

2025 年 4 月 9 日 星期三

分析师推荐

【东兴汽车】智驾行业点评报告系列：华为发布全年业绩，智能汽车解决业务首次盈利（20250408）

智能汽车解决业务：鸿蒙智行高速增长，首次实现盈利。智能汽车解决业务 2024 年收入 263.53 亿元，2023 年收入为 45.88 亿元，同比增长 474.4%，首次实现盈利。智能部件发货超 2,300 万件，同比增长近 7 倍。鸿蒙智行 24 年交付量超 43 万辆，连续 5 个月蝉联中国汽车高端市场成交均价第一，取得中国市场 30 万元以上中高端新能源车销售份额第一。目前鸿蒙智行新车密集发布周期即将到来，问界 M8、享界 S9 增程版、尊界 S800 都将于 25 年上半年上市，为智能汽车解决业务保持高收入增速提供支撑。

智能驾驶方面，24 年华为发布了乾崮智驾 ADS3.0，在端到端架构中增加了“本能安全网络”，增强系统安全性。截至 2024 年底，华为乾崮智驾行驶总里程数超过 14 亿公里，智驾里程占比 30%，年度城区智驾时长占总智驾时长的 45%。智能泊车辅助使用率大幅升级，累计调用 8,100 万次。业界首发全向主动安全系统，累计主动避免潜在碰撞 136.6 万次。华为基于高性能车控模组和 VOS 操作系统，打造了业界首个规模量产的全服务化架构的智能汽车数字底座（IDVP），使能合作车型高效开发。已经有 6 款搭载了 IDVP 的车型量产上市，未来两年将有超过 20 款车型搭载。

智算集成，打造新型算力基础设施。华为积极与产业界携手推进联接产业 5G-A 的发展，基于无线网络、全光网络、智能 IP 网络、云核心网等，打造创新领先的网络基础设施，持续为产业发展注入新活力。华为与计算产业与全球伙伴一起，围绕鲲鹏、昇腾及欧拉、CANN/昇思等基础软件，构建数智基础设施生态，打造数智世界的算力底座。截至 2024 年底，鲲鹏、昇腾已累计发展 665 万开发者、8,500 多家合作伙伴，支撑 AI 算力需求。同时，华为通过预制化装配等创新工艺，将数据中心集成周期缩短 29%，为客户快速建设多样化算力中心，集成交付了全球最大单体液冷智算中心。

AI 驱动华为云计算业务增长，多场景应用加速落地。2024 年，华为云计算业务实现营收 385.2 亿元，同比增长 8.5%，华为云海外增速超过 50%。据 Canalys，华为云在云基础设施服务支出市场占比 20%，份额排名第二。在 AI 领域，华为云发布了 AI-Native 云基础设施架构 CloudMatrix，为大模型训练和推理提供高效、可靠的 AI 算力；盘古大模型已在 30 多个行业、400 多个场景中落地，在政务、工业、金融 3 个市场份额位列第一，并位居医疗、药物、气象以及汽车 4 个领导者象限。目前全球已有超 140 家运营商、超 500

A 股港股市场

指数名称	收盘价	涨跌%
上证指数	3,186.81	1.31
深证成指	9,539.89	1.22
创业板	1,858.36	0.98
中小板	5,937.04	0.9
沪深 300	3,686.79	0.99
香港恒生	20,264.49	0.68
国企指数	7,535.68	1.41

A 股新股日历（本周网上发行新股）

名称	价格	行业	发行日
肯特催化	15.00	基础化工	20250407
宏工科技	26.60	电力设备	20250408

*价格单位为元/股

A 股新股日历（日内上市新股）

名称	价格	行业	上市日

*价格单位为元/股

数据来源：恒生聚源,东兴证券研究所

家金融客户、超 90% 的中国互联网客户、超 95% 的 TOP30 中国车企选择华为云。华为安徽芜湖数据中心正式投入运营，与贵州贵安、内蒙古乌兰察布形成国内三大云核心枢纽，服务全国算力需求。

投资策略：我们认为智能化是汽车电动化的下半场，智能驾驶能力将决定车企未来的市场竞争力。随着算力、大模型等 AI 技术的迭代升级，高阶自动驾驶有望加速落地。头部企业逐渐在训练数据、训练设施、智驾生态领域建立了领先优势。

华为凭借在 ICT 领域技术积累，超强的研发投入（2024 年，华为研发费用支出为人民币 1,797 亿元，约占全年收入的 20.8%），业务不断延伸至联结、计算等领域，致力于构建万物互联的智能世界。其在软件、硬件、芯片、终端、网络、云等领域均具备了较强的竞争力。汽车智能化的发展在多个场景下与 ICT 技术相匹配，经过前期大规模研发投入，华为在智能汽车领域逐步进入收获期。相关受益标的包括华为智选车模式下的赛力斯、江淮汽车、北汽蓝谷，及 HI 模式下的长安汽车。

