:2024 年收入同比增长 47%，致力于成为全球领先的机器人技术平台公司

2024 年公司实现营业收入 16.5 亿元，同比增长 47%。2024 年，速腾聚创实现总收入为 16.5 亿元，同比+47.2%，净利润为-4.8 亿元，2023 年为-43.4 亿元，其中 2024 年金融工具公允价值变动为-280 万元（2023 年为-34.7 亿元），2024 年经营亏损 5.8 亿元，相比 2023 年的 9.4 亿元收窄。2024 年，1) 用于 ADAS 的产品收入 13.4 亿元，同比+71.84%，ADAS 激光雷达销量 51.98 万台，同比+114%；2) 用于机器人及其他的产品收入为 1.98 亿元，同比增长 6.4%，用于机器人及其他产品的激光雷达销量 2.44 万台，同比+47%。研发与经营活动降本增效，毛利率同比提升。2024 年，公司毛利率 17.20%，同比+8.8pct，净利率-29.22%，同比+357.4pct。2024 年，公司三费率为 53.96%，同比-41.31pct。

车端，受益于 ADAS 及高阶智驾快速发展，公司在手订单充沛。1) ADAS 方面，智驾平权，目前已有超过 10 款 15-20 万元级别车型搭载了速腾聚创的激光雷达，公司 2024 年推出 MX，以不到 200 美元价格优势，成功获得了多家整车厂定点。同时，公司 2025 年初发布 EM4，具备 1080 线、600 米探测能力，目前已获得国内外多家整车厂定点。2) 高阶智驾方面，公司 M 平台及 E 平台激光雷达产品已获得全球多家头部 L4 自动驾驶企业量产定点合作，全球核心的 Robotaxi 及 Robotruck 厂商中的 6 家已签订正式量产协议。截至 2024 年底，公司与全球 310 多家汽车整车厂和一级供应商建立了合作关系公司持续拓展海外市场，目前已累计获得 8 个海外及中外合资品牌的定点合作，覆盖欧洲、北美和亚太市场。

机器人端，公司依托硬件、芯片、AI 等技术，为机器人提供增量零部件及解决方案。公司为机器人提供激光雷达，此外，推出灵巧手 2.0、Active Camera 解决方案、力传感器、直线电机、机器人域控制器等产品，赋能感知、控制与操作能力。目前，公司已与全球超过 10 家人形机器人企业建立战略合作关系，包括宇树、人形机器人（上海）有限公司以及海外知名具身智能机器人公司等。未来将随产业逐步成熟不断释放价值。

风险提示：原材料价格上涨，汽车价格竞争持续激化。

投资建议：维持盈利预测，维持优于大市评级。我们维持盈利预测，预计公司 2025-2027 年营收

24.89/36.17/52.75 亿元，归母净利润-2.8/0.6/4.6 亿元，维持优于大市评级。

证券分析师： 唐旭霞（S0980519080002）、杨钊（S0980523110001）

◆ 安踏体育(02020.HK) 海外公司快评:第一季度集团流水增长双位数，收购德国户外品牌狼爪

4月10日，公司公告2025第一季度零售表现，2025第一季度，安踏主品牌录得高单位数正增长，FILA录得高单位数正增长，其他品牌录得65-70%正增长；此外，公司公告收购世界领先户外服饰、鞋履及装备专业品牌德国狼爪（Jack Wolfskin），基础对价为现金2.9亿美元。在满足其他惯常交割条件后，本次收购预计将于2025年第二季末或第三季初完成。

国信纺服观点：

1、2025第一季度：较高基数上各品牌流水增长出色，集团整体流水增长双位数，库存水平健康、折扣稳定；

2、收购德国户外品牌狼爪（Jack Wolfskin），交易对价2.9亿美元，PS低于1；

3、风险提示：关税政策不确定性；品牌形象受损；市场的系统性风险。

4、投资建议：看好集团多品牌全球化运营下，持续好于行业的成长潜力。2025年以来运动消费呈现较好的增长势头，安踏一季度流水增速好于市场预期，同时在并购方面再下一城，进一步加大高景气户外赛道布局。中长期，安踏集团凭借在中国市场多层级的品牌矩阵和全球市场多品牌的布局，有望持续增强在全球运动市场的竞争力。我们维持盈利预测，预计2025-2027年归母净利润分别为134.8/154.6/170.0亿元，可比口径的利润增长分别为13.0%/14.7%/10.0%。近期股价跟随港股回调但基本面出色，促内需+利好体育消费的政策驱动下有望进一步受益。我们维持113-118港元合理估值区间，对应2025PE 22-23X，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 丁诗洁（S0980520040004）、刘佳琪（S0980523070003）

◆ 我爱我家(000560.SZ) 财报点评:业绩扭亏为盈，彰显修复弹性

公司经营稳健营收增长，Q4政策利好效果显著。2024年，公司实现住房交易总额2876亿元，同比+1%；实现营业收入125亿元，同比+4%，货币化率4.4%同比基本持平；其中2024Q4单季度营收38亿元，同比+25%，主要受益于地产利好政策。从收入结构来看，2024年，公司存量房经纪业务、新房业务和资产管理业务的GTV占比分别为80%、13%和6%，而收入占比分别为33%、9%和49%，主要因为资产管理业务的货币化率34%明显高于经纪业务1.8%、新房业务3.0%。2024年，公司经营性现金流净额为45亿元，持续保持高位。

时隔2年业绩扭亏为盈。2024年，公司实现归母净利润7341万元，较2023年的-8.5亿元显著改善；归母净利率0.6%，同比提升7.6个百分点。业绩改善受益于多重因素，一方面，2024年，公司毛利率9.8%，同比提升0.3%；销售费率5.0%，同比降低1.7%；管理费率7.8%，同比降低1.5%；另一方面，非经营性或一次性拖累因素同比大幅减弱，如资产及信用减值损失和政府补贴退回等。其中2024Q4单季度，公司实现归母净利润6493亿元，归母净利率1.7%，毛利率15.4%，彰显公司在楼市回暖时较强的业绩修复能力。

住房交易业务仍是公司的业绩基石。2024年，公司经纪业务、新房业务交易总额分别为2315亿元、381亿元，同比分别为+4%、-16%，市占率分别为3.2%、0.45%；营业收入分别为41亿元、12亿元，同比分别为0%、+4%；毛利率分别为20%、12%，对公司毛利润的合计贡献占比为79%。截至2024年末，公司运营门店2636家，其中直营门店占比81%，经纪人总数约3万。公司聚焦核心城市的市场份额提升，布局规模趋于稳定，后续经营将持续改善。

资产管理业务稳健发展，助力公司防御风险。2024年，公司资产管理业务实现收入61亿元，同比+6%；毛利率为负，主要是自2021年度开始执行新的租赁准则，公司将部分房源的租金收益确认至“资产处置收益”科目，若调整回该部分收益，资产管理业务2024年的实际毛利率为12.7%。截至2024年末，相寓在管房源30.3万套，同比+12%，连续四年稳定增长。2024年，公司平均出房天数为9天，出租率

