



A 股投资策略周报

策略专题研究报告
证券研究报告

策略组

分析师：张弛（执业 S1130523070003）
zhangchi1@gjzq.com.cn

分析师：吴慧敏（执业 S1130523080003）
wuhuimin@gjzq.com.cn

联系人：王超特
wangchaote@gjzq.com.cn

海外黄金股“三年三倍”启示：如何精选国内黄金股？

前期报告提要与市场聚焦

前期观点回顾：特朗普关税 2.0，将加速美国“衰退”与美股趋势性调整。特朗普 2.0 关税影响：加速美国经济“衰退”甚至“滞胀”，美股趋势性调整。一是美国通胀上行幅度将远胜于上一轮贸易摩擦。二是加速美国经济“硬着陆”甚至“滞胀”风险开启。三是美股调整是趋势，而非暂时性。四是全球权益市场或共振调整。

当下市场聚焦：1、美国 4 月 2 日“对等关税”措施公布，对于权益市场影响几何？如何看待后续 A 股表现？2、对比海外黄金股，股价高弹性的核心驱动力主要是什么？3、对比哈莫尼和巴里克基本面，我们可以得到什么规律？4、如何筛选 A 股黄金股公司？

美国滞胀风险升温，权益市场“波动率”上升

美国“对等关税”幅度和力度均远超市场预期。从本次“对等关税”措施来看：（1）本次“对等关税”的加征力度远超市场预期，尤其是对“对美贸易逆差大”的国家所征收的关税水平更高；（2）对美贸易顺差较大的一些亚洲经济体和欧盟受到的加征力度明显偏高，或反映特朗普旨在通过关税政策达到增加财政收入，缩减贸易逆差，以及促进制造业回流的三大目标。我参考关税 1.0 的经验，本轮特朗普 2.0 关税政策将大概率加速美国“硬着陆”甚至“滞胀”，从最新落地的“对等关税”情况来看，美国通胀上行风险和增长下行风险或将远胜于上一轮贸易摩擦期间，“滞胀”风险严重升温。回到当下的 A 股、港股市场定价层面，国内基本面“退坡”正在逐步演绎，叠加海外风险攀升，将可能导致居民、企业资产负债表再次面临走弱风险。故我们维持市场“波动率”或趋于上行的观点，中小盘成长风格将“切换”至大盘价值防御，持续周期至少在 1 季度，直至“盈利底”迹象出现；考虑 A 股“市场底”已现+AI 产业逻辑催化，预计科技成长依然具备部分结构性机会。

对比哈莫尼和巴里克，构建黄金股筛选框架，建议关注高 ROE 和困境反转的盈利高增

观察 2023 年以来美股黄金公司哈莫尼和巴里克的股价表现：①哈莫尼股价弹性明显强于巴里克；②拆解盈利和估值贡献来看，股价高弹性更多源自于 EPS 的持续上修。进一步对比两家公司的基本面发现：（1）盈利高增长：无论是迎来困境反转的时间点，还是归母净利润的修复弹性，哈莫尼均表现优于巴里克；（2）盈利能力强：①ROE 来看，2022 年以来哈莫尼的 ROE 持续改善，其 2023 年和 2024 年 ROE 持续保持在 20%以上的高水平区间，而同期巴里克的 ROE 仅为 5%-8%。②现金流充裕程度：无论是经营性现金流，还是自由现金流占营收比重，哈莫尼均表现为更高的修复弹性，显然具备更高的“盈利质量”。

对应至 A 股层面，建议关注“利润弹性”和“盈利质量”兼备的企业。包括：梯队①：山金国际（16.7%）、湖南黄金（11.5%）等，均属于“高 ROE+利润高增”或者“困境反转”类型。梯队②：中金黄金（13.3%）等，ROE 处于中等偏上，但利润增速弱于“第一梯队”（低于 50%）。梯队③：山东黄金（7.8%）等，属于“低 ROE”和“利润低增”。

风格及行业配置：成长明显分化，价值将逐步占优

建议：（一）减持：“渗透率 10%以下”仅靠流动性、情绪驱动的 AI 端侧；（二）增配：有业绩贡献或者潜在出业绩的结构性科技成长方向，包括：（1）光芯片、智能座舱、GPU 及新型显示技术等；（2）AI 基础设施建设，将受益于产业 Capex 及国内财政扩张支持。（三）超配：三大运营商、基建及消费等“增长型红利”资产。（四）黄金股，受益于金价上涨趋势，有望迎来“戴维斯双击”；（五）创新药，短看毛利率改善及 IRR 回升，中长期营收亦有望迎来改善。

风险提示

美国经济“硬着陆”加速确认，超出市场预期；国内出口放缓超预期。



内容目录

一、前期报告提要与市场聚焦.....	4
二、策略观点及投资建议.....	4
2.1 美国滞胀风险升温，权益市场“波动率”显著上升.....	4
2.2 比较海外黄金股：金价上涨区间哈莫尼的股价弹性往往更大.....	4
2.3 哈莫尼 VS 巴里克：高弹性背后的核心是高 ROE 与困境反转的业绩高增.....	7
2.4 对应至 A 股层面，如何筛选黄金股？.....	11
2.5 风格及行业配置：成长明显分化，价值将逐步占优.....	13
三、市场表现回顾.....	13
3.1 市场回顾：国内宽基指数多数上涨，海外权益指数跌多涨少.....	13
3.2 市场估值：A 股主要指数估值多数下跌，海外权益指数估值涨跌参半.....	15
3.3 市场性价比：主要指数配置性价比相对较高.....	16
3.4 盈利预期：盈利预期多数下调.....	19
四、下周经济数据及重要事件展望.....	21
五、风险提示.....	22

图表目录

图表 1：对比 2016、2019-2020 及本轮金价上涨，哈莫尼股价历来就表现为更高的弹性.....	5
图表 2：2010 年以来哈莫尼和巴里克股价走势及年度涨幅.....	5
图表 3：哈莫尼股价与 EPS 走势基本一致.....	6
图表 4：巴里克股价与 EPS 走势基本一致.....	6
图表 5：哈莫尼股价、估值及 EPS 走势.....	6
图表 6：巴里克股价、估值及 EPS 走势.....	7
图表 7：哈莫尼估值 VS 巴里克估值.....	7
图表 8：23 年哈莫尼业绩率先反弹，开启困境反转.....	8
图表 9：哈莫尼净利润创新高，巴里克实际修复偏弱.....	8
图表 10：23-24 年哈莫尼营收增速优于巴里克.....	8
图表 11：23 年哈莫尼毛利率大幅改善.....	8
图表 12：2023 年哈莫尼黄金产量弹性相对较高.....	9
图表 13：哈莫尼成本控制能力相对较优.....	9
图表 14：哈莫尼的 ROE 与“价”.....	9
图表 15：巴里克的 ROE 与“价”.....	9
图表 16：哈莫尼 ROE 远高于巴里克.....	10
图表 17：哈莫尼 ROE 较高背后是高周转率驱动.....	10
图表 18：2023 年哈莫尼净利率率先修复.....	10
图表 19：哈莫尼杠杆水平高于巴里克.....	10
图表 20：哈莫尼经营性现金流占比快速上行.....	10
图表 21：巴里克经营性现金流占比回落后维持低位.....	10
图表 22：哈莫尼自由现金流占比快速上行.....	11



图表 23:	巴里克自由现金流占比回落后维持低位	11
图表 24:	经营性现金流增速哈莫尼更高	11
图表 25:	经营性现金流占比哈莫尼偏低, 但快速上升	11
图表 26:	自由现金流占比哈莫尼已超巴里克	11
图表 27:	库存现金占比哈莫尼超越巴里克	11
图表 28:	基于 ROE 和盈利增速视角筛选黄金股	12
图表 29:	参考海外黄金股比较经验, 我们可得到黄金股的“三大梯队”	13
图表 30:	本周 (3.31-4.4) 国内宽基指数全面下跌, 海外权益指数多数下跌	14
图表 31:	本周 (3.31-4.4) 一级行业涨跌互现, 公共事业领涨, 汽车领跌	15
图表 32:	本周 (3.31-4.4) A 股主要指数估值多数下跌, 海外权益指数估值涨跌参半	16
图表 33:	本周 (3.31-4.4) A 股各行业估值涨跌互现, 社会服务领涨, 汽车领跌	16
图表 34:	万得全 A ERP 高于“滚动均值”	17
图表 35:	上证指数 ERP 高于“滚动均值”	17
图表 36:	沪深 300 ERP 高于“滚动均值”	17
图表 37:	创业板指 ERP 高于“1 倍标准差上限”	17
图表 38:	万得全 A 股债收益差触及“2 倍标准差下限”	17
图表 39:	上证指数股债收益差触及“2 倍标准差下限”	17
图表 40:	沪深 300 股债收益差触及“2 倍标准差下限”	18
图表 41:	创业板指股债收益差触及“2 倍标准差下限”	18
图表 42:	金融的 ERP 与“滚动均值”持平	18
图表 43:	周期的 ERP 高于“滚动均值”	18
图表 44:	消费的 ERP 触及“2 倍标准差上限”	18
图表 45:	成长的 ERP 高于“滚动均值”	18
图表 46:	金融股债收益差触及“2 倍标准差下限”	19
图表 47:	周期股债收益差低于“1 倍标准差下限”	19
图表 48:	消费股债收益差触及“2 倍标准差下限”	19
图表 49:	成长股债收益差低于“1 倍标准差下限”	19
图表 50:	本周 (3.31-4.1) 主要指数盈利预期全面下调	20
图表 51:	本周 (3.31-4.4) 各行业盈利预期多数下调	20
图表 52:	下周全球主要国家核心经济数据一览	21
图表 53:	下周全球主要国家重要财经事件一览	21



一、前期报告提要与市场聚焦

前期观点回顾：特朗普关税 2.0，将加速美国“衰退”与美股趋势性调整。特朗普 2.0 关税影响：加速美国经济“衰退”甚至“滞胀”，美股趋势性调整。一是美国通胀上行幅度将远胜于上一轮贸易摩擦。二是加速美国经济“硬着陆”甚至“滞胀”风险开启。三是美股调整是趋势，而非暂时性。四是全球权益市场或共振调整。

当下市场聚焦：1、美国 4 月 2 日“对等关税”措施公布，对于权益市场影响几何？如何看待后续 A 股表现？2、对比海外黄金股，股价高弹性的核心驱动力主要是什么？3、对比哈莫尼和巴里克基本面，我们可以得到什么规律？4、如何筛选 A 股黄金股公司？

二、策略观点及投资建议

2.1 美国滞胀风险升温，权益市场“波动率”显著上升

美国“对等关税”幅度和力度均远超市场预期。4 月 2 日美国“对等关税”措施公布，具体措施包括：（1）引用《国际紧急经济权力法》（IEEPA）对所有国家征收 10% 的“基础关税”，并于 4 月 5 日生效；（2）对美国贸易逆差最大的国家/地区征收个性化的更高“对等关税”，并于 4 月 9 日生效。不过，加拿大和墨西哥将暂时免受“对等关税”的影响，符合《美墨加贸易协议》（USMCA）的商品可继续获得关税豁免，而不符合《美墨加贸易协议》（USMCA）的商品则享受 25% 的关税；（3）此外，部分商品不受“对等关税”的约束，主要包括钢/铝制品、汽车和汽车零部件、铜、药品、半导体和木材制品、以及金银等。其中，此前 2 月份美国已对钢铁、铝征收 25% 的进口关税且已经生效，同时在本次“对等关税”亦提到对汽车和汽车零部件征收 25% 的关税且立即生效；而其余的商品中如铜、木材制品等，此前美国已基于 232 条款对其发起调查。从本次“对等关税”措施来看：（1）本次“对等关税”的加征力度远超市场预期，尤其是对“对美贸易逆差大”的国家所征收的关税水平更高；（2）对美贸易顺差较大的一些亚洲经济体和欧盟受到的加征力度明显偏高，或反映特朗普旨在通过关税政策达到增加财政收入，缩减贸易逆差，以及促进制造业回流的三大目标。