AI 的需求提升推动了算力基础设施建设，而液冷技术是数据中心提升能效的关键。我们持续推荐液冷管路供应商川环科技（300547），公司具备较强的研发能力（材料开发）和成本控制能力，未来将在数据中心、储能等新兴市场中获得更好的发展前景。

风险提示：汽车行业需求不及预期，智能驾驶推进不及预期，AI、算力基础设施推进不及预期等。

（分析师：李金锦 执业编码：S1480521030003 电话：010-66554142 分析师：吴征洋 执业编码：S1480525020001 电话：010-66554045 研究助理：曹泽宇 执业编码：S1480124040003 电话：17512502830）

【东兴电力设备及新能源】电力设备及新能源行业：储能电池受加征关税政策影响，产业链主导+出海有望维持我国企业竞争优势（20250408）

我们认为，此次美国加征对等关税后我国锂电池对美出口的关税税率已处于高位，但从影响来看，受影响较大的主要为储能领域，新能源车与动力电池直接出口所受影响相对较小。

美国为我国锂电第一大出口国。2024 年我国动力及储能电池出口规模达 197.1GWh，同比+29.2%，其中动力与储能电池占比分别为 68%/32%，从出口额角度，2024 年/2025 年 1-2 月我国锂电池累积出口额 611.2/92.2 亿美元，同比-6%/+6.2%，其中对美出口额分别为 153.2/20.3 亿美元，占比

25%/23%，从结构上看美国仍为我国电池出口第一大市场。

本次加征关税后我国对美锂电池出口关税已至高位。我们测算本次加征关税后，动力电池与储能电池对应的关税将分别达到 82.4%/64.9%，具体关税包含：基础关税 3.4%+25%/7.5%301 条款关税（根据此前拜登政府相关政策，301 条款关税当前动力电池已适用 25%税率，自 2026 年 1 月 1 日起储能电池税率亦将由 7.5%提升至 25%）+20%普征关税+34%对等关税，本轮加征对等关税后，我国对美电池出口关税已达高位，出口电池价格将大幅上涨。

储能电池受本轮加征对等关税政策影响较大。从电池出口类型来看，动力电池方面，由于 IRA 法案对锂电池关键原材料与组件中来自非 FEOC（外国敏感实体）的比例限制要求自 2023 年的 40%/50%持续提升，满足要求的车型才可获得 IRA 补贴，故当前美国对于中国动力电池的直接进口相对较少，主要以日韩电池厂商供应，而新能源车方面 2024 年我国对美出口新能源车不足 3 万辆，占总新能源车出口比例 1.4%，对应动力电池装机出口规模不足 1.8GWh；储能电池方面，2024 年我国对美储能电池出口额达 62.7 亿美元，占其进口总量 57%，对应约 35~40GWh 需求规模，因此整体规模来看，本轮加征对等关税政策对于储能电池影响较大。

美国电池产业链对外依存度较高，我国企业有望维持产业竞争优势。当前美国本土电池产能规模相对有限且多为日韩厂商合资产能，在不考虑客户供应关系及产能利用率/产品良率的前提下仍存在近 20GWh 以上的产能缺口，此外美国电池材料环节布局较少，整体电池产业链对外依存度较高。我国当前已主导上游电池材料多个环节，正/负极材料与电芯生产占全球份额超过 75%，产业链全球竞争优势显著，短期内难以撼动，同时储能电池主流采用的磷酸铁锂材料的工艺技术目前仍主要由中国电池企业掌握，日韩厂商产业化进程相对滞后，叠加我国电池龙头企业在制造能力、成本及盈利能力等方面的综合优势，我们认为我国电池企业仍将在受限的政策环境中维持全球产业链的竞争优势。

海外产能布局领先企业有望减少关税政策影响。我国锂电企业持续推动出海进程，各企业已在海外相对较低税率地区具有产能布局，同时部分企业已抢先实现在美国本土的产能落地以及通过技术授权商业模式进入美国市场，在当前美国加征对等关税背景下，有助于企业减少受关税政策冲击的影响，并在当前市场环境中凭借本土化生产以及在成本与技术端的优势，加快对北美市场的开拓。

风险提示：美国加征关税及其他政策影响超预期、需求端增长不及预期、行业竞争加剧超预期。

（分析师：侯河清 执业编码：S1480524040001 电话：010-66554108 分析师：吴征洋 执业编码：S1480525020001 电话：010-66554045）