为 95.4%，运营效率继续保持在良好水平。

投资建议：公司将持续受益于地产政策出台和楼市量价企稳，我们基本维持此前的盈利预测，预计公司 2025-2026 年的归母净利润分别为 3.0/3.8 亿元（原值 2.8/3.9 亿元），对应每股收益分别为 0.13/0.16 元，对应当前股价 PE 分别为 25.0/20.0 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：若经济增速放缓、居民收入预期下降、政策放松不及预期、房企信用风险事件冲击等因素导致居住市场波动，公司经营会受到不利影响。

证券分析师： 任鹤（S0980520040006）、王粤雷（S0980520030001）、王静（S0980522100002）

◆ 东岳集团(00189.HK) 海外公司深度报告:国内氟硅行业龙头企业，充分受益于制冷剂景气度上行

公司为我国氟、硅行业龙头，制冷剂、含氟高分子、有机硅为公司主要营收构成。东岳集团成立于 1987 年，2007 年于香港主板上市，上市以来经过近 20 年发展，已经成为中国氟硅行业龙头企业，业务板块涵盖制冷剂、含氟高分子、有机硅材料、含氟功能膜材料等方向。当前公司控股公司东岳绿冷科技主营制冷剂产品的生产销售，其中二代制冷剂 R22 产能达 22 万吨，居全国第一，公司 2025 年制冷剂生产配额合计达 12.99 万吨，居国内领先水平；控股公司东岳高分子及华夏神舟主营含氟高分子的生产销售，公司拥有 5.5 万吨 PTFE 产能、2.5 万吨 PVDF 产能，分别居国内第一、第二；控股公司东岳有机硅材料（东岳硅材）2020 年于创业板上市，主营有机硅单体、中间体及下游硅橡胶、硅油、气相白炭黑等深加工产品，当前具备 60 万吨有机硅单体及 20 万吨下游深加工产品产能，居国内前列；控股公司东岳氟硅材料主营烧碱、PVC、二氯甲烷等大宗原料。公司氟、硅、膜、氢产业链下共有 12 个高新技术产业链条，产品有 5 大类 16 个系列 1170 个品种，广泛应用于新能源、新基建、生命科学、数字科技等国计民生的关键和重要领域。

公司为 R22、R32 配额龙头，制冷剂配额制度下公司将充分受益制冷剂价格上行。东岳集团为我国 R22 与 R32 生产能力与配额量的龙头企业，公司拥有约 22 万吨 R22 产能，约 6 万吨 R32 产能。配额方面，根据生态环境部，2025 年公司拥有 4.39 万吨 R22 配额，约占总配额的 29.46%，为国内最大配额；拥有 5.63 万吨 R32 配额，约占总配额的 20.09%，仅次于巨化股份配额占比；公司合计拥有 12.99 万吨二代、三代制冷剂生产配额，总配额量位于国内前列。随着制冷剂售价在供需紧平衡状态下的不断上升，公司制冷剂产品的毛利润与净利润持续增厚；根据卓创资讯，截止至 2025 年 3 月 21 日，东岳集团制冷剂产品均价约 4.11 万元/吨，2024 年全年均价约 2.86 万元，考虑到原料价格变化幅度较小，则公司单吨制冷剂不含税利润将提升约 1 万元，对应全年约 13 亿元利润增量。在我们看好制冷剂长期景气度的前提下，公司作为主流制冷剂品种的国内配额龙头企业将充分受益于制冷剂品种的价格上行。

公司具备完善的含氟高分子产业链，持续布局高端产品。随着含氟高分子扩产周期步入尾声，公司产品报价底部企稳，且公司具备规模、产业链优势，行业利润率水平领先。预计随着 AI 服务器等新兴高端需求的发展，公司作为国内含氟高分子领先企业有望率先实现高端化突破。

有机硅供给格局向好，需求持续增长。公司有机硅业务板块为控股公司东岳有机硅（东岳硅材，300821.SZ）主营业务，东岳有机硅于 2020 年拆分上市，其募投项目“30 万吨有机硅单体和 20 万吨下游深加工品项目”于 2022 年投产，当前公司拥有 60 万吨单体产能，以及 20 万吨下游深加工品产能，产品覆盖 DMC、107 硅橡胶、110 生胶、混炼胶、以及其他副产品及高端下游产品，如气象白炭黑、各类硅油等，根据卓创资讯，东岳硅材 DMC 产能居全国前三，将充分受益于有机硅行业利润修复。

盈利预测与估值：制冷剂处于长期景气周期，公司作为氟硅行业龙头有望充分受益。预计 2024-2026 年归母净利润 8.11/21.77/29.53 亿元（+15%/169%/36%），EPS 分别为 0.5/1.3/1.7 元。通过多角度估值，综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票合理估值区间在 9.51-10.86 港元之间，对应 2025 年市盈率 7-8 倍，相对于公司目前股价有 18%-35%溢价空间。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示：氟化工需求疲弱；有机硅竞争加剧；产品价格大幅下滑等。

证券分析师： 杨林（S0980520120002）、张歆钰（S0980524080004）

◆ 三美股份(603379.SH) 公司快评:三代制冷剂价格持续上涨,公司2024年归母净利高速增长

公司公告:2025年4月11日,公司发布《2025年第一季度业绩预增公告》。根据公司公告,经财务部门初步测算,预计公司2025年第一季度实现归母净利润3.69亿元-4.28亿元,同比增长139.41%-177.71%;预计实现扣非后归母净利润3.65亿元-4.24亿元,同比增长136.29%-174.58%。

国信化工观点:1)制冷剂R134a在生产配额减少、年初行业库存同比降低以及汽车空调需求提升的背景下,价格同比、环比快速上涨;2)R32、R125在年初行业库存同比减少、空调排产同比增长的背景下,价格环比持续上涨;3)主流制冷剂品种价格价差持续上行,看好制冷剂长期景气度。

投资建议:随着三代制冷剂产品供给侧结构性改革不断深化,行业竞争格局趋向集中,三代制冷剂有望保持长期的景气周期,公司作为行业领先企业将持续受益。未来,公司将积极布局新材料、新能源等业务领域,并通过子公司向氟化工下游高附加值领域延伸。2024年以来,公司制冷剂产品价格持续上涨,带动公司利润增长,考虑到2025年制冷剂价格将持续上涨,对应制冷剂板块毛利率水平上行,我们上调公司盈利预测:预计公司2024-2026年收入分别为44.08/61.37/63.16亿元(前值为44.08/55.02/57.96亿元),归母净利润分别为7.88/15.98/18.44亿元(前值为7.88/11.38/13.35亿元),同比增长181.8%/102.9%/15.4%;摊薄EPS为1.29/2.62/3.02元;对应当前股价对应PE为29.6/14.6/12.6X。维持“优于大市”评级。

证券分析师: 杨林(S0980520120002)、张歆钰(S0980524080004)

◆ 远大医药(00512.HK) 财报点评:2024年归母净利同比增长31%,核药龙头杨帆启航

收入同比增长10.6%,归母净利润同比增长31.3%。2024年公司实现收入116.45亿港元,同比增长10.6%,扣除汇率变动影响同比增长约12.8%;实现归母溢利24.68亿港元,同比增长31.3%;若扣除对Telix投资的公允价值变动收益(7.08亿港元),正常化归母溢利约17.61亿港元,同比增长约2.5%,进一步扣除汇率变动的影响后同比增长约4.6%,在较大的外部环境压力下保持业绩的良好增长。