我们重申观点，参考关税 1.0 的经验，本轮特朗普 2.0 关税政策将大概率加速美国“硬着陆”甚至“滞胀”，从最新落地的“对等关税”情况来看，美国通胀上行风险和增长下行风险或将远胜于上一轮贸易摩擦期间，“滞胀”风险严重升温，主要基于：①更广的加征范围和更大的加征幅度已经得到印证，或将显著推升美国进口关税税率；②可能招致贸易伙伴的“报复性”关税，由此对美国经济的负面含义是更大的；③美联储降息周期受到通胀水平的“掣肘”；④高关税壁垒下，全球贸易活动收缩，经济景气下行，亦会拖累美国增长动力，具体详见报告《特朗普关税 2.0，将加速美国“衰退”与美股趋势性调整》。

维持 A 股、港股波动率上升风险观点。回到当下的 A 股、港股市场定价层面，国内基本面“退坡”正在逐步演绎，叠加海外风险攀升，将可能导致居民、企业资产负债表再次面临走弱风险。这将进一步抑制居民、企业的信用释放，加大 M1 下行风险。显然，基本面“退坡”叠加 M1 下行，意味着企业“分子”、“分母”端均面临调整压力。此外，考虑到港股在经历过年初至今显著涨幅之后，其 ERP 水平已经创下 2021 年 4 月以来新低，反映短期情绪透支明显，一旦国内、外风险抬升，将加大分母端估值波动率抬升。故我们维持市场“波动率”或趋于上行的观点，中小盘成长风格将“切换”至大盘价值防御，持续周期至少在 1 季度，直至“盈利底”迹象出现；考虑 A 股“市场底”已现+AI 产业逻辑催化，预计科技成长依然具备部分结构性机会。

2.2 比较海外黄金股：金价上涨区间哈莫尼的股价弹性往往更大

历史上，相比巴里克，哈莫尼股价往往展示较高的“上涨弹性”。同为黄金股公司（哈莫尼和巴里克的黄金业务收入占比均在 90% 以上），哈莫尼和巴里克的股价均受益于金价的持续性上涨。观察 2015 年底以来三轮金价上涨，相比之下，哈莫尼股价表现出更高的弹性和波动性。其中，2015-2016、2018-2020 期间哈莫尼/巴里克的区间上涨幅度分别为 487%/222%、365%/207%；2022 年 9 月低点以来，哈莫尼累计涨幅已达 5 倍以上，而巴里克涨幅仅 45% 左右。分年度视角来看，哈莫尼受益于业绩的困境反转和维持高 ROE，其股价于 2023 年大幅上涨持续至今。2023、2024 年和 2025 年至今哈莫尼年度股价涨幅分别高达 76%、37% 和 51%，而巴里克涨幅仅 3.9%、-11.3% 和 21.4%。同样受益于黄金价格上涨，但为何哈莫尼和巴里克股价表现却“大相径庭”？在不考虑分红等其他因子的背景下，我们将股价拆解为盈利和估值，这两家公司具备如下特征：



1、短期视角下，股价上涨来源于“估值扩张”，但背后是盈利增长预期推升的估值上行，在业绩披露后往往会消化估值回归中枢。估值层面，哈莫尼、巴里克在 2022-2023 年长期估值中枢（中位数）约 10.6/17.4。从估值走势对比来看，两者在本轮行情估值整体围绕中枢波动，在业绩披露前 EPS 阶段性上涨，业绩披露后盈利消化估值，估值重回至中枢区间，并未存在明显的持续性抬升的行情。

2、中期维度而言 EPS 的持续扩张为股价上涨的核心驱动力。2012 以来黄金股涨跌基本能被 EPS 走势所解释，无论是哈莫尼还是巴里克，其股价表现与 EPS 走势高度正相关。对应至 2023 年以来的黄金股上涨行情，在估值小幅收缩的背景下，哈莫尼股价涨幅主要贡献来自于盈利的大幅上涨，其 EPS 于 2022 年期间开始见底回升，2023 年明显转正且大幅上涨，开启股价的暴涨模式。相比之下，巴里克的 EPS 开启修复的时间略微滞后于哈莫尼且修复程度偏弱，盈利贡献度偏弱使其股价弹性明显弱于哈莫尼。

显然，尽管短期估值扩张同样驱动股价上涨，但本质来源于金价上涨所带来的 EPS 上修预期；且在中期维度下业绩披露后估值中枢或将回归历史均值，股价的高弹性更多来源于“盈利贡献”。因此，以下我们将重点比较哈莫尼和巴里克的基本面数据，以探寻黄金股股价高弹性差异背后的核心财务因子。

图表1：对比 2016、2019-2020 及本轮金价上涨，哈莫尼股价历来就表现为更高的弹性

区间涨跌幅	上涨区间	下跌区间	全区间	上涨区间	下跌区间	全区间	上涨区间
起始日	2015/12	2016/07	2015/12	2018/08	2020/08	2018/08	2022/09
结束日	2016/07	2016/12	2016/12	2020/08	2021/03	2021/03	2025/03
哈莫尼	487%	-57%	155%	365%	-35%	200%	557%
巴里克	222%	-37%	103%	207%	-33%	105%	45%

来源：Bloomberg、国金证券研究所；注：2025 年数据截至 3 月 20 日。

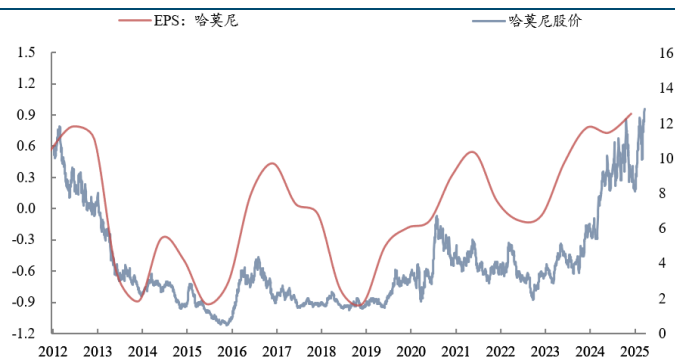
图表2：2010 年以来哈莫尼和巴里克股价走势及年度涨幅



来源：Bloomberg、国金证券研究所



图表3：哈莫尼股价与EPS走势基本一致



来源：Bloomberg、国金证券研究所

图表4：巴里克股价与EPS走势基本一致



来源：Bloomberg、国金证券研究所

图表5：哈莫尼股价、估值及EPS走势



来源：Bloomberg、国金证券研究所；注：估值大幅变化日是因财报披露，盈利调整导致的估值突变。

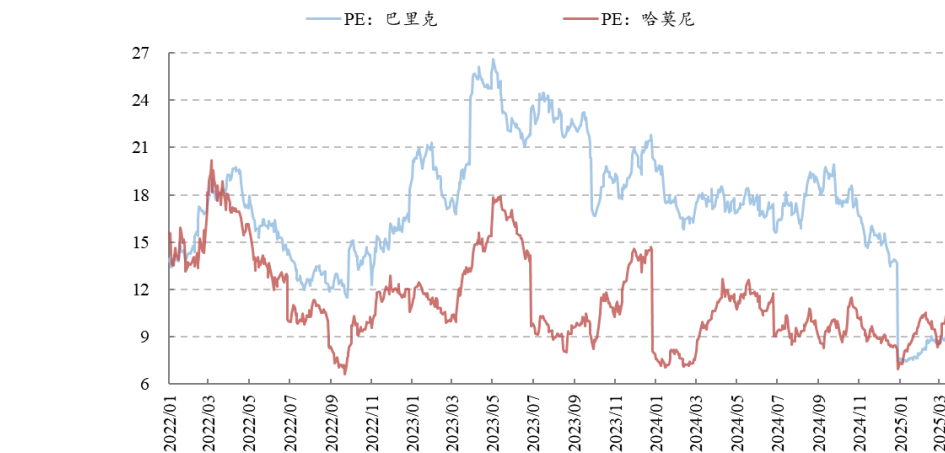


图表6：巴里克股份、估值及 EPS 走势



来源：Bloomberg、国金证券研究所；注：估值大幅变化日是因财报披露，盈利调整导致的估值突变。

图表7：哈莫尼估值 VS 巴里克估值



来源：Bloomberg、国金证券研究所

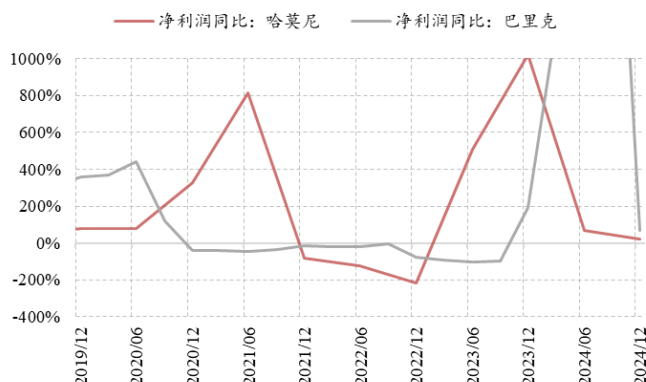
2.3 哈莫尼 VS 巴里克：高弹性背后的核心是高 ROE 与困境反转的业绩高增

哈莫尼困境反转下的业绩增长与盈利新高。对比业绩表现来看：其一，哈莫尼 23 年率先开启困境反转，业绩大幅增长。哈莫尼业绩自 2022 年见底后率先回升，困境反转表现极强，其 2023Q4、2024Q2、2024Q4 净利润（日历年的 TTM 口径，后文财务指标若无特别说明均采用日历年与 TTM 口径）同比增速分别为 1021%、70%、20%。相比之下，巴里克净利润 TTM 口径于 2023Q2 见底，回升同样滞后。其二，单纯看业绩同比增速会受到低基数效应的干扰，从净利润绝对水平和相对前高的修复来看，哈莫尼业绩表现强劲且创下新高。净利润金额来看，哈莫尼 2023Q4 和 2024Q4 均已明显超于前高 21Q2 水平，而巴里克呈现为底部企稳，业绩尚未明显回到前高的水平。其次，以 2021Q2 为基准计算利润年均复合增速，2021Q2-2023Q4、2021Q2-2024Q4 年均复合增速水平，哈莫尼分别为 19.3%和 19.7%，巴里克分别为-23.8%和-4.5%。因此，24 年巴里克业绩虽然同样高弹性，但主因低基数扰动，实则修复偏弱。实际上，我们从营收和毛利率的对比视角同样也能得到哈莫尼业



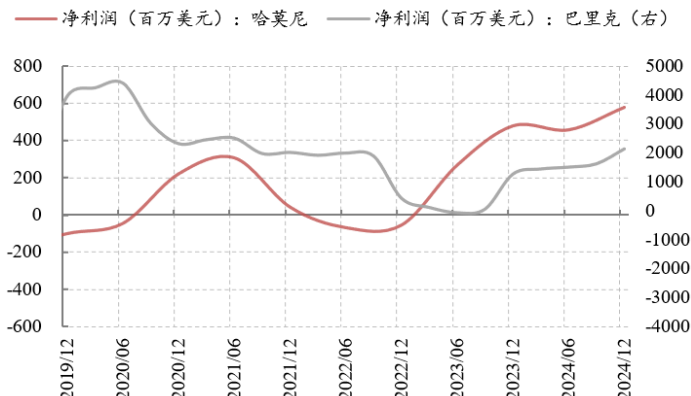
绩高增是“真实修复”的证据。2022-2024 年期间，哈莫尼营收增速优于巴里克，且毛利率修复弹性亦更高。

图表8: 23 年哈莫尼业绩率先反弹，开启困境反转



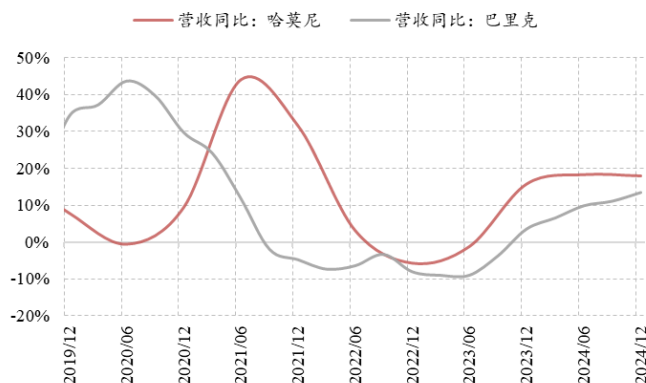
来源: Bloomberg、国金证券研究所。(净利润 TTM 口径)