重要公司资讯

- 1、**兖矿能源**: 公司公告, 公司拟以现金 140.66 亿元收购控股股东山能集团权属公司西北矿业 51% 股权, 其中以现金 47.48 亿元受让西北矿业 26% 股权, 以现金 93.18 亿元向西北矿业增资。本次交易构成关联交易, 但不构成重大资产重组事项, 亦不构成重组上市。(资料来源: 同花顺 iFind)
- 2、**国家电网**: 4 月 8 日, 国家电网宣布, 基于对我国经济长期向好的坚定信心, 积极支持控股上市公司高质量发展, 不断为所有股东创造更高水平的回报, 国家电网将推动控股上市公司多措并举提升投资价值, 择机开展股票回购, 巩固市场信心, 助力各方共赢。(资料来源: 同花顺 iFind)
- 3、**工业富联**: 公司公告, 2025 年第一季度预计营业收入为人民币 1590 亿元—1610 亿元, 同比增长 34.0%—35.6%; 预计归属于上市公司股东的净利润为人民币 52 亿元—53 亿元, 同比增长 24.4%—26.8%。云计算业务板块营业收入同比增长超过 50%, AI 服务器、通用服务器营业收入同比皆超过 50%。通讯及移动网络设备业务稳健出货, 有效实现对客户的交付。(资料来源: 同花顺 iFind)
- 4、**张江高科**: 公司公告, 经初步测算, 预计 2025 年第一季度实现归属于上市公司股东的净利润为 2.7 亿元到 3.3 亿元, 与上年同期的 1.19 亿元相比, 将增加 1.51 亿元到 2.11 亿元, 同比增长 127% 到 177%。增长主要原因是公司产业投资收益同比增加及营业收入同比增长 24%。(资料来源: 同花顺 iFind)
- 5、**牧原股份**: 公司公告, 预计 2025 年第一季度净利润 43 亿元至 48 亿元, 上年同期为净亏损 23.79 亿元, 同比扭亏为盈。(资料来源: 同花顺 iFind)

经济要闻

- 1、**美国**: 特朗普正式签署行政命令, 将对中国关税提高至 104%。《华尔街日报》(WSJ) 报道, 实际关税税率甚至更高, 因为 104% 关税是在特朗普第二任期开始时存在的任何关税之上增加的。(资料来源: 同花顺 iFind)
- 2、**国务院关税税则委员会**: 委员会发布公告, 2025 年 4 月 8 日, 美国政府宣布对中国输美商品征收“对等关税”的税率由 34% 提高至 84%。美方升级对华关税的做法是错上加错, 严重侵犯中国正当权益, 严重损害以规则为基础的多边贸易体制。(资料来源: 同花顺 iFind)

- 3、**商务部：**商务部公告将护盾人工智能公司(Shield AI,Inc.)、内华达山脉公司(Sierra Nevada Corporation)、赛博勒克斯公司(Cyberlux Corporation)、边缘自治运营公司(Edge Autonomy Operations LLC)、Group W 公司(Group W)和哈德森技术公司(Hudson Technologies Co.)等 6 家实体列入不可靠实体清单，并采取以下处理措施：一、禁止上述企业从事与中国有关的进出口活动；二、禁止上述企业在中国境内新增投资。(资料来源：同花顺 iFind)
- 4、**国新办：**国务院新闻办公室发布《关于中美经贸关系若干问题的中方立场》白皮书，白皮书表示，中方始终认为，中美经贸关系的本质是互利共赢。作为发展阶段、经济制度不同的两个大国，中美双方在经贸合作中出现分歧和摩擦是正常的，关键要尊重彼此核心利益和重大关切，通过对话协商找到妥善解决问题的办法。贸易战没有赢家，保护主义没有出路。中美各自取得成功，对彼此都是机遇而非威胁。希望美方与中方相向而行，按照两国元首通话指明的方向，本着相互尊重、和平共处、合作共赢原则，通过平等对话磋商解决各自关切，共同推动中美经贸关系健康、稳定、可持续发展。(资料来源：同花顺 iFind)
- 5、**国务院：**李强 4 月 9 日下午主持召开经济形势专家和企业座谈会，听取对当前经济形势和下一步经济工作的意见建议。在认真听取专家和企业发言后，李强说，今年的形势比较特殊，我们对此已经作了充分估计，做好了应对各种不确定因素的准备。面对国内外形势的新变化，做好二季度和下一步经济工作尤为重要，各项工作都要持续加力、更加给力。要实施好更加积极有为的宏观政策，靠前发力推动既定政策尽快落地见效，根据形势需要及时推出新的增量政策，以有力有效的政策应对外部环境的不确定性。(资料来源：同花顺 iFind)
- 6、**国务院：**国务院总理李强 4 月 8 日下午同欧盟委员会主席冯德莱恩通电话。李强表示，当前，中欧关系呈现稳中向好势头。中欧都是经济全球化和贸易自由化的倡导者、世贸组织的坚定维护者和支持者，应加强沟通协调，扩大相互开放，共同维护自由开放的贸易投资，维护全球产业链供应链稳定畅通，为双方和世界经济注入更多稳定性、确定性。中国今年的宏观政策充分考虑了各种不确定因素，也有充足的储备政策工具，完全能够对冲外部不利影响，对保持自身经济持续健康发展充满信心。中国将继续坚定不移扩大开放，同包括欧盟在内的世界各国加强合作，分享发展机遇。(资料来源：同花顺 iFind)
- 7、**国家税务总局：**国家税务总局 8 日对外发布公告，对离境退税“即买即退”的主要内容、办理流程 and 施行时间作出明确规定，并将该项服务措施从多地试点推广至全国。离境退税“即买即退”，是指在已实施离境退税政策的地区，境外旅客在“即买即退”商店购买退税物品时，签订

