

晨会纪要

数据日期: 2025-04-03	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)	3342.00	10365.73	3861.50	11362.96	2827.14	1018.07
涨跌幅度 (%)	-0.24	-1.40	-0.58	-1.27	-1.71	-0.45
成交额 (亿元)	4865.10	6511.09	2636.84	2236.35	2989.90	910.93

晨会主题

【重点推荐】

宏观与策略

宏观专题: 债海观潮，大势研判——四月盘整等待方向

宏观专题: 债海观潮，大势研判——盘整等待方向

宏观快评: 美国加征关税政策解读-美国经济滞胀风险加大，中国经济“以内补外”

【常规内容】

宏观与策略

宏观周报: 高技术制造业宏观周报-国信周频高技术制造业扩散指数继续回升

宏观周报: 宏观经济宏观周报-高频指标表现弱于季节性，但投资景气继续上升

固定收益快评：可交换私募债跟踪 - 私募 EB 每周跟踪 (20250331-20250403)

固定收益月报: 债市阿尔法追踪-3 月：债市走势分化，中短期限信用债收益率下行显著

固定收益周报: 政府债务周度观察——一季度政府债净融资 4.1 万亿

固定收益周报: 公募 REITs 周报（第 12 期）-保障房领涨，供给再提速

固定收益周报: 超长债周报——避险情绪升温，超长债暴涨

固定收益周报: 转债市场周报-外部冲击待消化，建议调仓至内需主导板块

策略专题: ESG 月度观察（2025 年第 3 期）-绿证市场迈入高质量发展阶段

策略专题: 价格全方位多维跟踪体系（2025 年第三期）-有色引领上游价格回暖

策略专题: 策略数据说-美股“盈利预喜”拆解

策略专题: AI 赋能资产配置（十一）-从算力平权到投研平权

策略专题: 估值周观察 (4 月第 1 期)-“对等关税”掣肘，海外估值承压

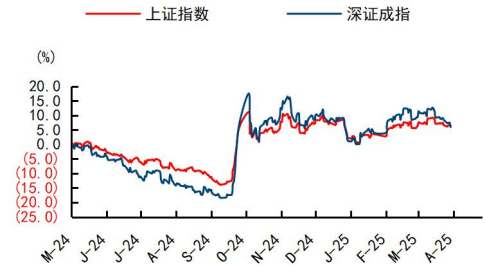
策略快评: 高质量发展应对海外不确定性-后续市场怎么看：2018 还是 2020？

策略月报: 大类资产月度策略（2025.04）-风险资产价值重估

行业与公司

海外市场专题: 港股市场速览-大盘进一步受贸易战情绪压制

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 07 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	22849.81	-1.52

基金指数 04 月 07 日

	收盘指数	涨跌幅%
债券基金指数	3231.14	0.06
股票基金指数	10108.99	0.02
混合基金指数	9399.03	0.00

汇率 04 月 07 日

	收盘指数/价	涨跌幅%
欧元兑美元	1.09	-0.77
美元兑人民币	7.22	-0.13
美元兑港币	7.77	-0.03
美元兑日元	147.0	0.62

非流通股解禁 04 月 07 日

名称	解禁数量 (万股)	流通股增加%	解禁日期
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
云南旅游	6857.37	100.00	2025-01-16

海外市场专题:美股市场速览-贸易战全面升级,科技行业领跌
港股4月投资策略:美股牛市终结
纺服行业月报:纺织服装品牌力跟踪月报202503期-全棉时代315引发关注,阿迪达斯小红书涨粉速度领先
纺服行业快评:纺织服装海外跟踪系列五十八-露露乐蒙2024财年及四季度业绩超预期,中国市场持续引领增长
银行行业专题:银行业2024年年报综述-零售贷款不良生成拐点何时出现?
银行理财2025年4月月报:避险情绪下的银行理财应对
电新行业周报:锂电产业链双周评(4月第1期)-欧洲电车需求稳中向好,宁德时代加速换电站布局
电新行业周报:AIDC电力设备/电网产业链周评(4月第1周)-电价市场化改革持续推进,电网投资内需保持强劲
电新行业周报:风电产业链周评(4月第1周)-阳江三山岛柔直海缆中标公示,重视零部件量价齐增
计算机行业专题:信创产业加快发展,关注科技内循环
公用环保2025年3月投资策略:中办、国办印发《关于完善价格治理机制的意见》,重视公用事业板块的防御属性
农业行业专题:关于对美国进口农产品加征关税的分析专题-我国对美进口商品加征关税,全面看多农业板块
湖北宜化(000422.SZ)财报点评:资产重组持续推进,2024年归母净利润同比增长44%
中国中免(601888.SH)财报点评:2024年业绩探底,跟踪需求恢复节奏与海南封关进展
中国东方教育(00667.HK)海外公司财报点评:提效控费成效显著,高中生源提供增长新引擎
锦江酒店(600754.SH)财报点评:短期经营承压,静待整合潜力释放
三未信安(688489.SH)财报点评:收入增长超31%,云和运营商市场快速成长
道通科技(688208.SH)财报点评:业务结构持续优化,“传统+数智新能源”业务业绩表现亮眼
宝信软件(600845.SH)财报点评:全年业绩承压,IDC和PLC业务有望回暖
雅迪控股(01585.HK)财报点评:2024年利润承压,2025年有望迎来恢复
小牛电动(NIU.O)财报点评:积极推进产品及渠道变革,有望迎来底部反转
赛力斯(601127.SH)财报点评:营收高速增长,净利润接近预告上限
金风科技(002202.SZ)财报点评:风机盈利持续向好,海外业绩订单双高
贵州茅台(600519.SH)财报点评:2024年稳健收官,2025年目标收入增长9%
海天味业(603288.SH)财报点评:2024年改革势能释放,2025年经营周期有望向上
柏楚电子(688188.SH)财报点评:2024年年报点评:收入同比增长23%,切割头盈利能力提升
美图公司(01357.HK)海外公司财报点评:付费渗透率达4.7%,生产力场景和海外场景拓展进度良好
上海电力(600021.SH)财报点评:经营业绩持续改善,煤电、新能源稳步发展
国邦医药(605507.SH)财报点评:医药原料药盈利改善,归母净利润同比+28%