五官科和呼吸类产品表现亮眼,核药抗肿瘤板块持续高速放量。扣除汇率变动影响,2024年制药科技板块实现收入73.18亿港元,同比增长9.6%,其中呼吸及危重症业务收入17.09亿港元,同比增长约26.9%,主要因为核心产品切诺的临床需求持续增长以及新产品恩卓润、恩明润和布地奈德鼻喷雾剂的快速放量;五官科业务收入27.04亿港元,同比增长19.3%,主要是新品销售带来增长;心脑血管急救业务收入21.76亿港元,同比下降9.3%,主要因为肾上腺素产品受到集采降价影响。核药抗肿瘤诊疗及心脑血管精准介入诊疗科技板块实现收入8.16亿港元,同比增长148.3%,其中核药抗肿瘤收入5.89亿港元,同比增长176.6%,持续高速放量。生物科技板块实现收入35.11亿港元,同比增长5.9%,其中氨基酸板块(含牛磺酸)收入27.62亿港元,同比增长2.2%,板块收入平稳增长。

毛利率受集采拖累下滑,新品推广力度加大提升销售费用率。2024年销售毛利率57.9%(-4.1pp),预计部分与心脑血管急救产品受集采影响有关。销售费用率28.0%(+3.7pp),公司多款新品上市后市场推广力度增大;管理费用率11.7%(+0.1pp),主要因为新增子公司并表;财务费用率1.5%(-0.3pp),主要因为置换贷款使综合利率下降;净利率为21.2%(+3.3pp)。

投资建议:考虑并购贡献和集采影响,略下调2025-26年盈利预测,新增2027年盈利预测,预计2025-27年归母净利润22.18/24.65/27.97亿港元(2025-26年原为22.82/25.26亿),同比增长-10.1%/11.1%/13.4%,当前股价对应PE为9.4/8.5/7.5X。远大医药自2015年以来加速创新转型,已在抗肿瘤(核药、RDC和基因疗法)、心脑血管精准介入和以及制药科技三个板块分别构建了“梯度化+差异化”的管线,期待钇[90Y]微球注射液持续销售放量,维持“优于大市”评级。

风险提示:研发及产品注册不及预期;医保控费超预期;销售推广不及预期。

证券分析师: 张超(S0980522080001)、陈曦炳(S0980521120001)、彭思宇(S0980521060003)

◆ 威高股份(01066.HK) 海外公司财报点评:2024年归母净利润同比增长3%,分红比例大

幅提升至 50%

收入略下滑 1.1%，扣除特殊项目一次性影响后的归母净利同比增长 4.2%。2024 年公司实现营收 130.87 亿（-1.1%），归母纯利 20.67 亿（+3.2%），扣除特殊项目的一次性影响后同比增长 4.2%。各业务板块的主要产品线国内市占率稳步提升，并持续推进国际化，海外市场布局初见成效，同时发挥规模制造优势，落实降本策略。董事会建议末期股息每股 0.1235 元，分红金额达 10.35 亿，将全年的分红比例提升至 50%。

医药包装维持高景气，骨科业绩增长迎来拐点。2024 年医疗器械业务实现营收约 62.97 亿元（-6.4%），主要产品销量保持 5%-15% 的稳健增长。同时持续完善产品组合，包括围手术期、泌尿、内分泌、内窥镜等。药品包装业务营收约为 22.79 亿元（+12.6%）。预灌封注射器需求持续强劲，自动给药系统注射笔等新产品开始放量，与近 40 家各研发阶段的客户开展合作。骨科业务营收 14.39 亿元（+13.2%），已走出集采影响，主要骨科产品的终端手术植入量都有较高增长，持续提升市场份额。运动医学、脊柱微创、骨生物材料、肌骨修复等新兴业务线快速发展。介入业务营收 21.96 亿元（+1.4%），公司继续完善供应链，重点开拓欧洲、中国等潜力市场。全年海外收入达 32.9 亿（+8.7%），占比 25.1%，公司各产品线海外布局初见成效，与海外多家大型公司达成战略合作，代理渠道不断拓展。

毛净利率企稳回升，经营现金流维持健康。经历过往几年的国家和区域集采影响，公司积极降本增效，调整产品结构，逐步消化降价对毛利率的影响，2024 年公司毛利率为 50.3%（同比+0.1pp），表现企稳。销售费用率为 17.8%（同比-1.7pp），管理费用率 9.9%（同比+0.4pp）。研发开支达 6.25 亿，占营收比进一步提升至 4.8%（同比+0.3pp），财务费用率 1.9%（-0.2pp），多重因素推动净利率回升至 16.5%（同比+0.9pp）。公司经营性现金流净额为 27.90 亿元，归母净利润现金含量超过 100%，继续保持健康水平。

投资建议：考虑宏观环境和政策影响，略下调 2025-26 年收入和盈利预测，新增 2027 年盈利预测，预计 2025-27 年收入 141.3/153.3/166.2 亿（2025-26 年原为 144.6/154.3 亿），同比增速 7.9%/8.5%/8.5%；归母净利润 23.0/25.3/27.7 亿（2025-26 年原为 23.5/25.4 亿），同比增速 11.5%/9.7%/9.8%，当前股价对应 PE=11/10/9x。威高已建立了品牌形象、质量管控、规模效应、成本优势的多维度壁垒，看好威高股份的持续成长性和行业龙头地位，维持“优于大市”评级。

风险提示：集采降价风险；药品包装订单不及预期；新业务拓展不及预期。

证券分析师： 张超（S0980522080001）、陈曦炳（S0980521120001）、彭思宇（S0980521060003）

◆ 杭州银行(600926.SH) 财报点评:经营稳健，优质高成长区域行

营收增速提升，业绩维持高增。公司此前已披露 2024 年业绩快报，2024 年实现营收 383.8 亿元，同比增长 9.6%，较前三季度同比增速提升了 5.7 个百分点；实现归母净利润 169.8 亿元，同比增长 18.1%，继续维持高增。公司 2024 年 ROAE 为 16.00%，同比提升 0.43 个百分点，盈利能力处于同业前列。

四季度营收增速大幅提升主要来自于其他非息收入高增。2024 年非利息收入同比增长 20.2%，其中手续费净收入同比下降 8.0%，其他非息收入同比高增 35.3%，受益于利率大幅下行。2024 年公司其他非息收入占营收比重为 26.6%，同比提升了 5.1 个百分点。

净息差企稳，存贷均实现高增。2024 年利息净收入同比增长 4.4%，净息差 1.41%，较上半年下降 1bp。期末总资产 2.1 万亿元，总贷款 0.94 万亿元，存款总额为 1.27 万亿元，较年初分别增长 14.7%、16.2% 和 21.8%。其中，对公贷款和个人贷款较年初分别增长 19.9% 和 9.2%，在行业零售承压环境下，公司个人贷款仍实现了较好扩张，一方面得益于浙江省区域经济发达，更重要的是公司持续深耕杭州以及积极拓展杭州市以外区域，客群优势明显。