图表9: 哈莫尼净利润创新高，巴里克实际修复偏弱



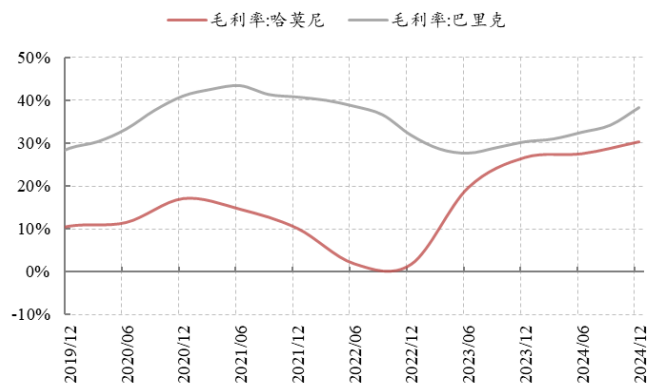
来源: Bloomberg、国金证券研究所。(净利润 TTM 口径)

图表10: 23-24 年哈莫尼营收增速优于巴里克



来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表11: 23 年哈莫尼毛利率大幅改善



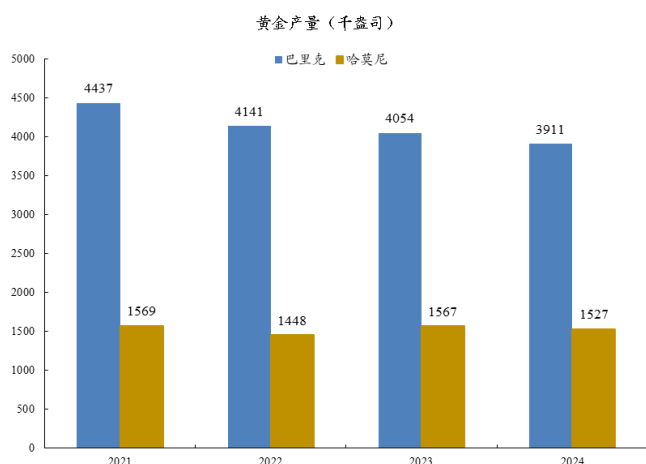
来源: Bloomberg、国金证券研究所

哈莫尼业绩高弹性的背后主要来自于相对稳定的“量”和更优的成本控制。逻辑上讲，我们可以从简单的计算公式“利润=价格×数量-成本”出发理解黄金股利润增长的来源，金价上涨确实会带动黄金股业绩的快速修复，但考虑到黄金价格为国际定价，当我们将视角放到黄金股本身的基本面对比，导致公司业绩差异或主要来源于“量”和“成本”。

(1) “量”的层面，2022-2024 年哈莫尼每年的黄金产量基本维持相对“稳定”，处于 1440-1570 千盎司区间内波动；反观，巴里克则持续处于下行区间，2024 年黄金产量 3911 千盎司，相比 2022 年缩减了 230 千盎司。(2) “成本”层面，以黄金公司的生产维持成本 (All-in Sustaining Costs) 进行衡量，2022H2 至 2023 年期间哈莫尼和巴里克成本曲线走向了两种截然相反的方向。其中，巴里克由 1212 美元/盎司上涨至 1364 美元/盎司，而哈莫尼则由 1767 美元/盎司下跌至 1403 美元/盎司，显然哈莫尼有着更为优秀的成本管控能力，这与前文其更高的毛利率修复弹性相互印证。这背后或一定程度上源于哈莫尼金矿品位的上升与巴里克金矿品位的下降。数据显示，2022-2024 年哈莫尼金矿品位平均水平由 5.37 克/吨上升至 6.11 克/吨，而巴里克则由 1.67 克/吨下降至 0.99 克/吨。

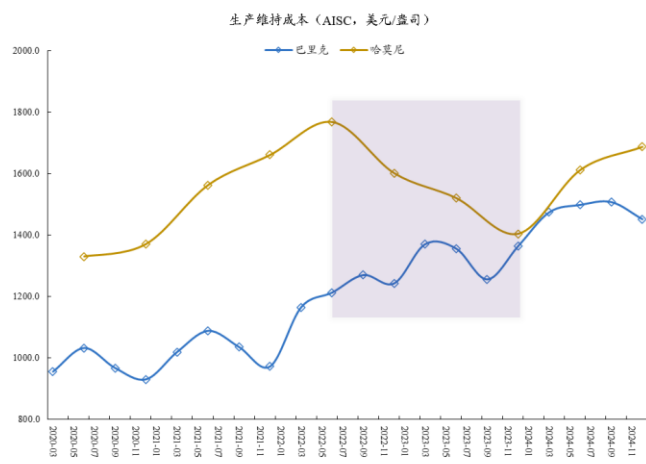


图表12：2023 年哈莫尼黄金产量弹性相对较高



来源：Bloomberg、国金证券研究所

图表13：哈莫尼成本控制能力相对较优

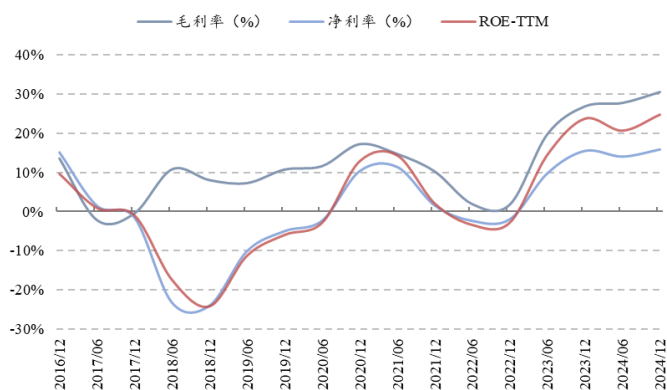


来源：Bloomberg、国金证券研究所

我们更进一步对比哈莫尼和巴里克的盈利能力与盈利质量，发现：

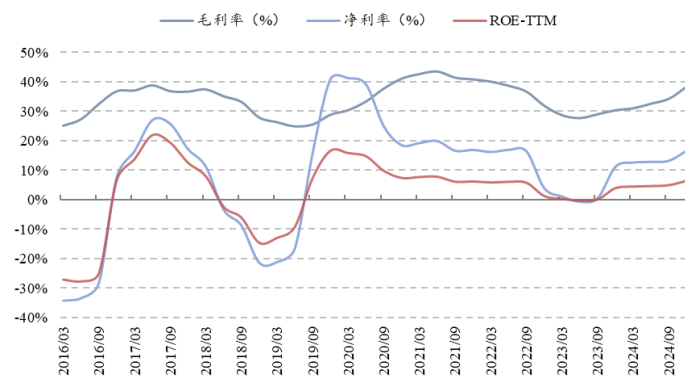
(1) 哈莫尼有着极高的 ROE 的加持，强大的盈利质量形成持续增长的业绩预期。从 ROE-TTM 的绝对水平来看，22 年以来哈莫尼的 ROE 持续改善，其 23 年和 24 年 ROE 持续保持在 20% 以上的高水平区间，而同期巴里克的 ROE 仅为 5%-8%。这与前文巴里克更高的毛利率水平存在一定的差异性（巴里克毛利率高于哈莫尼），换言之，对比毛利率、净利率和 ROE 的走势来看，2021 年以来哈莫尼上述三个指标的趋势基本保持一致，而巴里克则表现为从毛利率到净利率、ROE 存在传导不畅。此外，进一步拆解哈莫尼高 ROE 的来源，则呈现为“量价齐升”的局面，代表“价”的净利率和毛利率持续改善，代表“量”和产能利用率的资产周转率同样一路走高。

图表14：哈莫尼的 ROE 与“价”



来源：Bloomberg、国金证券研究所

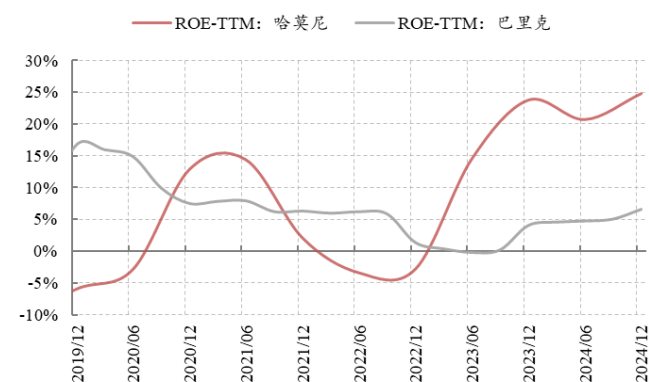
图表15：巴里克的 ROE 与“价”



来源：Bloomberg、国金证券研究所

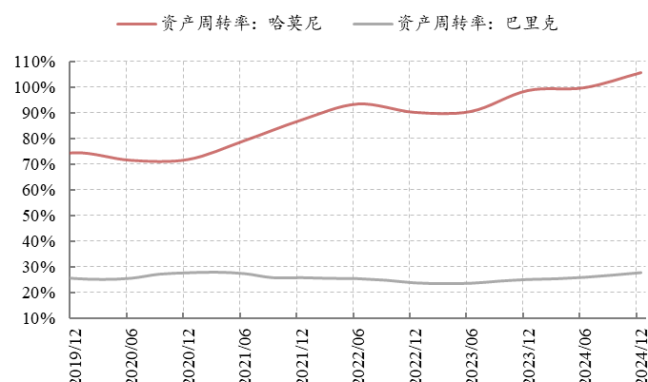


图表16: 哈莫尼 ROE 远高于巴里克



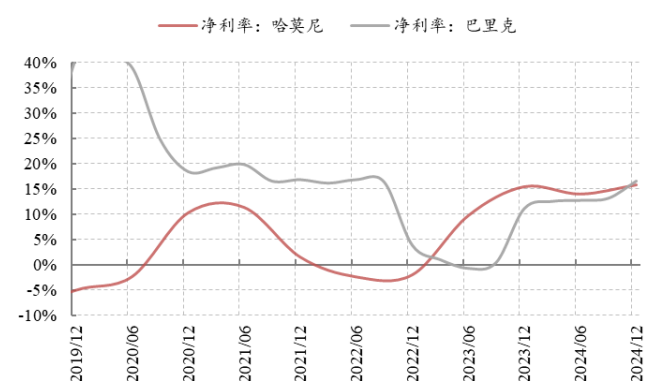
来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表17: 哈莫尼 ROE 较高背后是高周转率驱动



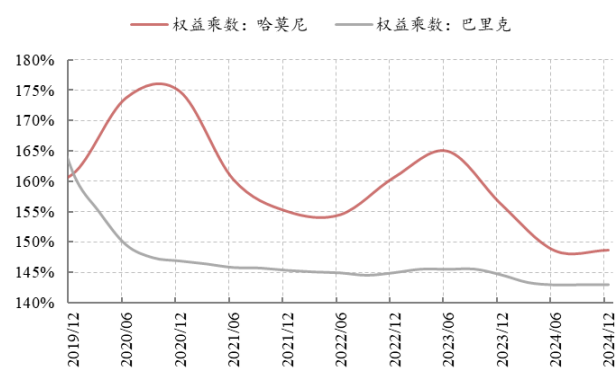
来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表18: 2023 年哈莫尼净利率率先修复



来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表19: 哈莫尼杠杆水平高于巴里克



来源: Bloomberg、国金证券研究所

(2) 哈莫尼较高的盈利质量也体现在其现金流的收益层面, 持续的高 ROE 背后形成了稳定且充裕的现金流回报。经营性现金流占营收比体现企业通过经营将收入转化为现金的能力, 比例越高表明公司运营效率高, 可更好的表征公司的盈利质量。这里, 我们通过对比哈莫尼和巴里克的库存现金、经营性现金流和自由现金流的水平来看, 2023-2025 年哈莫尼各项现金流指标均呈现明显的上行态势, 而巴里克则基本处于低位。