协议书并办理信用卡预授权后，即可在该商店现场申领与退税款等额的人民币款项。该举措前期先后在上海、北京、广东、四川、浙江、深圳等地开展试点。（资料来源：同花顺 iFinD）

- 8、**中国：**中央周边工作会议 4 月 8 日至 9 日在北京举行。会议强调，构建周边命运共同体，要与周边国家巩固战略互信，支持地区国家走稳自身发展道路，妥善管控矛盾分歧；深化发展融合，构建高水平互联互通网络，加强产业链供应链合作；共同维护地区稳定，开展安全和执法合作，应对各类风险挑战；扩大交往交流，便利人员往来。（资料来源：同花顺 iFinD）
- 9、**美国：**美国国债市场本周陷入剧烈动荡，10 年期与 30 年期国债收益率双双飙升，引发投资者和分析人士对“基差交易”可能正在被大规模平仓的担忧。此外，本周二进行的三年期国债拍卖冷场。如养老基金、保险公司等国内机构仅认购了 6.2% 的供给，远低于平均 19% 的水平，这为周三的 10 年期、周四的 30 年期国债拍卖蒙上阴影。（资料来源：同花顺 iFinD）
- 10、**加拿大：**当地时间 4 月 8 日，加拿大财政部长商鹏飞宣布，对美国汽车对等征收 25% 关税措施将于美国东部时间 9 日零时 1 分生效。加拿大还将针对汽车生产商实施减免方案，以激励汽车生产商在加拿大的生产和投资，并帮助维持加拿大的就业岗位。据加拿大官方统计，2024 年加拿大从美国进口汽车总额达 356 亿加元（约合 250 亿美元）。（资料来源：同花顺 iFinD）

每日研报**【东兴煤炭】煤炭行业：在不确定性增大的市场环境中，煤炭有望走出其独特的防御性（20250408）**

事件：2025年4月2日，美国总统特朗普宣布美国对所有国家征收10%的“基准关税”，并对美国贸易逆差最大的国家征收个性化的更高“对等关税”。同时对中国加征34%“对等关税”。

关税扰动下，炼焦煤期货价下降，煤炭商品受益于供给相对刚性，由于国内需求和供给偏紧，煤价有望企稳。截至4月7日，焦煤期货收盘价1005元/吨，环比上周跌23元/吨，跌幅2.3%。本周美国发布激进的关税政策，对全球尤其是中国大幅调提高关税，短期内对我国出口或将造成影响，为对冲进口影响，国内消费、地产及基建投资政策或有加码，有望进一步拉动国内煤炭需求。

截至4月4日，三港口炼焦煤库存量共339.06万吨，环比上周下降15.1万吨，降幅为4.5%，继续去库存，供给偏紧，价格有望企稳。陕晋蒙三省国有重点煤矿动力煤2月度产量陕蒙环比均下降，供给偏紧。截至4月7日，国内秦皇岛动力煤山西优混5500平仓价格667元/吨，环比上周持平，并连续6周维持持平，煤价有望企稳。

红利资产兼具“低估值”和“盈利稳定”两大特点，是关税“不确定性”阴影下难得的“确定性”资产。2024年9月政治局会议开启经济支持新篇章，国内政策推动中长期资金入市，红利资产资金池有望持续扩容，近期六部门联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》。红利资产兼具“低估值”和“盈利稳定”两大特点，是关税“不确定性”阴影下难得的“确定性”资产，红利资产得益于较高的股息率，煤炭作为稳态高股息（竞争格局稳定、增速低、现金流稳定、高分红）的代表，拟增加分红频次，仍有望在不确定性增大的市场环境中走出其独特的防御性。

投资建议：在不确定性增大的市场环境中，煤炭有望受益内需和红利逻辑，走出其独特的防御性。煤炭作为稳态高股息的代表，拟增加分红频次，仍有望在不确定性增大的市场环境中走出其独特的防御性。当前时点配置建议遵循以下思路：（1）长久期盈利稳定性与盈利可预见性的优质龙头受益标的：中国神华、陕西煤业；（2）煤电联营一体化受益标的：电投能源、新集能源；（3）成长性突出：华阳股份、兖矿能源、淮北矿业。