公司加大不良处置力度，零售资产质量阶段性承压是行业共性。期末不良率 0.76%，与 9 月末持平，逾期率 0.55%，较 6 月末下降了 15bps，主要是公司加大了核销力度。2024 年核销转出约 55 亿元，同比多核销了 30 亿元。测算的加回核销后的不良生成率为 0.80%，同比提升了 35bps。不良暴露主要集中在零售领域，期末个人贷款不良率 0.77%，较年初提升了 18bps，公司贷款不良率 0.75%，较年初下降了 9bps。拨备覆盖率处在高位，业绩高增确定性高。公司资产减值损失同比下降了 7.7%，主要是金融投资转回信

用减值损失 15.21 亿元，贷款计提信用减值损失 84.8 亿元，同比增长了 55%，依然保持了较高的力度。期末拨备覆盖率 541.45%，较 9 月末下降 1.8 个百分点，较年初下降了 20.0 个百分点，不过依然处在高位，未来反哺利润增长的空间充足。

投资建议：公司治理机制和区域经济优势明显，规模持续高增，且资产质量优异，预计业绩继续维持高增，在行业业绩承压的大环境下，高成长稀缺性溢价有望提升。我们维持净利润预测不变，2025-2027 年实现净利润 204/244/286 亿元，对应同比增速 20.3%/19.6%/17.0%。当前股价对应 2025-2027 年 PB 值为 0.73x/0.63x/0.54x，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济复苏不及预期会拖累公司净息差和资产质量。

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

◆ 建设银行(601939.SH) 财报点评：“三大战略”纵深推进，新金融行动创新未来引擎

四季度营收业绩增速均回升。公司 2024 年实现营收 7601.51 亿元（YoY, -2.54%），归母净利润 3355.77 亿元（YoY, +0.88%）。结合公司前三季度营收同比下降 3.30%，利润同比增长 0.13%，四季度营收业绩增速均回升。公司 2024 年加权平均 ROE 为 10.69%，同比下降 0.87 个百分点。

规模扩张放缓，对公及票据起主要拉动作用。公司 2024 年总资产同比增长 5.86%至 40.57 万亿元。其中，存款、贷款分别同比增长 3.73%、8.33%。2024 年新增信贷投放 19827 亿元，分项来看，对公/个人/票据贷款分别增长 8.95%/47.70%/2.38%，对公端及票据起到主要拉动作用。结合公司 2022 年、2023 年分别新增信贷投放 23860 亿元、26608 亿元，2024 年新增信贷有所放缓。投向层面，“五篇大文章”相关重点领域信贷投放维持高增。

净息差降幅边际收窄，净利息收入增速边际回升。公司 2024 年净息差 1.51%，同比下降 19bps，较前三季度下降 1bp，四季度降幅边际收窄。资产端，2024 年生息资产收益率、贷款收益率分别为 3.18%、3.34%，分别较 2023 年下降 27bps、48bps，较上半年下降 9bps、21bps。负债端，2024 年付息负债成本率、存款成本率分别为 1.85%、1.65%，分别较 2023 年下降 10bps、12bps，较上半年均下降 7bps，公司负债端持续优化，缓解息差下行压力。2024 年受净息差收窄和有效信贷需求不足等因素影响，净利息收入同比下降 4.43%，前三季度该项同比下降 5.89%，四季度净利息收入增速边际回升。

非息收入稳定增长，投资收益贡献较大。2024 年公司非利息净收入同比增长 5.09%，占营业收入的 21.36%，较上年占比提升 1.55pcts。其中，手续费及佣金净收入同比下降 9.35%，中收持续承压；其他非息收入同比增长 50.56%，其中投资收益及公允价值变动收益增速亮眼。

不良率稳中有降，资产质量保持稳健。公司 2024 年末不良贷款率 1.34%，较前三季度下降 1bp；关注率 1.89%，较上半年下降 18bps；拨备覆盖率 233.60%，较前三季度下降 3.34pct。公司资产质量保持稳健。

投资建议：公司基本面稳定，我们结合 LPR 下调等因素下调公司盈利预测并将其前推一年，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 3433/3534/3688 亿元（前期 2025/2026 年预测值 3667/3903 亿元），对应同比增速为 2.3%/2.9%/4.4%；摊薄 EPS 为 1.36/1.40/1.46 元；当前股价对应的 PE 为 6.6/6.4/6.1x，PB 为 0.65/0.61/0.57x，首次覆盖给予“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济复苏不及预期会拖累公司净息差和资产质量。

证券分析师： 王剑（S0980518070002）、陈俊良（S0980519010001）、田维韦（S0980520030002）

联系人： 刘睿玲

◆ 金开新能(600821.SH) 财报点评：新能源持续发展，“绿电+”融合模式有序推进

营业收入实现增长，归母净利润基本持平。2024 年，公司现营业收入 36.12 亿元（+8.55%），归母净利润 8.03 亿元（+0.05%），扣非归母净利润 7.36 亿元（+0.42%）。公司营业收入增长主要系售电量增长影响，2024 年公司发电量 79.05 亿千瓦时（+11.63%），售电量 77.57 亿千瓦时（+10.82%）。公司归母净利润增幅低于营业收入增幅的原因是：一是电价下降导致毛利率下降，2024 年公司整体毛利率为 55.11%，同比减少 1.88pct；二是资产减值损失大幅增加，2024 年公司资产减值损失 1.26 亿元，同比

增加 72.60%。

新能源发电装机容量持续增长，未来新能源项目盈利有望逐步趋稳。2024 年，公司新增并网装机容量合计 1073MW，其中风电 257MW、光伏 816MW，截至 2024 年，公司核准装机容量 7468MW，并网容量 5554MW，分别同比增长 16%、24%。未来公司将持续推动新能源主业稳步发展，实现装机容量进一步增长。“136 号文”发布后，推动新能源上网电量全面进入电力市场，有助于新能源发电项目维持合理收益率水平，新能源发电项目盈利有望逐步趋于稳健。

“绿电+”应用场景布局推进，形成新的业绩增长动能。公司依托现有新能源发电的经营基础和规模优势，积极探索“绿电+”产业赋能新模式，布局“绿电+算力”领域，占据电算协同发展机遇；同时把握国家重大能源基地建设的发展机遇，加快煤化工、电解铝、铁合金、镁冶炼等方向探索，助力高耗能行业转型升级。公司深化与高载能、高附加值产业融合，打造绿电与产业协同发展新业态。目前，在“绿电+算力”领域，公司下属全资子公司金开伊吾与无问芯穹签署了人工智能算力技术服务合同，公司在新能源与智算中心一体化项目落地，为公司未来发展提供有力支撑；公司也积极关注“绿电+高载能行业”及“绿电+煤化工”等领域发展机遇，稳步推进相关技术路径和业务模式。

风险提示：电量下降；电价下滑；新能源项目投运不及预期；行业政策变化风险。

投资建议：由于电价下降影响，下调盈利预测。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 8.9/9.7/10.6 亿元(2025-2026 年原预测值为 9.4/10.5 亿元)，同比增长 10.4%/9.9%/8.6%；EPS 分别为 0.44/0.49/0.53 元，当前股价对应 PE 为 12.6/11.5/10.6X。维持“优于大市”评级。