具体而言: 1) 经营性现金流净额占营收比层面, 哈莫尼自 2023 年以来快速上行创新高, 巴里克自 2022 年回落以来仍旧维持低位。且从经营性现金流同比增速来看, 2022-2023 年哈莫尼均明显高于巴里克, 2023 年经营性现金流同比增速达 90% 以上。2) 自由现金流层面, 哈莫尼 2023 年自由现金流占比约 10.5%, 接近 2020Q4 前高, 股价也于 23 年末基本回归到前高水平。24 年自由现金流持续改善达到 14.2%, 推动股价进一步上行。巴里克自由现金流占比 2021Q1 约为 29%, 2022Q2 约为 25.4%, 其股价也持续走低。

图表20: 哈莫尼经营性现金流占比快速上行



图表21: 巴里克经营性现金流占比回落后维持低位





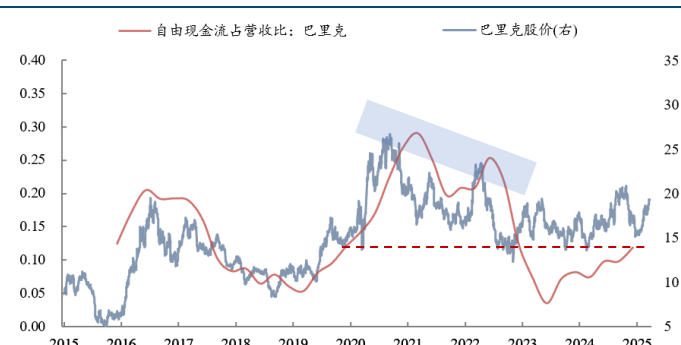
来源：Bloomberg、国金证券研究所

来源：Bloomberg、国金证券研究所

图表22：哈莫尼自由现金流占比快速上行



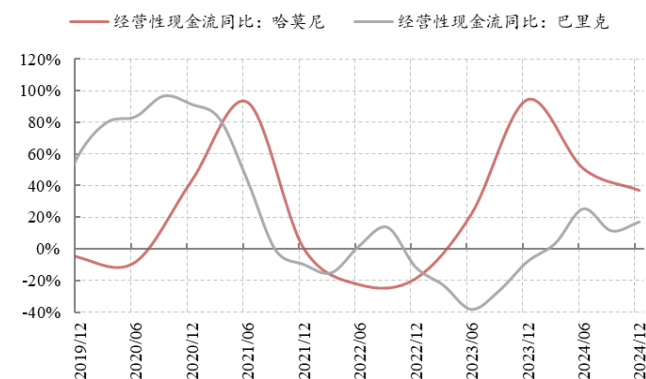
图表23：巴里克自由现金流占比回落后维持低位



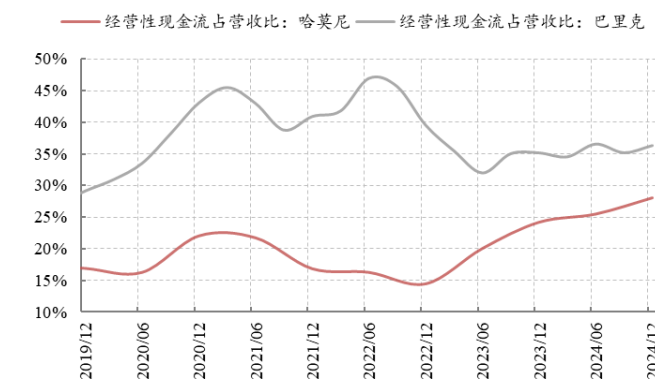
来源：Bloomberg、国金证券研究所

来源：Bloomberg、国金证券研究所

图表24：经营性现金流增速哈莫尼更高



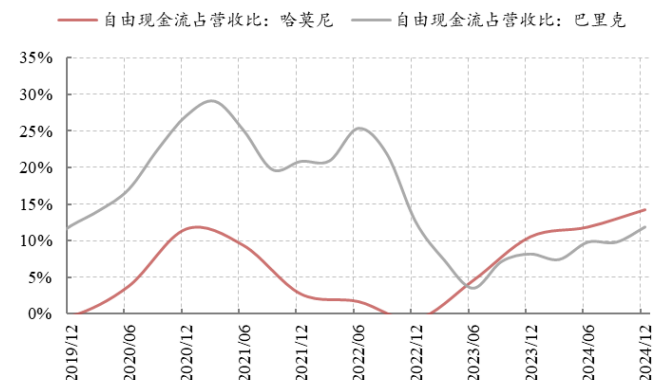
图表25：经营性现金流占比哈莫尼偏低，但快速上升



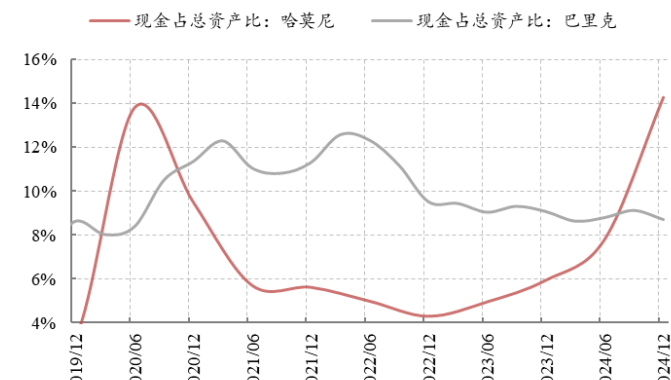
来源：Bloomberg、国金证券研究所

来源：Bloomberg、国金证券研究所

图表26：自由现金流占比哈莫尼已超巴里克



图表27：库存现金占比哈莫尼超越巴里克



来源：Bloomberg、国金证券研究所

来源：Bloomberg、国金证券研究所

2.4 对应至 A 股层面，如何筛选黄金股？

基于前文分析结论黄金股股价的高弹性或更多源自于盈利的高贡献，这主要体现为：①盈利高增：无论是利润的持续高增还是困境反转模式均有可能带来 EPS 对于股价的高贡献；②盈利能力强：无论是 ROE 还是现金流占营收比所衡量的盈利质量水平，股价能够获得高弹性的公司同样具备更强的盈利水平。结合我们已发布报告《2025 年黄金股：底部布局，一飞冲天》中的核心观点：当下 A 股市场正处于“市场底~盈利底”区间，市场



波动率再次回升。黄金股估值本就便宜，一旦美国经济“硬着陆”确认（最快4月），金价四大驱动力将走出趋势，届时，黄金股利润修复弹性凸显，估值在金价中枢趋势上移及避险情绪的叠加影响下，将迎来较大的修复动力及广阔的扩张空间。在黄金股具备上涨驱动力的背景下，这里我们参考海外所得到的规律进一步对我国黄金股上市公司进行筛选：

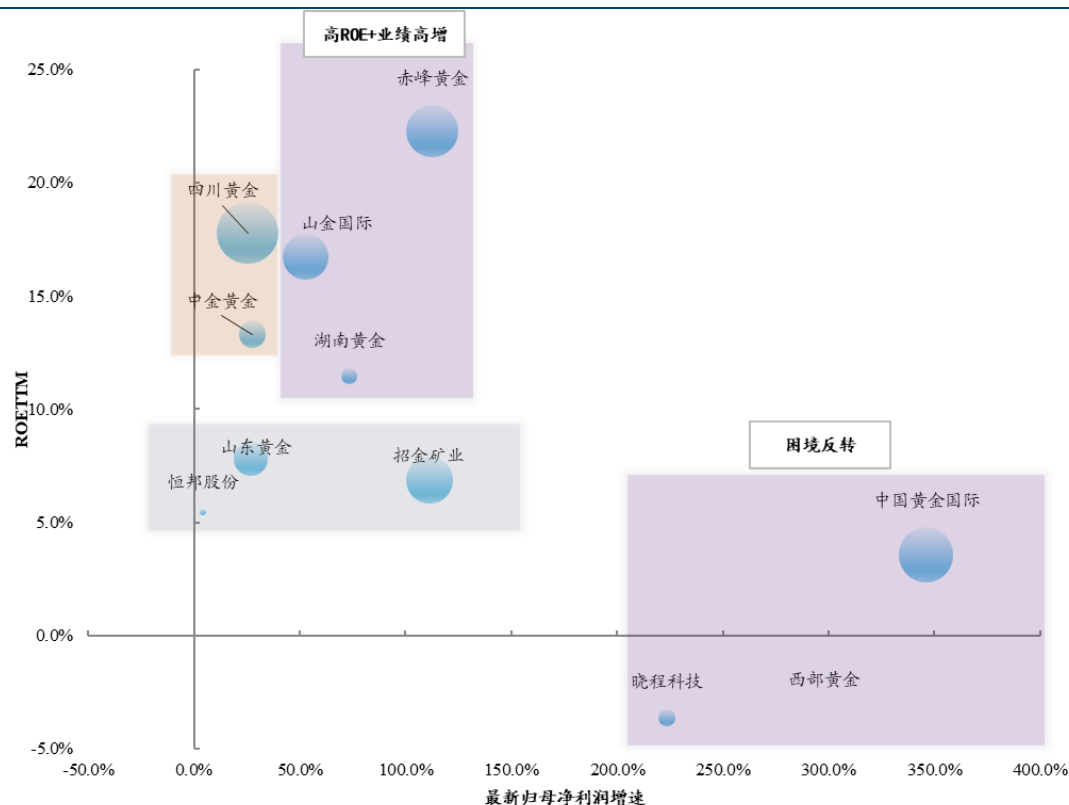
建议关注“利润弹性”和“盈利质量”兼备的企业。基于海外黄金股所呈现出来的历史规律，我们将其映射至A股，筛选条件包括：①高业绩增速；②高ROE，较高的盈利能力使得企业将会更为受益于金价上涨所带来的利润修复弹性；③高经营性现金流占营收比重，意味着公司本身现金流相对充裕。据此，我们按照上述标准对相关标的进行排序：

梯队①：赤峰黄金（最新 ROETTM 为 22.3%，下同）、山金国际（16.7%）、湖南黄金（11.5%）；中国黄金国际（扭亏）、晓程科技（扭亏）和西部黄金（扭亏），其中前三家公司属于“高 ROE”且“利润高增”，2024 年归母净利润均在 50%以上；而后面三家公司则属于“困境反转”，如中国黄金国际尽管当前 ROE 依然偏低，但 2024Q3 单季度利润已实现转正并带来业绩出现大幅增长。

梯队②：中金黄金（13.3%）、四川黄金（17.8%），ROE 处于中等偏上，但利润增速弱于“第一梯队”（低于 50%）。

梯队③：山东黄金（7.8%）、招金矿业（6.8%）和恒邦股份（5.4%），均属于“低 ROE”和“利润低增”，其中，招金矿业和西部黄金利润同比读数的大幅回升主要源于低基数。

图表28：基于 ROE 和盈利增速视角筛选黄金股



来源：Wind、国金证券研究所；注：①赤峰黄金、山金国际、恒邦股份、山东黄金、招金矿业和中国黄金国际均已经披露 2024 年年报，故这几家公司采用的均是截至 2024 年底的数据；②晓程科技的归母净利润增速采用的是 2024 年业绩预告中位数所测算得到，其余指标仍采用截至 2024Q3 的数据；③其余公司由于目前尚未公布 2024 年报，故采用的是截至 2024Q3 的数据。



图表29：参考海外黄金股比较经验，我们可得到黄金股的“三大梯队”

梯队	证券代码	证券简称	ROETTM	趋势图	营收累计增速	趋势图	归母净利润累计增速	趋势图	资产周转率	趋势图	经营性现金流占比	趋势图
①	600988.SH	赤峰黄金	22.3%		25.0%		119.5%		0.46		36.2%	
	000975.SZ	山金国际	16.7%		67.6%		52.6%		0.78		28.5%	
	002155.SZ	湖南黄金	11.5%		20.0%		84.7%		3.26		3.4%	
	2099.HK	中国黄金国际	3.6%		-36.9%		346.0%		0.26		40.6%	
	300139.SZ	晓程科技	-3.6%		28.4%		223.6%		0.25		3.9%	
	601069.SH	西部黄金	6.2%		56.5%		301.2%		0.99		5.2%	
②	600489.SH	中金黄金	13.3%		8.5%		25.3%		1.14		10.0%	
	001337.SZ	四川黄金	17.8%		26.1%		47.1%		0.35		51.4%	
③	600547.SH	山东黄金	7.8%		39.2%		26.8%		0.54		16.2%	
	1818.HK	招金矿业	6.8%		43.2%		111.4%		0.23		30.1%	
	002237.SZ	恒邦股份	5.4%		15.6%		4.1%		3.10		0.5%	