风险提示：行业面临有效需求不足，煤价下跌等不及预期的风险。

（分析师：莫文娟 执业编码：S1480524070001 电话：010-66555574）

【东兴通信】通信行业系列2：看增量，更要看存量市场——（20250408）

投资 IDC，看增量，更要看存量市场。AI 驱动 IDC 行业正进入 AIDC 发展阶段。但不可忽视的是，当前国内 IDC 已经是一个市场规模超过 1500 亿元，标准机架规模达到 880 万个的庞大行业。我们认为，在把握 AIDC 产业投资机会下，不仅看增量智算中心需求，更要看存量数据中心市场经营情况。数据中心原有机柜进行高功率改造，是 IDC 企业进入 AI 时代的必经之路。

近期，IDC 上市企业数据港以及世纪互联陆续发布 2024 年财报。本篇专题将根据相关公司财报，整理其存量数据中心运营指标，测算存量机柜高功率占比情况。

2024 年数据港积极开展存量机柜改造。2024 年，数据港旗下数据中心技术设备更新支出 2.26 亿元，同比增长 82.3%，增速创 2020 年以来新高。

2024 年数据港高功率机柜占比约 11%。我们假设：（1）假设单个机柜建设成本 12 万，高功率机柜改造支出占比 10%，对应 1.2 万元；（2）数据港 2024 年数据中心设备更新支出约 1.0 亿元用于高功率改造。可以测算，公司存量机柜高功率机柜约 8300 个，占比存量机柜 11%。

世纪互联零售业务高功率机柜占比约 15%。根据世纪互联公司年报，截至 2024 年底，公司基地型业务运营容量 486MW，折算成容量 8KW/个标准机柜约 6.08 万个，城市型业务机柜数量 5.21 万个。世纪互联基地型业务单个机柜平均功率约 8KW/个，均可划分为高功率机柜部分；根据我们测算，公司城市型业务（零售模式）高功率机柜占比约 15%。

投资策略：数据港与世纪互联零售业务的高功率机柜占比处于 10%-20%区间。我们认为，尽管 IDC 行业迎来 AI 发展机遇，但存量机柜中高功率机柜占比仍偏低。展望 2025 年，在国内企业私有化部署 DeepSeek、大模型推理业务爆发、车联网等新业态驱动下，IDC 行业有望加速对传统数据中心改造升级。在上一篇《通信 IDC 行业：进入 AIDC 发展阶段，高景气有望超过 3 年》（20250314）报告中，我们提出，当前 IDC 行业已经加大资本开支，头部企业表现稳定，上层支持性政策尚未发力。本轮 AIDC 产业高景气有望超过 3 年。本篇 IDC 行业专题，我们维持对 IDC 板块看好评级。相关标的：润泽科技、宝信软件、光环新网、网宿科技、奥飞数据、数据港、润建股份。

风险提示：1) AI 算力需求不及预期；（2）能源政策趋严；（3）竞争格局变动。

（分析师：石伟晶 执业编码：S1480518080001 电话：021-25102907）

【东兴建材】建材行业：美国高关税促内需发力，政策逐步落地促行业估值修复——美国加征高关税点评（20250408）

事件：2025 年 4 月 3 日美国宣布对美国进口的商品征收大规模关税，其中对中国又加征 34%的关税。

点评：

美国加征关税符合预期，外需受拖累确定促内需释放。我们在 2024 年 12 月 27 日发布的年度报告《建筑建材行业 2025 年投资展望：内需之重下行稳致远》中提到：“2025 年国际贸易保护主义对中国的出口影响存在着不确定性”，“中国对美国出口占到总出口的比例高达 15%左右，2025 年美国特朗普的加关税的政策对中国的影响会较大。2025 年中国出口存在着不确定性。”。这次美国对来自中国的进口商品又加征 34%关税的政策落地，特别是这次加税是针对来自全球各国出口到美国的商品，中国作为全球制造业中心，对美国直接和间接的出口均受到影响，中国出口必然面临着较大的压力。所以，为应对外需的不确定性，我们也在报告中提

到“提振内需，防控地方拖累和风险仍是 2025 年政策重要方向”。报告中提出内需的驱动因素为：基建（专项债和超长期特别国债带动社会投资）、制造业（设备更新改造补贴）、消费（汽车、家电和消费电子补贴，创新新消费场景）和地产（防风险，加力旧危改造，释放住房需求潜力，控增量，盘活存量，构建发展新模式）。2024 年服务和货物进出口对 GDP 累计拉动 1.5 个百分点，对 2024 年经济的增长起到了很大的推动作用。2025 年的美国高关税对中国经济存在负面的影响，随着关税落地对于出口的影响加大，提振国内需求的相关对应政策也会逐步落地。

对冲美国高关税影响，财政和货币政策落地促进基建发力和地产止跌企稳。基础设施建设作为经济稳增长的重要路径，虽然受到地方政府债务压力的影响，但是在中央政府超长期国债和新增专项债的发力下，还将对经济增长起到积极的作用。2025 年中央政府工作报告提出，全年地方政府专项债发行 4.4 万亿，同比增加 5000 亿元，同比增长 12.82%；超长期国债发行 1.3 万亿同比增加 3000 亿元。重点用于投资建设、土地收储和收购存量商品房、消化地方政府拖欠企业账款等。同时在“两重”项目（中国的重大项目储备丰富像墨脱水电站）建设的带动下，有利于基建更大力度发力。