证券分析师：黄秀杰（S0980521060002）、郑汉林（S0980522090003）、刘汉轩（S0980524120001）

联系人：崔佳诚

◆ 安徽合力(600761.SH) 财报点评:盈利能力提升，新兴业务逐步放量

业绩平稳增长，盈利能力持续优化。2024 年公司实现营收 173.25 亿元，同比增长 0.99%；归母净利润 13.20 亿元，同比增长 0.18%。单季度看，2024 年第四季度公司实现营收 39.17 亿元，同比下滑 2.67%；归母净利润 2.18 亿元，同比下滑 33.98%。盈利能力方面，2024 年公司毛利率/净利率为 23.46%/8.66%，同比提升 2.85/0.56 个百分点，盈利能力提升系：1）高毛利率海外占比提升；2）高毛利电动产品占比提升。期间费用方面，2024 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.08%/3.30%/6.27%/0.18%，同比变动+1.03/+0.71/+1.16/+0.13 个百分点，公司研发投入持续增长。

海外收入占比提升。2024 年公司海外业务收入 69.28 亿元，同比增长 13.33%，营业占比为 39.99%，占比提升 5 个百分点，海外毛利率 26.20%，显著高于国内 21.25%毛利率，海外占比提升增强公司盈利能力。公司持续推进“1+N+X”的国际化营销体系建设，合力大洋洲中心、欧洲总部、欧洲研发中心、南美中心接续开业；2024 年公司实现整机出口 12.64 万台，同比增长 34.08%，增速高于行业。

公司持续推进电动化，电动叉车占比提升。2024 年行业电动叉车总销量 94.62 万台，同比增长 18.76%，电动化渗透率从 2023 年的 67.87%提升至 2024 年的 73.63%，行业电动化趋势明显。在此背景下，公司 2024 年电动化产品占比超过 65%，同比提升 8 个百分点，同时，成功研发并上市 55 吨全球最大吨位锂电叉车，填补国产高端产品空白，打破外资品牌在重载领域的垄断。

智能物流等新兴板块逐步放量。2024 年公司进一步延伸智能物流产业链，投资并购宇锋智能，实现合力智能物流产业园开园，加强与头部企业的技术合作，稳步推进人工智能（AI）、云计算等新技术在公司业务中的实践应用。同时，公司收购好运机械、安鑫货叉股权，强化工业车辆产业链协同优势。

风险提示：宏观经济波动风险；行业竞争加剧；新技术与产品开发风险；原材料价格波动；国际市场发生不利变化。

投资建议：公司系国内叉车行业龙头，充分受益叉车锂电化发展，考虑到贸易冲突对出口业务影响，我们下调 2025、2026 年盈利预测，并新增 2027 年盈利预测。预计 2025-2027 年归母净利润为 14.05/15.68/17.23 亿元（2025/2026 前值为 16.48/19.04 亿元），对应 PE 10/9/8 倍，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 吴双（S0980519120001）、年亚颂（S0980523100002）

◆ 澜起科技(688008.SH) 财报点评：一季度收入和归母净利润均创季度新高

2024 年收入增长 59%，1Q25 收入和归母净利润均创季度新高。公司 2024 年实现收入 36.39 亿元 (YoY +59.20%)，归母净利润 14.12 亿元 (YoY +213%)，扣非归母净利润 12.48 亿元 (YoY +237%)，毛利率下降 0.8pct 至 58.13%。其中 4Q24 营收 10.68 亿元 (YoY +40%，QoQ +18%)，归母净利润 4.34 亿元 (YoY +100%，QoQ +13%)，扣非归母净利润 3.74 亿元 (YoY +75%，QoQ +14%)，毛利率为 58.17% (YoY +0.7pct，QoQ -0.6pct)。根据业绩预告，1Q25 公司营收 12.22 亿元，同比增长 66%；归母净利润 5.10-5.5 亿元，同比增长 128.28%-146.19%，收入和归母净利润均创季度新高。

DDR5 渗透提升且子代持续迭，第三子代 RCD 芯片于 4Q24 开始规模出货。分业务看，2024 年公司互连类芯片收入 33.49 亿元 (YoY +53.31%)，占比 92%，毛利率提高 1.30pct 至 62.66%；津逮服务器平台收入 2.80 亿元 (YoY +199%)，占比 8%，毛利率提高 0.74pct 至 4.75%。随着支持 DDR5 的主流服务器及客户端 CPU 平台陆续上市，DDR5 内存在下游市场的渗透率不断提高，且其子代持续迭代更新。2024 年公司 DDR5 内存接口芯片出货量超过 DDR4 内存接口芯片，DDR5 内部子代中第二子代 RCD 芯片出货量超过第一子代产品，第三子代 RCD 芯片于 4Q24 开始规模出货，第五子代 RCD 芯片已顺利向客户送样。

2024 年三款新产品收入超 4 亿元，MXC 芯片入选首批 CXL 2.0 合规供应商清单。受益于 AI 产业趋势，公司三款高性能运力芯片新产品 (PCIe Retimer、MRCD/MDB 及 CKD) 开始规模出货，其中 PCIe Retimer 芯片规模应用，MRCD/MDB 芯片及 CKD 芯片开始规模试用，2024 年三款新产品合计收入约 4.22 亿，是 2023 年的 8 倍，1Q25 合计收入 1.35 亿，同比增长 155%。公司另一款新产品 MXC 芯片在生态构建和应用拓展方面也取得了积极进展，2025 年 1 月，公司 MXC 芯片成功入选 CXL 联盟公布的首批 CXL 2.0 合规供应商清单，同期入选的内存厂商三星电子和 SK 海力士，其受测产品均采用公司的 MXC 芯片。

投资建议：新产品进展顺利，维持“优于大市”评级

基于 1Q25 业绩预告，考虑到 DDR5 渗透率持续提升及新产品放量，我们上调公司 2025-2026 年归母净利润至 21.50/28.08 亿元（前值为 19.59/26.37 亿元），预计 2027 年归母净利润为 33.85 亿元，对应 2025 年 4 月 11 日股价的 PE 分别为 40/31/25x，维持“优于大市”评级。

风险提示：新产品研发不及预期；客户验证不及预期；需求不及预期。

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

联系人： 连欣然

金融工程

◆ 金融工程专题报告：中证现金流指数投资价值分析——聚焦长期价值，把握“现金牛”优质企业的投资机会

自由现金流：洞察公司经营质量的关键指标

何为自由现金流：自由现金流 (Free Cash Flow) 是指在不影响公司持续发展的前提下可供分配给企业资本供应者的最大现金额，可由经营现金流-资本开支计算。拥有稳定充足自由现金流的公司，除其业绩指标稳定健康外，还需有能力将账面利润转换为可以自由支配的现金流；自由现金流是公司理论的最大分红金额，也是公司分红能力的直接来源。

自由现金流率适用的经济周期：在向存量经济切换的换挡转型期，市场更为关注企业切实的创造现金流的能力，现金流率充沛的企业跑赢全市场。此外，当前的低利率环境使得现金流高的公司估值受益明显，在信用收缩期，自身创造现金流能力强的公司更具韧性。

自由现金流率更为重视公司质量：盈利能力优异且杠杆率较低的优质公司，其自由现金流率往往较高。拥有较好的商业模式、具备一定商业壁垒的企业，能够在维持资本开支不增或少增的前提下，持续稳定