来源：Wind、国金证券研究所；注：①赤峰黄金、山金国际、恒邦股份、山东黄金、招金矿业和中国黄金国际均已经披露 2024 年年报，故这几家公司采用的均是截至 2024 年底的数据；②晓程科技的归母净利润增速采用的是 2024 年业绩预告中位数所测算得到，其余指标仍采用截至 2024Q3 的数据；③其余公司由于目前尚未公布 2024 年报，故采用的是截至 2024Q3 的数据。

2.5 风格及行业配置：成长明显分化，价值将逐步占优

建议：（一）减持：“渗透率 10%以下”仅靠流动性、情绪驱动的 AI 端侧；（二）增配：有业绩贡献或者潜在出业绩的结构性科技成长方向，包括：（1）光芯片、智能座舱、GPU 及新型显示技术等；（2）AI 基础设施建设，将受益于产业 Capex 及国内财政扩张支持。

（三）超配：三大运营商、基建及消费等“增长型红利”资产。（四）黄金股，受益于金价上涨趋势，有望迎来“戴维斯双击”；（五）创新药，短看毛利率改善及 IRR 回升，中长期营收亦有望迎来改善。

三、市场表现回顾

3.1 市场回顾：国内宽基指数多数上涨，海外权益指数跌多涨少

A 股方面，本周（3.31-4.4）宽基指数全面下跌，创业板指（-3.0%）、深证成指（-2.3%）领跌；一级行业涨跌互现，公用事业（2.5%）领涨，汽车（-3.5%）领跌。主要宽基指数中，创业板指（-3.0%）、深证成指（-2.3%）、沪深 300（-1.4%）和中证 800（-1.3%）跌幅居前。主要风格指数全面下跌，宁组合（-3.1%）、茅指数（-2.8%）和大盘成长（-2.5%）领跌。本周市场低开低走，总体来看冲高回落，主要原因在于：随着美国“对等关税”公布日期的临近，前期市场的调整更多体现为避险情绪的升温；而随着最终结果的公布，美国“对等关税”远超市场预期，引发市场对于美国经济衰退的担忧，风险偏好继续回落。

行业方面，本周（3.31-4.4）一级行业涨跌互现，公用事业（2.5%）、农林牧渔（+1.5%）领涨，汽车（-3.5%）、电力设备（-3.5%）领跌。领涨行业原因：（1）公用事业：中办、国办印发《关于完善价格治理机制的意见》。健全促进可持续发展的公用事业价格机制，推动建立促进改革平稳推进的配套制度，完善公共事业改革，带动板块上涨；（2）农林牧渔：本周市场整体呈现震荡态势，在特朗普关税 2.0 的冲击下，具有防御性质的农林牧渔板块受到了投资者的青睐，成为资金避险的选择之一，带动板块个股上涨。领跌行业原因：（1）汽车：在最新的关税政策中，美国政府对进口汽车及零部件加征 25%关税。这项涉及乘用车、轻型卡车及关键零部件的关税措施，引发从制造商到消费者的全产业链震荡，导致投资者对行业未来的发展产生担忧。（2）电力设备：本次对等关税后对于电力设备综合税率大幅提高，电力设备出海阻碍激增，市场对于国内电力设备出海呈消极态度，主力资金大幅流出造成行业表现不佳。

海外权益市场方面，本周（3.31-4.4）全球主要经济体权益指数多数下跌，恒生国企指数（-2.2%）、恒生指数（-2.5%）等指数跌幅相对较窄；而纳斯达克（-10%）、标普 500（-9.1%）、日经 225（-9%）、德国 DAX（-8.1%）等指数跌幅领先。主要原因是特朗普关税 2.0 对于全球贸易市场的冲击，引发了市场对于经济前景的担忧，导致全球股市下行。

大宗商品方面，本周（3.31-4.4）大宗商品价格多数下跌，CZCE 白糖（2.1%）、CBOT 玉米（1.6%）等商品领涨；而 CMOEX 白银（-15.2%）、LME 铜（-10.4%）、WTI 原油（-10%）、LME 镍（-9.9%）、ICE 布油（-9.2%）等则跌幅领先。领涨大宗商品的主要原因：白糖，



巴西干旱天气持续，甘蔗收成预估下调，新榨季开机生产时间或有延迟，供应收紧忧虑为国际糖价带来支撑。领跌大宗商品的主要原因：白银、铜、原油等，美国“对等关税”措施落地超市场预期，引发市场对于未来美国经济的担忧，“滞胀”风险升温甚至可能走向衰退，叠加市场风险偏好回落，带动大宗商品下跌。

图表30：本周（3.31-4.4）国内宽基指数全面下跌，海外权益指数多数下跌

板块	简称	最新值	涨跌幅(%)				过去5年历史分位数(%)	过去20年历史分位数(%)
			周环比(%)	月环比(%)	年初以来(%)	2024年(%)		
A股	上证综指	3342.0	-0.3	0.5	-0.3	12.7	64.6	79.9
	上证50	2662.3	-0.7	1.6	-0.8	15.4	38.6	67.9
	中证1000	6203.3	-1.0	-2.4	4.1	1.2	34.5	65.5
	科创50	1018.1	-1.1	-5.8	2.9	16.1	70.7	70.7
	中证500	5845.5	-1.2	-1.6	2.1	5.5	33.9	68.2
	中证800	4190.1	-1.3	-0.9	-0.9	12.2	33.9	68.2
	沪深300	3861.5	-1.4	-0.6	-1.9	14.7	33.0	71.4
	深证成指	10365.7	-2.3	-2.9	-0.5	9.3	24.1	50.0
	创业板指	2065.4	-3.0	-5.7	-3.6	13.2	24.6	63.4
	大盘价值	7927.6	-0.3	1.8	-1.8	26.9	85.1	95.5
风格指数	小盘价值	6593.1	-0.4	1.5	1.5	7.6	64.3	84.4
	小盘成长	4679.4	-1.8	-2.8	3.8	-2.3	24.1	58.6
	大盘成长	4032.9	-2.5	-1.2	-1.9	7.6	19.9	71.3
	茅指数	446004.1	-2.8	-1.9	1.5	7.3	30.5	82.6
	宁组合	33232.0	-3.1	-3.7	4.5	-3.0	31.5	77.5
海外权益	恒生国企指数	8420.1	-2.2	0.6	15.5	26.4	61.8	26.7
	恒生指数	22849.8	-2.5	-0.4	13.9	17.7	59.4	56.7
	韩国综合	2465.4	-3.6	-2.5	2.7	-9.6	34.2	82.3
	澳洲	7667.8	-3.9	-6.5	-6.0	7.5	86.0	96.5
	英国富时	8055.0	-7.0	-8.0	-1.4	5.7	96.0	99.0
	道琼斯	38314.9	-7.9	-9.9	-9.9	12.9	87.1	96.7
	法国CAC40	7275.0	-8.1	-9.6	-1.4	-2.2	86.9	96.7
	德国DAX	20641.7	-8.1	-7.5	3.7	18.8	96.7	99.1
	日经225	33780.6	-9.0	-9.5	-15.3	19.2	75.9	93.9
	标普500	5074.1	-9.1	-12.2	-13.7	23.3	84.3	96.0
商品	纳斯达克	15587.8	-10.0	-14.8	-19.3	28.6	82.4	95.6
	CZCE白糖	6189.0	2.1	4.5	4.1	-5.7	76.1	79.3
	CBOT玉米	460.5	1.6	2.0	0.4	-2.7	34.5	63.0
	DCE铁矿石	788.5	0.5	0.9	1.5	-20.0	40.2	69.0
	CBOT小麦	530.0	0.3	-1.3	-3.9	-12.3	9.8	42.3
	COMEX黄金	3056.1	-1.9	4.6	15.7	27.4	99.7	99.9
	CBOT大豆	977.3	-4.5	-2.2	-3.3	-22.2	17.5	46.9
	LME铝	1906.0	-5.9	-5.2	-2.4	-5.7	16.7	33.9
	NYMEX天然气	3.8	-6.1	-12.2	5.1	44.5	74.4	75.0
	LME铝	2378.5	-6.6	-9.1	-6.8	7.1	57.8	74.0
	LME锌	2657.0	-7.0	-5.5	-10.8	12.5	34.7	68.1
	波罗的海干散货指数	1489.0	-7.1	18.0	49.3	-52.4	41.6	51.2
	ICE布油	66.1	-9.2	-7.0	-11.5	-2.9	24.5	42.3
	LME镍	14758.0	-9.9	-7.7	-3.7	-7.8	15.1	42.1
	ICE WTI原油	62.0	-10.0	-7.8	-13.0	-0.5	24.1	43.0
	LME铜	8780.0	-10.4	-6.0	0.1	2.6	69.4	90.4
	COMEX白银	29.5	-15.2	-8.8	1.0	21.6	94.8	92.6

来源：Wind、国金证券研究所



图表31：本周（3.31-4.4）一级行业涨跌互现，公共事业领涨，汽车领跌

板块	行业	最新值	涨跌幅（%）				过去5年历史分位数（%）	过去20年历史分位数（%）
			周环比（%）	月环比（%）	年初以来（%）	2024年（%）		
中游制造	公用事业	2347.0	2.5	4.7	-2.0	10.2	73.1	69.7
下游消费	农林牧渔	2585.3	1.5	3.2	2.2	-11.6	13.7	55.8
下游消费	医药生物	7567.1	1.2	2.4	4.8	-14.3	17.9	63.2
下游消费	美容护理	4528.4	1.2	4.0	3.9	-10.3	12.6	56.5
金融	银行	4012.1	0.9	3.5	2.6	34.4	93.8	97.8
上游周期	交通运输	2171.8	0.8	1.4	-3.7	13.0	30.4	38.8
上游周期	煤炭	2629.9	0.6	5.6	-9.5	4.4	46.4	60.2
下游消费	社会服务	8482.1	0.5	3.8	6.2	-5.1	28.6	82.0
下游消费	食品饮料	17970.1	0.1	5.0	0.1	-8.0	16.1	79.0
下游消费	纺织服装	1504.8	0.0	1.2	0.7	-5.3	19.7	20.5
-	综合	2649.9	-0.1	-2.0	-3.0	3.2	54.6	73.8
中游制造	钢铁	2251.0	-0.1	0.0	7.1	0.2	46.5	41.9
上游周期	石油石化	2187.3	-0.2	1.0	-5.5	6.2	30.5	46.3
中游制造	环保	1743.5	-0.2	2.1	4.1	1.9	29.1	35.4
中游制造	建筑装饰	1900.7	-0.3	-2.1	-4.6	5.6	19.1	37.8
中游制造	建筑材料	4493.8	-0.3	2.2	2.3	-5.9	16.5	49.9
下游消费	商贸零售	2061.1	-0.5	-2.7	-7.9	13.7	19.4	14.5
TMT	通信	2903.0	-0.8	-5.1	-2.5	28.8	93.3	92.2
金融	房地产	2050.1	-0.9	-4.1	-5.0	-2.1	12.4	15.0
下游消费	轻工制造	2003.2	-1.0	-1.6	-1.2	-6.0	13.5	43.8
上游周期	基础化工	3412.8	-1.2	-0.1	4.0	-5.1	30.9	77.4
TMT	传媒	673.3	-1.3	-2.2	4.5	2.2	58.9	58.6
金融	非银金融	1763.4	-1.3	-0.3	-5.5	30.2	54.3	68.7
TMT	计算机	4666.2	-1.9	-8.8	5.9	4.4	50	75.2
中游制造	国防军工	1446.5	-2.0	-1.7	-1.9	7.1	35.1	72.0
中游制造	机械设备	1658.4	-2.5	-3.7	9.3	5.0	88.9	92.4
TMT	电子	4467.0	-2.7	-7.7	0.8	18.5	63.7	90.5
上游周期	有色金属	4737.9	-2.9	2.3	9.7	3.2	61.5	82.7
下游消费	家用电器	8476.7	-3.5	0.3	0.4	25.4	77.8	94.4
中游制造	电力设备	6949.9	-3.5	-5.4	-2.3	3.1	29.5	80.3
下游消费	汽车	6955.1	-3.5	-1.6	8.3	16.3	96	98.6