叠加地产止跌回稳政策，有利于地产回归长期健康发展轨道。我们从 2022 年以来的年度策略报告中多次论述地产无收敛的负向循环对经济的拖累大。2025 年政府工作报告在有效防范化解重点领域风险，牢牢守住不发生系统性风险底线的章节中，把持续用力推动房地产止跌回稳作为第一个重要段落。体现出政府对于经济风险源的精准把握和认识。并明确提出了“因城施策地调减购房限制性举措”、“加力实施城中村和危旧房改造”、“推进收购存量商品房上要给城市政府更大自主权和拓宽保障性住房再贷款使用范围”、“做好保交房和防范房企债务违约风险，加快构建房地产发展新模式”。随着美国关税的影响加大，将促进地产和基建相关的财政和货币政策的落地。如果美国高关税政策影响超预期，也将会推动相关的货币和财政政策有更大和更强力度的发力。

这将推动基建持续发力和地产止跌回稳，回归长期健康发展轨道。

投资策略：由于地产的悲观预期，建筑建材行业估值受到影响，随着基建和地产政策的更大力度发力和落地，将带来行业的估值修复。同时，建筑建材行业近几年来行业盈利水平一直处于历史低位，行业优胜劣汰加剧，加快行业供给端优化。美国高关税政策将促进内需释放，基建和地产作为内需的重要驱动，将受益于国内推动内需的货币和财政政策，推动基建持续更大发力和地产回归长期健康发展轨道。在政策发力的带动下，有利于行业供需的边际改善。特别是抗风险能力强的龙头和优秀公司，会表现出更好的估值修复弹性。我们继续推荐北新建材、伟星新材、山东药玻、海螺水泥、中国巨石和中国交建等。

风险提示：政策落地速度、节奏和力度的不确定性。

（分析师：赵军胜 执业编码：S1480512070003 电话：010-66554088）

【东兴纺织服装】纺织服装：短期加征关税有所影响，长期纺织企业制造优势仍在（20250408）

事件：美国时间 4 月 2 日特朗普宣布对等关税相关政策并签署总统行政令。美国将对所有进口商品加征基础 10%的全面关税。部分国家与地区将面临更高税率。对等税率更高的经济体包括欧盟（20%）、日本（24%）、韩国（25%）、中国大陆及港澳（34%）、中国台湾（32%）、印度（26%）、泰国（36%）、越南（46%）、

缅甸（44%）等。

我国纺织业为出口导向型，在全球产业链中有着举足轻重的地位。我国是全球纺织品和服装出口绝对龙头。根据世界贸易组织数据，2023 年全球纺织品出口总额约为 3240.84 亿美元，其中来自于中国的纺织品出口金额为 1343.36 亿美元，占全球纺织品出口总额的 41.45%；2023 年全球服装出口总额约为 5480.46 亿美元，来自于中国的服装出口金额 1647.43 亿美元，占全球服装出口总额的 30.06%。除了国内直接出口，头部的服装和鞋制造商海外产能占比较高，如鞋制造商华利集团产能 100%在境外（主要在越南），服装制造商申洲国际员工数有 57%位于越南和柬埔寨，而这些国家和地区在本轮加征关税中均面临较高的关税税率。本轮加征关税，对于我国纺织出口以及全球纺织出口贸易格局有重大影响。

美国加征关税，对纺织出口企业影响明显，或倒逼纺织企业扩大对其他国家和地区出口。2024 年，中国纺织品出口额为 2988.48 亿美元，其中对美国出口额为 493.62 亿美元，占出口总额的 16.52%，美国是我国纺织服装品的重要出口目的地，考虑到中方企业在越南等国的工厂出口至美国的贸易额，该比重实际更大。因此本轮加征关税，对于中国纺织制造企业影响巨大。短期看，关税对于企业的影响分为两个方面：一方面加征关税后，中国纺织品在美国市场的价格优势会减弱，美国进口商可能会将订单转向其他国家，所以直接影响纺织企业订单；另一方面，在本次普加关税的背景下，短时间内供应链难以调整，关税将采取供应商和客户共担的形式，这将削弱纺织企业的盈利。我们认为本轮加征关税，或将倒逼纺织企业开拓新的市场，加大对其他国家和地区的出口。

中国在纺织产业链的地位依然具备很强优势，在贸易形势明朗后仍将是产业转移的引领者。我们国内的纺织产业链在人才、技术、产业配套与资本积累方面具备成明显优势。回顾过去，头部鞋服制造商，向东南亚国家持续输出人才、技术、资本，扩建生产基地，利用当地有利的劳动力成本和税收政策实现迅速扩张。展望未来，加征关税虽然短期影响纺织企业盈利，但是长期看，中国的纺织企业仍然有深厚的产业基础，在未来的产业转移中仍是主导力量。