地获得利润，进而使得其自由现金流不断增加，股东分红回报自然提升。

自由现金流能够规避价值陷阱：自由现金流指标对于基本面的变动相对股息率指标更为灵敏，具备一定的行业周期择时能力。以煤炭和家电行业为例，自由现金流率因子可以降低 2024 年股息率因子不能反映的煤炭行业回调而带来的损失，也可把握家电行业 2023 年以来的景气机遇。

中证现金流指数投资价值分析

中证全指自由现金流指数（932365.CSI）发布于 2024 年 12 月 11 日，选取 100 只自由现金流率较高的上市公司证券作为指数样本，以反映现金流创造能力较强的上市公司证券的整体表现。市值总体偏大盘，避开金融地产链，重仓能源、家电等具备稳定现金流的行业。指数持仓分布较为集中，长期来看能够跑赢市场及同类指数，长期持有盈利概率较高。

海外现金流产品分析

自由现金流产品在海外发展较为成熟，成立时间最早、规模最大的产品为 Pacer 旗下的美国现金牛 100ETF（COWZ），产品跟踪美国现金牛 100 指数，主要配置的行业为能源、医疗保健、信息技术、非必需消费等。与 A 股中的自由现金流指数收益特征一致，指数长期能够较为稳定跑赢罗素 1000 价值指数，适合长期持有。

风险提示：本报告研究分析及结论完全基于公开数据进行测算和分析，相关模型构建与测算均基于国信金融工程团队客观研究。报告提及的指数等相关标的，仅作参考性投资品种介绍，不作为投资推荐，历史业绩不代表未来走势，产业转型或经济结构变更等因素可能影响模型业绩表现。请详细阅读报告风险提示及声明部分。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）

联系人： 李子靖

◆ 金融工程周报：热点追踪周报-由创新高个股看市场投资热点（第 189 期）

乘势而起：市场新高趋势追踪：截至 2025 年 4 月 11 日，上证指数、深证成指、沪深 300、中证 500、中证 1000、中证 2000、创业板指、科创 50 指数 250 日新高距离分别为 7.21%、14.45%、11.88%、11.84%、11.34%、13.83%、24.46%、10.22%。中信一级行业指数中银行、农林牧渔、汽车、商贸零售、消费者服务行业指数距离 250 日新高较近，煤炭、石油石化、电力设备及新能源、房地产、轻工制造行业指数距离 250 日新高较远。概念指数中，农业、鸡产业、黄金、工程机械、银行、银行精选等概念指数距离 250 日新高较近。

见微知著：利用创新高个股进行市场监测：截至 2025 年 4 月 11 日，共 775 只股票在过去 20 个交易日间创出 250 日新高。其中创新高个股数量最多的是机械、基础化工、汽车行业，创新高个股数量占比最高的是银行、汽车、农林牧渔行业。按照板块分布来看，本周制造、周期板块创新高股票数量最多；按照指数分布来看，中证 2000、中证 1000、中证 500、沪深 300、创业板指、科创 50 指数中创新高个股数量占指数成份股个数比例分别为：18.25%、13.50%、8.40%、8.33%、5.00%、10.00%。

平稳创新高股票跟踪：我们根据分析师关注度、股价相对强弱、趋势延续性、股价路径平稳性、创新高持续性等角度，本周从全市场创新高股票中筛选出了包含双林股份、万辰集团、艾利斯等 30 只平稳创新高的股票。按照板块来看，创新高股票数量最多的是消费、周期板块，分别有 9、6 只入选。其中，消费板块中创新高最多的是食品饮料行业；周期板块中创新高最多的是基础化工行业。

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

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

◆ 金融工程周报：多因子选股周报-低换手因子表现出色，中证 1000 指增组合年内超额 3.15%

国信金工指数增强组合表现跟踪

- 沪深 300 指数增强组合本周超额收益-1.25%，本年超额收益 1.61%。
- 中证 500 指数增强组合本周超额收益-1.53%，本年超额收益 2.17%。
- 中证 1000 指数增强组合本周超额收益-0.88%，本年超额收益 3.15%。

因子表现监控

以沪深 300 指数为选股空间。最近一周，非流动性冲击、三个月换手、一个月换手等因子表现较好，而单季 EP、单季 ROE、预期 EPTTM 等因子表现较差。最近一月，非流动性冲击、三个月换手、一个月反转等因子表现较好，而单季 ROA、单季 ROE、单季 EP 等因子表现较差。

以中证 500 指数为选股空间。最近一周，预期净利润环比、非流动性冲击、3 个月盈利上下调等因子表现较好，而 BP、预期 BP、单季 SP 等因子表现较差。最近一月，一个月换手、股息率、预期净利润环比等因子表现较好，而 BP、特异度、预期 BP 等因子表现较差。

以中证 1000 指数为选股空间。最近一周，三个月机构覆盖、三个月换手、一个月换手等因子表现较好，而特异度、BP、预期 BP 等因子表现较差。最近一月，一个月波动、一个月换手、三个月换手等因子表现较好，而特异度、预期 PEG、预期净利润环比等因子表现较差。

以公募重仓指数为选股空间。最近一周，非流动性冲击、一个月换手、三个月换手等因子表现较好，而预期 EPTTM、单季 EP、EPTTM 等因子表现较差。最近一月，非流动性冲击、一个月换手、三个月换手等因子表现较好，而特异度、SPTTM、单季 SP 等因子表现较差。

公募基金指数增强产品表现跟踪

目前，公募基金沪深 300 指数增强产品共有 67 只（A、C 类算作一只，下同），总规模合计 815 亿元。中证 500 指数增强产品共有 68 只，总规模合计 493 亿元。中证 1000 指数增强产品共有 46 只，总规模合计 169 亿元。

沪深 300 指数增强产品最近一周：超额收益最高 1.04%，最低-2.85%，中位数-0.53%。最近一月：超额收益最高 2.95%，最低-3.26%，中位数-0.19%。

中证 500 指数增强产品最近一周：超额收益最高 0.86%，最低-1.80%，中位数-0.62%。最近一月：超额收益最高 4.17%，最低-0.97%，中位数 0.73%。

中证 1000 指数增强产品最近一周：超额收益最高 1.23%，最低-1.30%，中位数-0.29%。最近一月：超额收益最高 4.39%，最低-0.65%，中位数 1.32%。

风险提示：市场环境变动风险，因子失效风险。

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

◆ 金融工程周报:主动量化策略周报-市场波动加剧，成长稳健组合年内排名主动股基前 15.28%

国信金工主动量化策略表现跟踪：

本周，优秀基金业绩增强组合绝对收益-5.40%，相对偏股混合型基金指数超额收益-1.54%。本年，优秀基金业绩增强组合绝对收益-3.79%，相对偏股混合型基金指数超额收益-3.59%。今年以来，优秀基金业绩增强组合在主动股基中排名 71.12%分位点（2467/3469）。

本周，超预期精选组合绝对收益-5.84%，相对偏股混合型基金指数超额收益-1.98%。本年，超预期精选组合绝对收益 1.23%，相对偏股混合型基金指数超额收益 1.43%。今年以来，超预期精选组合在主动股基中排名 31.71%分位点（1100/3469）。