来源：Wind、国金证券研究所

3.2 市场估值：A股主要指数估值多数下跌，海外权益指数估值涨跌参半

A股方面，本周（3.31-4.4）A股主要宽基指数估值多数下跌，创业板指（-2.7%）、科创50（-0.9%）估值领跌，深证成指（+2.6%）估值领涨。从过去20年PE-TTM历史分位数来看，创业板指处于较低历史分位数水平。风格指数中，宁组合（-4.4%）、大盘成长（-2.5%）估值跌幅居前。海外方面，本周海外市场主要指数估值涨跌参半，标普500（+1.7%）、纳斯达克（+1.7%）领涨，恒生指数（-1.5%）、恒生国企指数（-1.3%）估值跌幅居前；道琼斯、标普500估值处于过去20年较高历史分位数水平。

行业方面，本周（3.31-4.4）各行业估值涨跌互现。从PE来看，社会服务（+78.7%）、计算机（+9.0%）行业估值涨幅明显，而汽车（-5.0%）、电力设备（-3.4%）行业的估值则略有回落。



图表32：本周（3.31-4.4）A股主要指数估值多数下跌，海外权益指数估值涨跌参半

板块	简称	PE最新值	PE涨跌幅(%)				过去5年历史分位数(%)	过去20年历史分位数(%)	PB最新值	PB涨跌幅(%)	
			周环比(%)	月环比(%)	年初以来(%)	2024年(%)				周环比(%)	月环比(%)
A股	科创50	99.9	-0.9	-12.2	17.2	88.1	98.1	98.2	4.6	-1.6	-6.4
	深证成指	25.5	2.6	-0.2	2.6	19.0	42.4	58.2	2.2	-2.0	-2.9
	中证1000	38.1	-0.7	-2.4	4.4	3.7	67.2	46.8	2.1	-0.8	-2.4
	上证50	10.7	-0.3	-0.7	-4.6	21.8	59.5	46.8	1.2	-1.1	-1.1
	中证800	13.9	-0.1	-1.0	-2.8	18.6	56.7	45.6	1.4	-1.4	-1.8
	中证500	28.5	0.0	-0.7	3.4	26.2	83.8	44.7	1.8	-0.9	-1.4
	上证综指	14.2	-0.4	-0.9	-2.1	16.1	73.0	41.5	1.3	-0.9	-1.3
	沪深300	12.4	-0.1	-0.9	-3.9	19.1	53.8	41.4	1.3	-1.5	-1.8
	创业板指	31.3	-2.7	-7.0	-5.8	19.4	23.7	10.8	3.9	-3.1	-7.0
风格指数	大盘成长	18.2	-2.5	-2.3	-4.6	19.4	21.9	54.8	2.6	-2.9	-2.8
	小盘成长	26.8	-0.7	-2.4	4.9	18.8	78.4	43.8	2.4	-1.6	-2.9
	大盘价值	8.2	0.7	1.0	-4.3	28.4	76.9	42.4	0.9	-0.3	-0.4
	茅指数	18.0	-2.4	-2.0	-10.6	7.4	8.0	33.6	2.9	-2.4	-0.9
	小盘价值	15.2	-0.5	2.8	2.7	2.0	70.6	33.5	1.1	-0.2	1.7
	宁组合	28.4	-4.4	-8.5	-0.5	27.2	23.9	8.1	4.5	-4.3	-5.5
海外	道琼斯	25.9	-9.5	-14.3	-22.8	30.8	79.7	89.1	7.2	-9.5	-14.4
	标普500	23.4	-8.9	-13.0	-17.6	14.4	28.1	75.3	4.3	-8.9	-13.0
	纳斯达克	34.1	-9.6	-16.7	-25.3	6.4	21.9	59.4	5.3	-9.6	-15.9
	英国富时	16.0	-6.8	-6.4	-16.1	84.8	45.8	57.1	1.7	-7.0	-7.2
	德国DAX	16.9	-3.8	-8.2	1.1	32.4	63.3	56.2	1.7	-8.1	-9.1
	恒生国企指数	9.5	-1.3	1.0	13.8	17.6	67.7	53.2	1.0	-1.5	0.2
	澳洲	18.1	-3.7	-5.4	-0.5	10.9	51.0	42.8	-	-	-
	恒生指数	10.2	-1.5	-1.3	11.0	11.6	58.8	39.1	1.1	-1.7	-1.2
	韩国综合	12.9	-3.7	-4.0	2.1	-34.6	28.6	36.8	0.9	-3.4	-4.4
	法国CAC40	14.6	-14.7	-17.5	-7.0	13.5	31.3	27.0	1.8	-8.1	-11.2
	日经225	16.6	-8.6	-9.2	-11.9	-4.7	29.5	16.7	1.6	-9.9	-10.4

来源：Wind、国金证券研究所

图表33：本周（3.31-4.4）A股各行业估值涨跌互现，社会服务领涨，汽车领跌

板块	行业	PE最新值	PE涨跌幅(%)				过去5年PE历史分位数(%)	过去20年PE历史分位数(%)	PB最新值	PB涨跌幅(%)				过去5年PB历史分位数(%)	过去20年PB历史分位数(%)
			周环比(%)	月环比(%)	年初以来(%)	2024年(%)				周环比(%)	月环比(%)	年初以来(%)	2024年(%)		
A股	计算机	80.4	9.0	0.0	24.4	11.7	94.6	95.2	3.9	-2.3	-9.7	10.8	14.0	59.4	50.5
	钢铁	30.5	0.7	7.0	17.3	22.2	99.9	80.3	1.0	0.0	1.0	9.8	8.3	57.1	26.7
	房地产	35.5	-1.9	-1.3	-3.6	194.9	91.7	77.3	0.7	1.4	0.0	0.0	1.3	18.1	3.9
	国防军工	69.0	1.8	2.3	5.9	35.7	83.2	68.6	3.0	-2.3	-2.6	0.7	7.7	28.8	45.5
	电子	54.8	-2.8	-8.5	4.4	18.1	88.5	67.0	3.6	-3.6	-8.7	4.4	35.0	58.0	62.4
	机械设备	33.1	-2.8	-6.7	10.7	7.9	94.0	64.3	2.5	-3.1	-5.9	11.5	6.9	65.2	44.1
	汽车	26.2	-5.0	-7.8	6.1	2.7	32.5	64.2	2.6	-3.2	-4.1	10.3	15.9	86.9	63.6
	商贸零售	34.2	2.4	-0.5	-7.5	28.2	77.7	58.2	1.7	-0.6	-2.9	9.8	11.8	46.7	18.1
	建筑材料	26.0	-0.2	-2.3	7.2	22.4	96.7	51.6	1.1	0.0	0.9	3.7	5.9	15.5	3.3
	综合	46.3	-17.8	-19.3	-22.1	19.9	45.4	42.6	1.5	-0.7	-1.9	3.2	12.2	40.7	13.3
	基础化工	24.3	-0.5	0.6	6.6	7.4	71.3	42.2	1.8	-1.6	-0.5	5.2	2.7	21.9	12.5
	社会服务	44.2	78.7	85.1	89.7	52.9	22.7	38.6	3.0	1.3	5.5	8.2	1.4	29.8	23.7
	美容护理	34.5	1.2	4.8	4.6	11.7	23.7	38.2	3.2	1.3	4.6	4.3	15.7	12.1	36.2
	传媒	39.8	-1.5	-2.7	7.3	2.1	73.2	36.1	2.5	-1.6	-3.1	7.2	4.3	65.3	21.6
	煤炭	11.3	1.4	6.1	-6.9	36.8	86.0	33.1	1.2	0.0	5.2	-7.6	3.5	27.4	16.3
	美容护理	34.5	1.2	4.8	4.6	11.7	23.7	31.4	3.2	1.3	4.6	4.3	15.7	12.1	36.2
	家用电器	15.1	-4.6	-1.1	-0.2	22.6	51.6	29.4	2.5	-5.0	-1.6	-0.8	14.2	32.5	44.8
	石油石化	15.7	-0.4	2.4	-2.7	9.5	69.4	28.8	1.2	0.0	0.8	-4.0	8.2	10.1	2.4
	轻工制造	24.4	-0.7	-2.2	-0.9	12.4	36.4	26.6	1.7	0.6	0.6	1.8	7.6	19.2	18.9
	医药生物	31.3	-0.1	0.8	3.9	18.9	55.0	26.2	2.6	1.2	2.8	16.6	10.5	19.7	15.3
	交通运输	15.6	-0.3	-4.4	-5.6	19.3	56.8	25.5	1.3	0.8	0.8	-0.8	7.2	21.4	9.8
	银行	6.1	0.8	0.8	4.3	36.8	67.3	24.5	0.5	0.0	0.0	3.8	25.6	53.4	11.5
	电力设备	30.2	-3.4	-5.7	-0.1	84.2	40.1	23.0	2.3	-3.3	-4.9	0.0	8.0	17.9	18.2
	有色金属	20.0	-3.2	0.0	9.7	15.0	43.6	18.1	2.2	-3.1	0.0	9.6	2.5	28.4	20.5
	建筑装饰	9.5	1.2	-0.1	0.7	16.8	55.0	14.4	0.7	0.0	-1.4	1.1	11.9	11.9	2.5
	纺织服饰	20.6	0.9	2.7	2.2	13.0	33.0	14.3	1.7	0.0	1.2	11.2	4.6	25.2	14.4
	环保	21.2	0.1	1.7	2.3	3.5	53.2	13.4	1.5	0.0	2.8	5.0	2.9	28.9	6.4
	非银金融	14.5	-3.3	-6.6	-9.2	16.0	34.7	12.8	1.3	-1.5	0.0	11.6	27.9	51.5	11.1
	食品饮料	21.0	0.1	5.8	2.3	15.1	12.0	10.6	4.4	0.0	5.0	11.6	14.5	11.1	41.1
	公用事业	17.4	2.5	5.0	1.7	-8.9	12.2	7.5	1.5	2.0	4.1	0.7	8.4	38.8	12.9
	农林牧渔	18.4	-2.4	-16.8	-16.7	55.8	14.8	3.2	2.3	1.3	4.0	3.5	14.8	9.0	15.0

来源：Wind、国金证券研究所

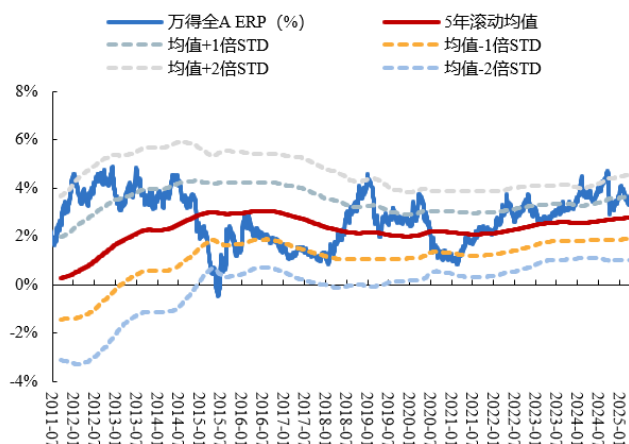
3.3 市场性价比：主要指数配置性价比相对较高

指数方面，本周（3.31-4.4）主要宽基指数的ERP呈上升趋势，按照五年滚动来看，万得全A、上证指数、沪深300、创业板指均高于“滚动均值”，创业板指高于“1倍标准差上限”。股债收益差涨跌参半，其中万得全A股债收益差、上证指数股债收益差上行，而沪深300股债收益差、创业板指股债收益差则转为下行趋势，按照五年滚动来看，万得全A、上证指数、沪深300、创业板指均触及“2倍标准差下限”。

风格方面，本周（3.31-4.4）主要风格指数的ERP呈上升趋势。按照五年滚动来看，金融风格指数与“滚动均值”几乎持平，周期、消费、成长风格指数均高于“滚动均值”，其中消费触及“2倍标准差上限”。股债收益差全面上行，按照五年滚动来看，金融、消费风格指数触及“2倍标准差下限”，成长、周期风格指数低于“1倍标准差下限”。