投资建议：短期我们建议关注受到关税政策扰动较小的纺织环节，如以内销为主的服装辅料，重点企业如伟星股份。长期我们仍然看好头部制造商对于复杂贸易形势的应对能力，在贸易政策更加明朗后我们认为其相应的应对举措能对企业的市场份额形成保障，建议长期视角上关注华利集团、申洲国际。

风险提示：消费需求不足，政策出台落地不及预期，市场竞争加剧等。

（分析师：刘田田 执业编码：S1480521010001 电话：010-66554038 分析师：沈逸伦 执业编码：S1480523060001 电话：010-66554044）

【东兴轻工制造】轻工制造行业：关税加征影响出口产业链，等待关税政策明朗（20250408）

事件：2025 年 4 月 2 日，美国总统特朗普在白宫签署两项关于所谓“对等关税”的行政令，宣布美国对贸易伙伴设立 10%的“最低基准关税”，并对某些贸易伙伴征收更高关税。2025 年 4 月 4 日，中方对原产于美国的所有进口商品加征 34%关税。

“对等关税”对我国及东南亚国家同步加征关税，为轻工出口业务带来不确定性。特朗普展示的图表显示，

对中国产品加征 34%关税,对越南产品征收 46%关税,对泰国产品征收 36%关税,对印度尼西亚产品征收 32%关税,对马来西亚产品征收 24%关税。本次关税加征幅度及范围均超过我们的预期。轻工企业近年有加速东南亚产能的布局,但本次关税的“无差别攻击”,对企业出口直接贸易及转口贸易均有较大影响,轻工对美出口业务短期面临不确定性。考虑到轻工为劳动密集型产业,难以回流至人均收入高的美国,我们认为仍需发展中国家承担生产,后续关税政策或仍有变化可能,如财联社消息:特朗普与越南、印度和以色列的代表就关税谈判进行了交谈,越南等国存在降关税可能性。但我们认为即使越南等国与美国达成降税协议,协议内容也存在不确定性,仍需观察。对美业务的订单短期或面临冲击,但对于部分对美出口占比较低、或已在美国建立工厂的出口企业,影响较小。

关税政策或将推动产能转移至低关税区。此次加征的关税水平超过轻工企业的普遍盈利能力,企业难以全部承担,预计关税成本将主要由零售商承担,最终传导美国消费者。在较高的关税水平下,产业链各环节利润率均会承压。若关税长期执行,我们预计供应商产能将继续转移至关税相对低的区域,如南美洲国家。

以旧换新政策 2025 年已加码,期待内需政策继续向好。2025 年政府工作报告中提出,安排超长期特别国债 3000 亿元支持消费品以旧换新,资金支持的规模两倍于 2024 年的支持规模。我们认为家居领域的补贴模式仍在探索中,仍有较大潜力待激发,在政策加码和政策更为精准的情况下,需求端的拉动作用预计更为显著。在今年出口将受到冲击的背景下,国内需求有望得到政策端更大支持,家装领域及地产领域均有望受益,改善家居行业当期业绩及未来需求预期。

投资建议:我们建议关注内需方向:定制家居公司如欧派家居、索菲亚、志邦家居、金牌厨柜等,订单向好,广州等标杆地区销售表现优。

风险提示:地产销售下行超预期;消费需求不及预期;原材料价格大幅波动

(分析师:刘田田 执业编码:S1480521010001 电话:010-66554038 分析师:沈逸伦 执业编码:S1480523060001 电话:010-66554044)

【东兴电力设备及新能源】光伏行业对等关税征收点评:贸易壁垒高悬,全球竞争加剧——光伏行业事件点评(20250408)

事件:

4月2日,美国宣布“对等关税”举措,即美国对贸易伙伴设立 10%的“最低基准关税”,并对某些贸易伙伴征收更高关税,包括中国(34%)、越南(46%)、泰国(36%)、印度尼西亚(32%)、柬埔寨(49%)、老挝(48%)、马来西亚(24%)。4月4日,中方发布系列反制措施,对原产于美国的所有进口商品,在现行适用关税税率基础上加征 34%关税。

点评:

本次加征对等关税举措与美国扶持本土新能源制造战略相契合。美国一直致力于提升本土新能源制造产业的相对竞争力,在本次对等关税举措前,美国推出了通胀削减法案以扶持新能源产业,同时也通过重启反规避调

查等举措推升进口产品关税，在本次对等关税之前，中国光伏行业出口美国的贸易壁垒早已高悬。美国加征对等关税后，预计随着低成本组件供应进一步缩减，美国光伏组件等产品的价格或将上涨，进而推升光伏电站投资成本上升，抑制短期光伏新增装机；从长期看，对等关税的举措，与美国扶持本土新能源制造的战略相符，或将促进美国光伏制造业的投资和发展。