本周，券商金股业绩增强组合绝对收益-4.14%，相对偏股混合型基金指数超额收益-0.28%。本年，券商金股业绩增强组合绝对收益 1.97%，相对偏股混合型基金指数超额收益 2.17%。今年以来，券商金股业绩增强组合在主动股基中排名 27.27%分位点（946/3469）。

本周，成长稳健组合绝对收益-5.97%，相对偏股混合型基金指数超额收益-2.11%。本年，成长稳健组合绝对收益 4.93%，相对偏股混合型基金指数超额收益 5.13%。今年以来，成长稳健组合在主动股基中排

名 15.28%分位点（530/3469）。

本周，股票收益中位数-7.07%，15%的股票上涨，85%的股票下跌；主动股基中位数-3.90%，4%的基金上涨，96%的基金下跌。

本年，股票收益中位数-3.41%，39%的股票上涨，61%的股票下跌；主动股基中位数-1.34%，39%的基金上涨，61%的基金下跌。

优秀基金业绩增强组合：

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

超预期精选组合：

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

券商金股业绩增强组合：

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

成长稳健组合：

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

风险提示：市场环境变动风险，模型失效风险。

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

◆ 金融工程周报：港股投资周报-港股精选组合年内上涨 10.84%，相对恒生指数超额 6.58%

港股精选组合绩效回顾

本周，港股精选组合绝对收益-5.32%，相对恒生指数超额收益 3.15%。

本年，港股精选组合绝对收益 10.84%，相对恒生指数超额收益 6.58%。

港股市场创新高热点板块跟踪

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

近期，周黑鸭等股票平稳创出新高。

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

港股市场一周回顾

宽基指数方面，本周恒生中型股指数收益最高，累计收益-6.25%；港股通 50 指数收益最低，累计收益-9.65%。

行业指数方面，本周必需性消费行业收益最高，累计收益-1.12%；非必需性消费行业收益最低，累计收益-10.67%。

概念板块方面，本周彩票概念板块收益最高，累计收益 12.41%；富士康概念板块收益最低，累计收益-17.65%。

南向资金监控

南向资金整体方面，本周港股通累计净流入 823 亿港元，近一个月以来港股通累计净流入 2418 亿港元，今年以来港股通累计净流入 5813 亿港元，总体来看近期南向资金呈现出整体流入的走势。

本周港股通资金中，腾讯控股、阿里巴巴-W 和小米集团-W 流入金额最多，汇丰控股、香港交易所和友邦保险流出金额最多。

投资港股公募基金表现监控

本周，港股通股票收益中位数-6.78%，投资港股的主动基金收益中位数-6.22%。

本年，港股通股票收益中位数-4.32%，投资港股的主动基金收益中位数 4.40%。

风险提示：市场环境变动风险，模型失效风险。

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

◆ 金融工程日报：沪指缩量收涨迎 4 连阳，半导体产业链爆发

市场表现：今日(20250411) 大部分指数处于上涨状态，规模指数中中证 1000 指数表现较好，板块指数中科创 100 指数表现较好，风格指数中中证 500 成长指数表现较好。电子、汽车、国防军工、机械、综合行业表现较好，农林牧渔、消费者服务、煤炭、综合金融、房地产行业表现较差。ASIC 芯片、先进封装、北部湾自贸区、华为合作半导体企业、汽车芯片等概念表现较好，大豆、反关税、生物育种、一号文件、鸡产业等概念表现较差。

市场情绪：今日市场情绪较为高涨，收盘时有 103 只股票涨停，有 11 只股票跌停。昨日涨停股票今日收盘收益为 0.80%，昨日跌停股票今日收盘收益为-5.13%。今日封板率 71%，较前日下降 1%，连板率 16%，较前日下降 5%。

市场资金流向：截至 20250410 两融余额为 18134 亿元，其中融资余额 18023 亿元，融券余额 110 亿元。两融余额占流通市值比重为 2.4%，两融交易占市场成交额比重为 8.9%。

折溢价：20250410 当日 ETF 溢价较多的是消费 ETF 沪港深，ETF 折价较多的是 2000ETF。近半年以来大宗交易日均成交金额达到 15 亿元，20250410 当日大宗交易成交金额为 11 亿元，近半年以来平均折价率 5.37%，当日折价率为 6.22%。近一年以来上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 股指期货主力合约的年化贴水率中位数分别为 0.05%，1.65%，6.84%，10.93%，当日上证 50 股指期货主力合约年化贴水率为 4.97%，处于近一年来 24%分位点，当日沪深 300 股指期货主力合约年化贴水率为 9.26%，处于近一年来 16%分位点；当日中证 500 股指期货主力合约年化贴水率为 22.86%，处于近一年来 6%分位点；当日中证 1000 股指期货主力合约年化贴水率为 17.61%，处于近一年来 18%分位点。

机构关注与龙虎榜：近一周内调研机构较多的股票是金盘科技、中坚科技、中科蓝讯、莱特光电、明泰铝业、兴通股份、报喜鸟、多利科技等，金盘科技被 261 家机构调研。20250411 披露龙虎榜数据中，机构专用席位净流入较多的股票是思瑞浦、兆威机电、一品红、胜科纳米、唯捷创芯、青岛金王、矽电股份、圣邦股份、中百集团、首航新能等，机构专用席位净流出较多的股票是昭衍新药、北部湾港、金河生物、纳芯微、丰乐种业、美芯晟、贝因美、红宝丽、锦江航运、晓程科技等。陆股通净流入较多的股票是圣邦股份、思瑞浦、四川黄金、一品红、唯捷创芯、海航科技、深圳华强、纳芯微等，陆股通净流出较多的股票是昭衍新药、锦江航运、兆威机电、北大荒、富满微等。

风险提示：市场环境变动风险；本报告基于历史客观数据统计，不构成投资建议。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）

联系人： 李子靖

【市场数据】

商品期货

商品	收盘价	涨跌幅	商品	收盘价	涨跌幅
黄金	749.68	3.08	ICE 布伦特原油	64.76	2.25
白银	7955.00	0.45	铜	74810.00	-0.04
铝	19640.00	-0.45	铅	16720.00	-0.23
豆一	4175.00	1.92	锌	22855.00	0.48
豆粕	2907.00	-0.41	镍	120750.00	1.59
玉米	2269.00	0.04	锡	253470.00	1.73
螺纹钢	3032.00	0.00	SR505	6071.00	0.54