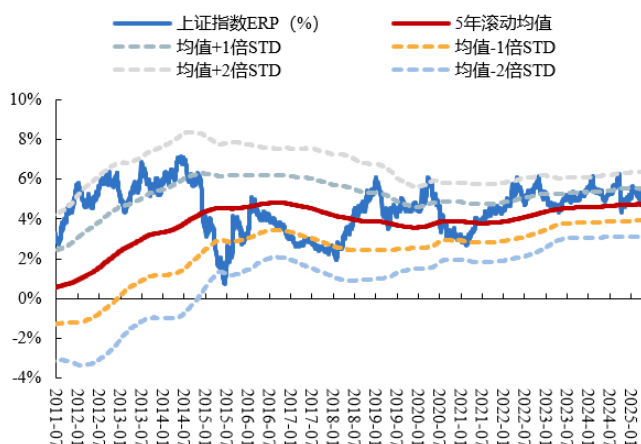


图表34: 万得全 A ERP 高于“滚动均值”



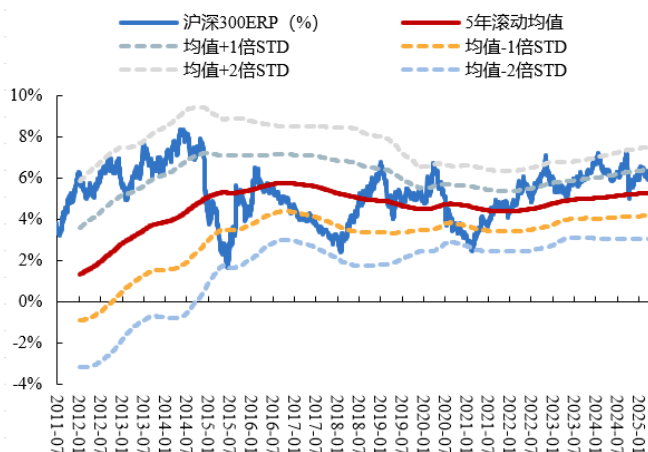
来源: Wind、国金证券研究所

图表35: 上证指数 ERP 高于“滚动均值”



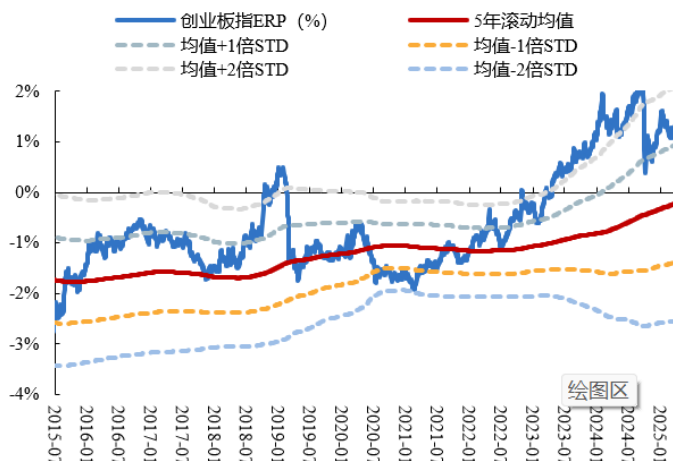
来源: Wind、国金证券研究所

图表36: 沪深 300 ERP 高于“滚动均值”



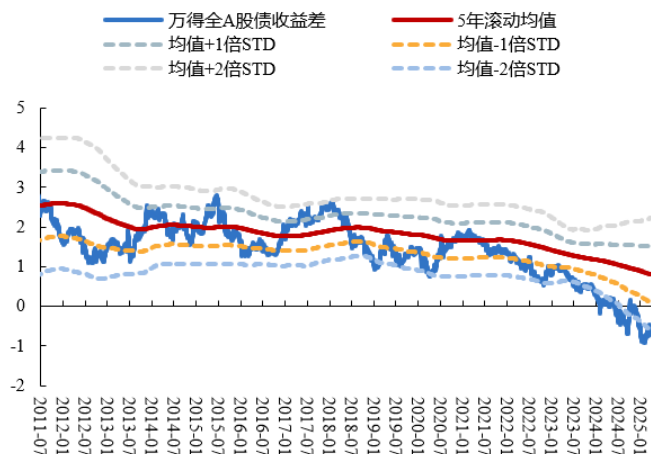
来源: Wind、国金证券研究所

图表37: 创业板指 ERP 高于“1 倍标准差上限”



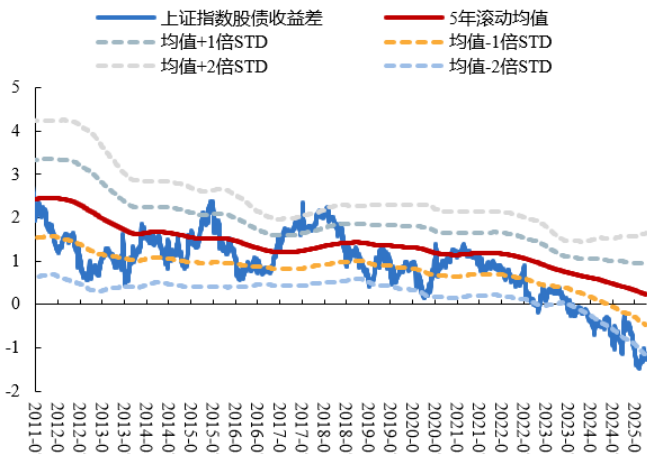
来源: Wind、国金证券研究所

图表38: 万得全 A 股债收益差触及“2 倍标准差下限”



来源: Wind、国金证券研究所

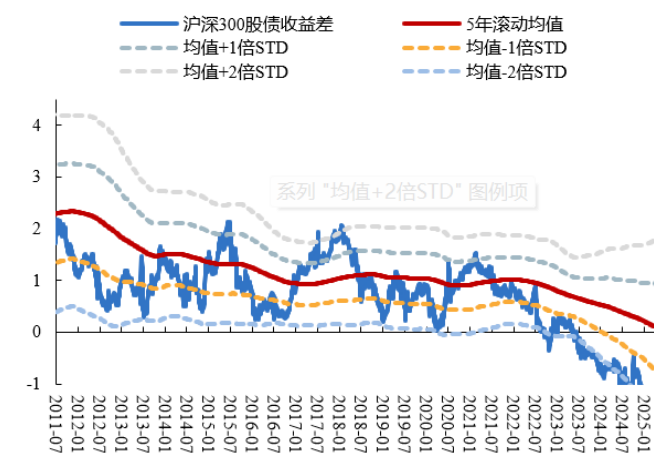
图表39: 上证指数股债收益差触及“2 倍标准差下限”



来源: Wind、国金证券研究所

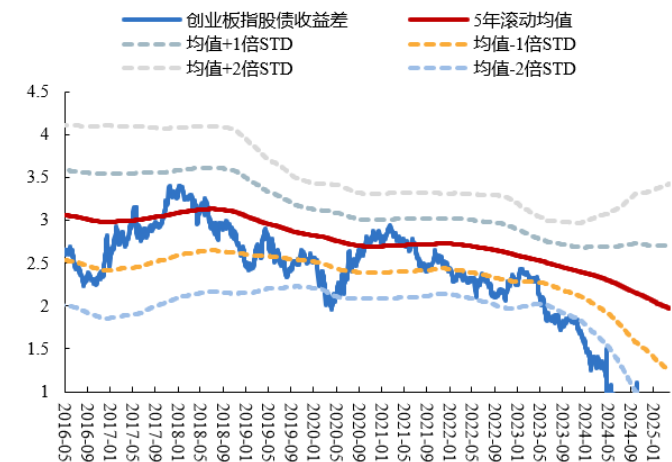


图表40: 沪深300股债收益差触及“2倍标准差下限”



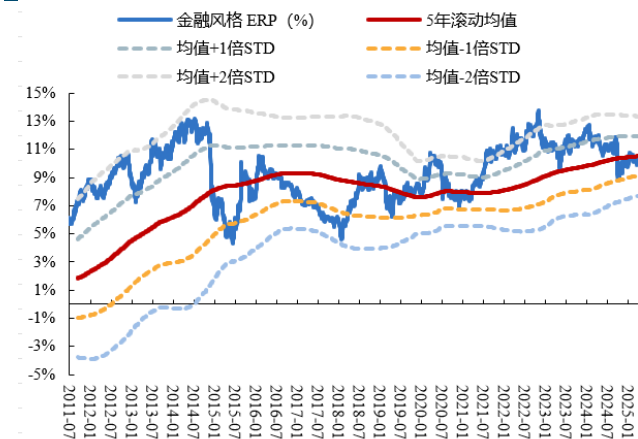
来源: Wind、国金证券研究所

图表41: 创业板指股债收益差触及“2倍标准差下限”



来源: Wind、国金证券研究所

图表42: 金融的ERP与“滚动均值”持平



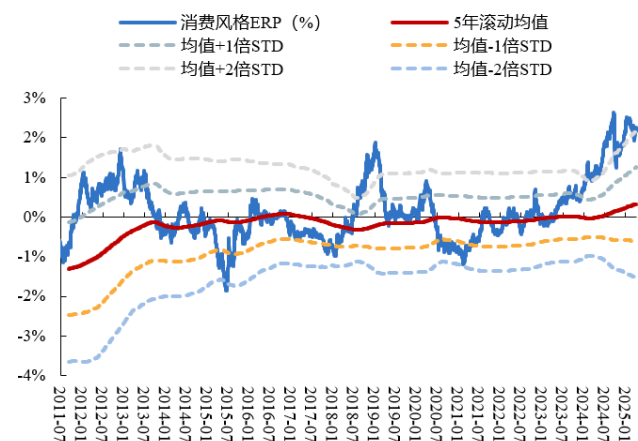
来源: Wind、国金证券研究所

图表43: 周期的ERP高于“滚动均值”



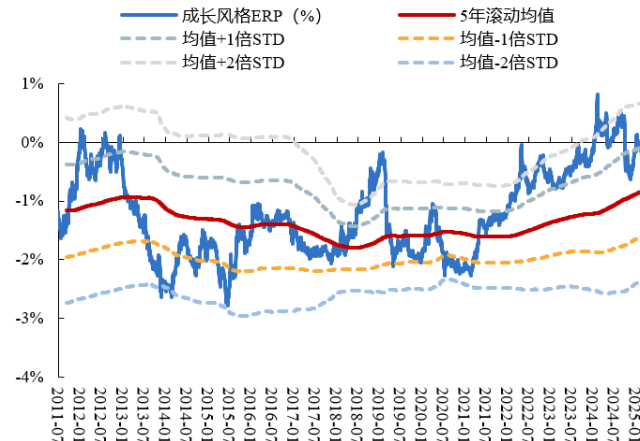
来源: Wind、国金证券研究所

图表44: 消费的ERP触及“2倍标准差上限”



来源: Wind、国金证券研究所

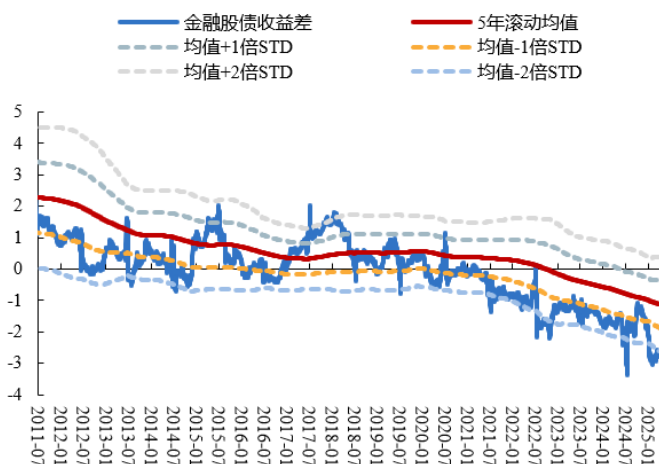
图表45: 成长的ERP高于“滚动均值”