加征对等关税影响小于双反，边际影响相对有限。从 2012 年起，美国就对中国光伏产品征收高额双反税，此外还有 201 关税、301 关税，在高额关税下，中国光伏产品直接出口美国极少。而此前通过东南亚基地对美国出口，可规避高额双反税与 301 关税，但 2024 年美国针对东南亚四国重启双反调查，初步裁定后的双反税大幅上升，最终裁决结果将于 2025 年年中公布，国内光伏企业通过东南亚设厂出口美国的路径将被封堵。尽管从国内企业的角度，本次加征对等关税意味着短期盈利压力进一步增加，东南亚产能或面临减值损失。但综合来看，双反的影响大于加征对等关税，加征对等关税边际影响有限。

技术迭代和成本优势是光伏企业核心竞争力。我们认为，加征对等关税等增加贸易壁垒的举措，使得国际贸易环境更为复杂，将促使各国加速本土光伏产业布局，未来光伏行业将面临更加严峻的全球竞争环境。对于中国光伏企业而言，持续的技术迭代和成本优势始终是光伏行业的核心竞争力。面对新挑战，国内光伏企业要摆脱同质化低价竞争造成的资源浪费，未来随着供给侧改革的推进，看好头部企业将更多精力资源投入到新技术研发，在高效电池技术、新型光伏材料等领域持续突破。

投资策略：我们认为，技术迭代快的电池片和高启停成本的硅料环节，尾部产能有望加速出清，随着行业供给侧自律力度加码，优势辅材龙头也将受益。相关标的通威股份、通灵股份、宇邦新材、福斯特等。

风险提示：需求端增长不及预期、行业竞争加剧超预期、公司成本/盈利改善不及预期、海外政策/地缘政治影响超预期。

（分析师：洪一 执业编码：S1480516110001 电话：0755-82832082）

【东兴电子】电子行业：关税壁垒倒逼产业升级，国产化替代有望加速——中美关税政策点评（20250408）

事件：

北京时间 4 月 3 日凌晨，特朗普公布对等关税措施：对全球征收 10% 的基准关税，4 月 5 日生效；对美国贸易逆差最高的 60 个国家征收额外关税。其中，中国商品面临 34% 的关税税率，并对欧盟、日本、韩国等 20 个经济体加征 17%~49% 的差异化附加关税，将于 4 月 9 日生效。

点评：

中美贸易之间，电子产品是主要贸易商品之一。根据中国海关数据显示，2024 年度中国进口自美国的产品总额约为 1636.24 亿美元（约合人民币 1.16 万亿元），占中国全年进口总额的 6.2%。其中，机械电子类产品位居第一，金额约为 379 亿美元（约合人民币 2759 亿元），在自美国进口产品的总额当中占比约 23.17%。其中，集成电路产品金额约为 118 亿美元（约合人民币 839 亿元）；半导体制造设备及零部件金额约为 45 亿美元（约合人民币 319 亿元）。此次的关税政策将造成直接成本上升与供应链调整，为了应对关税带来的成本

压力，中国企业有望加速自身国产替代以及向非美国国家如日本、韩国、欧洲等地寻求替代供应商。

国产设备进程有望迎来加速期。根据 CINNOResearch 数据，2024 年全球前十大半导体设备厂商中，美国应用材料（AppliedMaterials）、泛林集团（LamResearch）等企业占据全球半导体设备市场约 40% 份额。加征关税后，直接影响关键设备进口成本增长，长期来看，随着国产设备厂商技术与服务的不断成熟，设备国产化比例本来就逐年提升，国产设备厂商有望受益，国产化率增长有望加速。

关税壁垒倒逼产业升级，以模拟芯片为代表的板块国产替代空间巨大。除设备外，此次加征关税 TI 模拟芯片等美国产品价格优势削弱。关税的增长会直接推高国内企业采购成本。在成熟制程如模拟芯片方面，中国受到以 TI、ADI 的激烈竞争，中国大陆模拟芯片的自给率近年来一直在稳步提升但仍较低，2023 年国内模拟芯片自给率为 15% 左右。加税后国产模拟芯片价格优势凸显，在国产化需求急剧提升的背景下叠加国内企业在汽车、工控等应用领域的拓展，中国模拟厂商有望迎来更好的发展机遇，有望加速模拟芯片进一步国产化。

投资建议：当前半导体关税壁垒加速了全球产业链的“结构性重构”，但长期来看，国内有望通过“国产替代+技术迭代+全球协作”的三重路径，在成熟制程以模拟芯片为代表等方面和特色工艺设备领域形成局部优势。受益标的：圣邦股份、思瑞浦、希荻微、南芯科技、纳芯微、北方华创、中微公司、拓荆科技等。

风险提示：市场竞争加剧；政策进一步变化的风险；国产技术研发不及预期。

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

分析师承诺

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

风险提示

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

免责声明

以上内容来源于东兴证券研究报告的观点。

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

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

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

行业评级体系

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

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

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

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。