本月国内重要信息披露

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

近期非流通股解禁明细

代码	简称	本次解禁数量(万股)	流通股股本(万股)	流通股增加%	上市日期
001218.SZ	丽臣实业	3072.00	8999.55	100.00	2025-04-14
301077.SZ	星华反光	3856.49	6000.00	100.00	2025-03-31
301061.SZ	匠心家居	6000.00	8000.00	100.00	2025-03-13
000625.SZ	长安汽车	2590.64	632214.29	45.92	2025-03-05
300844.SZ	山水比德	2525.00	4040.00	100.00	2025-02-13
301024.SZ	霍普股份	2880.00	4239.00	100.00	2025-01-28
601921.SH	浙版传媒	180000.02	222222.22	100.00	2025-01-23
001209.SZ	洪兴股份	6497.49	9394.48	100.00	2025-01-22
002059.SZ	云南旅游	6857.37	101243.48	100.00	2025-01-16
002187.SZ	广百股份	18692.79	61761.91	100.00	2025-01-06
605287.SH	德才股份	2865.13	10000.00	100.00	2025-01-06
600679.SH	上海凤凰	550.77	34369.42	100.00	2024-12-23
000546.SZ	金圆股份	6613.75	78048.26	99.54	2024-12-20
301096.SZ	不适用	3960.00	10816.66	100.00	2024-12-20
688032.SH	不适用	1985.72	4000.00	100.00	2024-12-20
301100.SZ	不适用	15000.00	20000.00	100.00	2024-12-17
600859.SH	王府井	4147.65	113273.80	99.75	2024-12-17

000737.SZ	南风化工	104599.31	169128.73	100.00	2024-12-16
603216.SH	梦天家居	16600.00	22136.00	100.00	2024-12-16
301101.SZ	不适用	8456.60	13434.14	100.00	2024-12-16
603071.SH	不适用	32026.96	55795.44	100.00	2024-12-16
002074.SZ	国轩高科	38416.33	156267.38	79.01	2024-12-16
688246.SH	不适用	3663.35	13787.75	100.00	2024-12-16
301138.SZ	不适用	9000.00	12000.00	100.00	2024-12-16
301177.SZ	不适用	36000.00	40001.00	100.00	2024-12-16
000401.SZ	冀东水泥	106598.80	247935.72	99.97	2024-12-16
688192.SH	迪哲医药	21784.60	40000.01	100.00	2024-12-10
688110.SH	东芯股份	16571.30	44224.97	100.00	2024-12-10
301168.SZ	通灵股份	7034.70	12000.00	100.00	2024-12-10
600886.SH	国投电力	48830.64	745417.97	100.00	2024-12-10
300678.SZ	中科信息	381.96	12858.48	5.95	2024-12-10
301179.SZ	泽宇智能	9900.00	13200.00	100.00	2024-12-09
301193.SZ	家联科技	5985.00	12000.00	100.00	2024-12-09
301111.SZ	粤万年青	8986.15	16000.00	100.00	2024-12-09
301199.SZ	迈赫股份	7650.00	13334.00	100.00	2024-12-09
301126.SZ	达嘉维康	8187.02	20650.57	100.00	2024-12-09
301213.SZ	观想科技	4804.56	7999.99	100.00	2024-12-06
688151.SH	华强科技	24234.68	34450.00	100.00	2024-12-06
301167.SZ	建研设计	2400.00	8000.00	100.00	2024-12-06
000155.SZ	川能动力	17899.55	144899.55	100.00	2024-12-03

全球证券市场统计

股票市场指数

简称	最新收盘价	1日涨跌幅(%)	1周涨跌幅(%)	1个月涨跌幅(%)	3个月涨跌幅(%)	12个月涨跌幅(%)	30天波动率(%)
道琼斯工业平均指数	40212.71	1.563514	42.05	42.05	42.05	42.05	46.03
德国 DAX 指数	20377.68	-0.899929	59.98	-8.73	0.80	13.49	58.21
法 CAC40 指数	7104.80	-0.297782	-2.33	-10.54	-4.39	-11.45	51.65
恒生指数	20914.69	1.126160	-8.46	-12.05	9.70	22.34	78.40
沪深 300 指数	3750.51	0.412300	-2.87	-4.84	0.48	7.02	70.61
美国 SP500 指数	5363.36	1.809208	5.70	-3.74	-7.95	3.16	53.58
纳斯达克综合指数	16724.46	2.057385	7.29	-4.08	-12.71	1.71	59.55
日经 225 指数	33585.58	-2.957092	-0.57	-8.71	-14.30	-14.84	不适用

沪深港通资金流入流出 Top10

A 股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流入资金(RMB, 万元)	代码	简称	价格(RMB)	涨跌幅(%)	流出资金(RMB, 万元)
1	300124.SZ	汇川技术	64.3500	-0.6178	无数据	300124.SZ	汇川技术	64.3500	-0.6178	无数据
2	601899.SH	紫金矿业	17.1500	2.3881	无数据	601899.SH	紫金矿业	17.1500	2.3881	无数据
3	601318.SH	中国平安	49.3500	-0.2627	无数据	300059.SZ	东方财富	20.5800	0.3902	无数据
4	300059.SZ	东方财富	20.5800	0.3902	无数据	603986.SH	兆易创新	112.3200	4.0964	无数据
5	600276.SH	恒瑞医药	48.3800	-0.2474	无数据	600276.SH	恒瑞医药	48.3800	-0.2474	无数据
6	688256.SH	寒武纪-U	614.9800	2.0053	无数据	688256.SH	寒武纪-U	614.9800	2.0053	无数据
7	600036.SH	招商银行	41.5100	0.9976	无数据	600036.SH	招商银行	41.5100	0.9976	无数据

8	688041.SH	海光信息	146.9200	3.9994	无数据	688041.SH	海光信息	146.9200	3.9994	无数据
9	600519.SH	贵州茅台	1568.9800	1.2899	无数据	600519.SH	贵州茅台	1568.9800	1.2899	无数据
10	002475.SZ	立讯精密	32.1800	4.7185	无数据	002475.SZ	立讯精密	32.1800	4.7185	无数据

港股资金流入流出前十

排序	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流入资金 (HKD, 万元)	代码	简称	价格(HKD)	涨跌幅(%)	流出资金 (HKD, 万元)
1	9992.HK	泡泡玛特	149.5000	0.03963839	59053.28	1810.HK	小米集团-W	44.2500	0.02787456	549244.37
2	0939.HK	建设银行	6.4700	0.04186795	66903.21	0981.HK	中芯国际	46.7000	0.05895692	539740.98
3	0883.HK	中国海洋石油	16.2000	0E-8	98563.11	0700.HK	腾讯控股	443.4000	-0.00314748	472635.83
4	9868.HK	小鹏汽车-W	75.9500	0.06671348	110580.63	9988.HK	阿里巴巴-W	103.0000	-0.01717557	347542.79
5	3690.HK	美团-W	143.5000	-0.01306740	146782.86	1347.HK	华虹半导体	34.4500	0.14072848	159916.93
6	1347.HK	华虹半导体	34.4500	0.14072848	178081.49	3690.HK	美团-W	143.5000	-0.01306740	113985.25
7	0981.HK	中芯国际	46.7000	0.05895692	500891.98	9868.HK	小鹏汽车-W	75.9500	0.06671348	107441.77
8	1810.HK	小米集团-W	44.2500	0.02787456	597905.53	0883.HK	中国海洋石油	16.2000	0E-8	69309.05
9	9988.HK	阿里巴巴-W	103.0000	-0.01717557	605267.20	1024.HK	快手-W	49.4500	0.02275078	50085.09
10	0700.HK	腾讯控股	443.4000	-0.00314748	668591.09	9992.HK	泡泡玛特	149.5000	0.03963839	35579.12

免责声明

分析师声明

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

国信证券投资评级

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

重要声明

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

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

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

证券投资咨询业务的说明

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

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

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032