来源: Wind、国金证券研究所

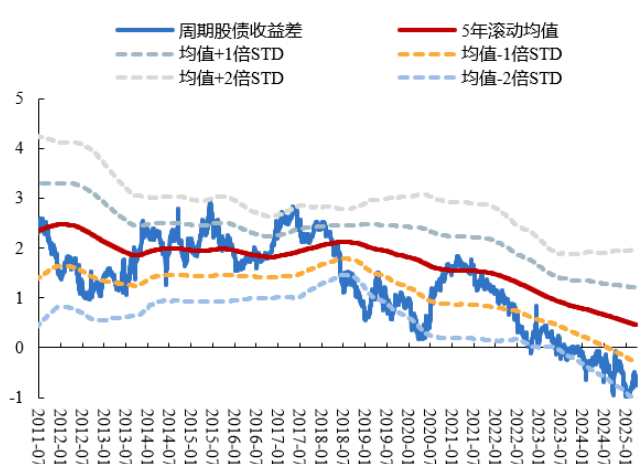


图表46：金融股债收益差触及“2倍标准差下限”



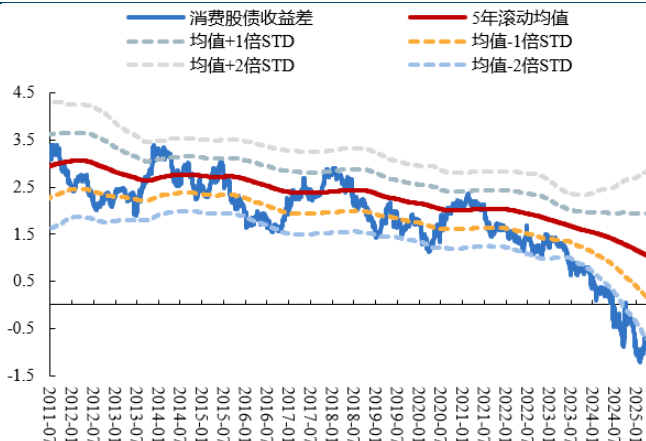
来源：Wind、国金证券研究所

图表47：周期股债收益差低于“1倍标准差下限”



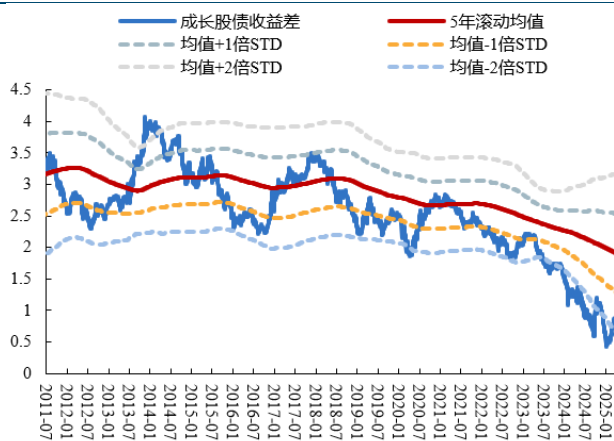
来源：Wind、国金证券研究所

图表48：消费股债收益差触及“2倍标准差下限”



来源：Wind、国金证券研究所

图表49：成长股债收益差低于“1倍标准差下限”



来源：Wind、国金证券研究所

3.4 盈利预期：盈利预期多数下调

指数方面，本周（3.31-4.1）主要指数盈利预期全面下调。主要宽基指数中，深证成指（-4.2%）、中证500（-2.9%）盈利预期下调幅度居前；主要风格指数中，大盘成长（-2.2%）、小盘成长（-1.1%）、小盘价值（-1.1%）盈利预期下调较多。

行业方面，本周（3.31-4.1）各行业盈利预期多数下调。周期板块中，钢铁（-149.1%）盈利预期显著下调；传统消费板块中，社会服务（-35.1%）、轻工制造（-19.3%）盈利预期降幅居前；成长板块中，计算机（-14.4%）盈利预期降幅较大；金融板块中，房地产（-50.3%）盈利预期大幅下调。



图表50: 本周 (3.31-4.1) 主要指数盈利预期全面下调

板块	指数	当前预测 2024EPS	近一周 变化	近一个月 变化	年初至今变 化	2025年预测 EPS	2023年实际 EPS
宽基 指数	上证指数	0.79	-0.56%	-1.1%	-2.6%	0.79	0.76
	深证成指	0.68	-4.15%	-6.8%	-12.1%	0.68	0.70
	沪深300	1.09	-0.75%	-1.3%	-2.3%	1.09	1.03
	创业板指	1.28	-1.14%	-3.5%	-10.5%	1.28	1.21
	中证500	0.40	-2.90%	-5.3%	-10.0%	0.40	0.41
	科创50	0.47	0.76%	5.6%	-11.3%	0.47	0.68
	上证50	1.19	-0.07%	0.2%	0.1%	1.19	1.08
	中证800	0.93	-0.96%	-1.7%	-3.2%	0.93	0.89
	中证1000	0.33	-1.16%	-2.9%	-11.4%	0.33	0.27
风格 指数	大盘成长	1.25	-2.2%	-2.7%	-3.6%	1.25	1.27
	大盘价值	1.20	-0.2%	-0.7%	-0.9%	1.20	1.11
	小盘成长	0.54	-1.1%	-5.3%	-13.7%	0.54	0.54
	小盘价值	0.43	-1.1%	-4.0%	-6.4%	0.43	0.39
	茅指数	3.64	-0.1%	0.7%	13.8%	3.64	3.00
	宁组合	2.93	-0.5%	-1.1%	-1.8%	2.93	2.99

来源: Wind、国金证券研究所

图表51: 本周 (3.31-4.4) 各行业盈利预期多数下调

风格 板块	行业	当前预测 2024EPS	近一周 变化	近一个月 变化	年初至今变 化	2025年预测 EPS	2023年实际 EPS
周期	煤炭	1.02	-0.7%	-1.7%	-3.1%	1.02	1.24
	有色金属	0.57	-2.0%	-5.2%	-8.5%	0.57	0.53
	交通运输	0.41	-0.7%	-1.8%	-5.5%	0.41	0.37
	基础化工	0.40	-1.0%	-3.0%	-8.7%	0.40	0.37
	石油石化	0.80	-4.5%	-6.5%	-8.1%	0.80	0.79
	钢铁	-0.01	-149.1%	-133.1%	-115.4%	-0.01	0.13
	建筑材料	0.25	-11.7%	-17.5%	-24.7%	0.25	0.40
	建筑装饰	0.59	-3.4%	-3.6%	-8.7%	0.59	0.62
	电力设备	0.43	-1.2%	-4.8%	-15.8%	0.43	0.73
	机械设备	0.36	-1.3%	-2.5%	-5.9%	0.36	0.33
	国防军工	0.22	-14.4%	-18.4%	-30.9%	0.22	0.26
	公用事业	0.44	-0.9%	-3.3%	-5.5%	0.44	0.40
传统 消费	环保	0.29	-0.5%	-3.5%	-5.8%	0.29	0.25
	汽车	0.63	-2.8%	-2.0%	-6.3%	0.63	0.54
	家用电器	1.39	-0.5%	-1.0%	-1.6%	1.39	1.36
	纺织服装	0.38	-1.3%	-2.3%	-4.9%	0.38	0.35
	商贸零售	0.13	-6.3%	-13.0%	-23.4%	0.13	0.11
	食品饮料	2.34	0.0%	-0.6%	-1.5%	2.34	2.18
	社会服务	0.19	-35.1%	-36.9%	-39.3%	0.19	0.18
	农林牧渔	0.41	9.9%	8.9%	-8.0%	0.41	-0.04
	轻工制造	0.28	-19.3%	-19.7%	-22.2%	0.28	0.33
	医药生物	0.49	0.1%	-3.2%	-11.4%	0.49	0.48
成长	美容护理	0.73	0.1%	-2.5%	-8.7%	0.73	0.68
	电子	0.35	-1.3%	-2.7%	-11.6%	0.35	0.25
	计算机	0.15	-14.4%	-30.3%	-39.4%	0.15	0.14
	传媒	0.14	-0.8%	-8.6%	-20.7%	0.14	0.22
	通信	0.95	-0.2%	-0.1%	-1.8%	0.95	0.85
	房地产	-0.39	-50.3%	-72.5%	-310.6%	-0.39	-0.12
金融	银行	1.13	0.4%	1.0%	1.3%	1.13	1.11
	非银金融	1.05	2.8%	2.5%	5.6%	1.05	0.65
综合		-0.18	11.3%	13.1%	1.6%	-0.18	-0.25

来源: Wind、国金证券研究所



四、下周经济数据及重要事件展望

图表52: 下周全球主要国家核心经济数据一览

日期	国家/地区	指标	前值	预测值
2025-04-07	中国	3月外汇储备(亿美元)	32,272.24	
2025-04-07	中国	3月黄金储备(万盎司)	7,361.00	
2025-04-10	中国	3月PPI:同比(%)	-2.2	-2.2
2025-04-10	中国	3月CPI:同比(%)	-0.7	-0.06
2025-04-11	中国	3月M2:同比(%)	7	7.06
2025-04-11	中国	3月M1:同比(%)	0.1	0.3
2025-04-11	中国	3月M0:同比(%)	9.70	
2025-04-11	中国	3月新增人民币贷款(亿元)	10,100.00	29,500.00
2025-04-11	中国	3月社会融资规模:当月值(亿元)	22,375.00	48,250.00
2025-04-11	中国	3月社会融资规模存量:同比(%)	8.20	8.18
2025-04-11	中国	3月社会融资规模存量(万亿元)	417.29	
2025-04-11	中国	3月M0(亿元)	132,756.61	
2025-04-11	中国	3月M1(亿元)	1,094,370.01	
2025-04-11	中国	3月M2(亿元)	3205173.24	
2025-04-07	欧盟	2月欧盟:零售销售指数:同比(%)	1.6	
2025-04-07	欧盟	2月欧元区:零售销售指数:同比(%)	1.5	
2025-04-07	欧盟	2月欧盟:零售销售指数:季调:环比(%)	-0.2	
2025-04-07	欧盟	2月欧元区:零售销售指数:季调:环比(%)	-0.3	
2025-04-08	欧盟	第四季度欧盟:房价指数:同比(%)	3.8	
2025-04-08	欧盟	第四季度欧元区:房价指数:同比(%)	2.6	
2025-04-08	欧盟	第四季度欧盟:房价指数:环比(%)	1.4	
2025-04-08	欧盟	第四季度欧元区:房价指数:环比(%)	1.4	
2025-04-10	美国	4月05日初请失业金人数:季调((人)	219000	
2025-04-10	美国	3月CPI:季调:同比(%)	2.8	
2025-04-10	美国	3月核心CPI:季调:同比(%)	3.1	
2025-04-10	美国	3月CPI:季调:环比(%)	0.2	
2025-04-10	美国	3月核心CPI:季调:环比(%)	0.2	
2025-04-11	美国	3月政府财政赤字(百万美元)	307017	
2025-04-11	美国	3月核心PPI最终需求:季调:同比(%)	3.4	
2025-04-11	美国	3月核心PPI最终需求:季调:环比(%)	-0.1	
2025-04-11	美国	3月PPI最终需求:季调:同比(%)	3.2	
2025-04-11	美国	3月PPI最终需求:季调:环比(%)	0	
2025-04-11	美国	3月核心PPI:季调:环比(%)	0.4	
2025-04-11	美国	3月核心PPI:季调:同比(%)	2.1	
2025-04-11	美国	4月密歇根消费者情绪指数(初值)	57	
2025-04-11	日本	3月M2:同比(%)	1.2	
2025-04-11	日本	3月M2(万亿日元)	1,253.10	

来源: Wind、国金证券研究所

图表53: 下周全球主要国家重要财经事件一览

日期	国家/地区	事件
2025-04-09	美国	4月09日EIA公布周度能源报告
2025-04-09	新西兰	4月新西兰联储公布利率决议和货币政策报告
2025-04-09	印度	印度央行公布利率决议

来源: Wind、国金证券研究所



五、风险提示

- (1) 美国经济“硬着陆”加速确认，超出市场预期，将导致国内出口增速明显放缓，国内资产端加速下行；从而再次影响居民、企业资产负债表恶化，掣肘市场表现；
- (2) 国内出口放缓超预期，背后是全球经济景气下行，或导致国内通缩风险持续扩大。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究