金融工程

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 188 期)

金融工程周报:主动量化策略周报-成长稳健组合年内相对主动股基指数超额收益 7.78%

金融工程周报:多因子选股周报-非流动性冲击因子表现出色,中证 1000 指增组合年内超额 4.34%

金融工程周报:港股投资周报-港股精选组合年内上涨 17.07%,相对恒生指数超额 3.16%

金融工程周报:基金周报-中央汇金持有 ETF 规模超万亿,中证 A500 红利指数等 3 条指数将发布

金融工程日报:两市低开收跌,科技股承压回调、红利风格坚挺

【重点推荐】

宏观与策略

◆ 宏观专题：债海观潮，大势研判——四月盘整等待方向

行情回顾：3月资金面紧张缓解，经济数据稳中向好，利率债和信用债走势分化；利率债方面，3月1、3、5年期品种收益率均有不同程度上行；信用债方面，短期限品种信用利差大幅收窄，幅度均超过20BP；违约方面，3月违约金额略有下降；

海外基本面：美国服务业景气度回升，新增就业小幅上涨；美国核心通胀回落，通胀预期保持高位；欧日通胀回落，日本经济景气下滑；

国内基本面：基于生产法测算的1-2月份月度GDP同比增速约为5.1%，较上年12月回落0.5个百分点，略高于全年经济增速目标值。其中工业、服务业生产均构成向下拖累，建筑业小幅拉升。需求方面，内需延续回暖修复态势，外需仍保持较强的韧性但抢出口效应明显减弱。高频跟踪来看，2025年3月国信高频宏观扩散指数B持续上升，表现优于历史平均水平，指向国内以房地产、基建为代表的经济增长动能环比改善；价格方面，3月国内CPI同比或明显回升，PPI同比持平上月；

货币政策：一季度货币政策例会明确提出“实施适度宽松的货币政策”，并强调“加大货币财政政策协同配合”；

热点追踪：考察“负利率”时代政策利率和市场利率的传导关系，多数时候市场利率对政策利率存在一定的领先性，但是超预期超常规的货币政策则会领先于市场；

大势研判：以史为鉴，当前债券市场牛熊转换的节点尚未出现；预计短期债市盘整为主，10年期国债波动区间【1.7%，1.9%】；

证券分析师：赵婧（S0980513080004）、季家辉（S0980522010002）、李智能（S0980516060001）、田地（S0980524090003）、董德志（S0980513100001）

◆ 宏观专题：债海观潮，大势研判——盘整等待方向

行情回顾：3月资金面紧张缓解，经济数据稳中向好，利率债和信用债走势分化；利率债方面，3月1、3、5年期品种收益率均有不同程度上行；信用债方面，短期限品种信用利差大幅收窄，幅度均超过20BP；违约方面，3月违约金额略有下降；

海外基本面：美国服务业景气度回升，新增就业小幅上涨；美国核心通胀回落，通胀预期保持高位；欧日通胀回落，日本经济景气下滑；

国内基本面：基于生产法测算的1-2月份月度GDP同比增速约为5.1%，较上年12月回落0.5个百分点，略高于全年经济增速目标值。其中工业、服务业生产均构成向下拖累，建筑业小幅拉升。需求方面，内需延续回暖修复态势，外需仍保持较强的韧性但抢出口效应明显减弱。高频跟踪来看，2025年3月国信高频宏观扩散指数B持续上升，表现优于历史平均水平，指向国内以房地产、基建为代表的经济增长动能环比改善；价格方面，3月国内CPI同比或明显回升，PPI同比持平上月；

货币政策：一季度货币政策例会明确提出“实施适度宽松的货币政策”，并强调“加大货币财政政策协同配合”；

热点追踪：考察“负利率”时代政策利率和市场利率的传导关系，多数时候市场利率对政策利率存在一定的领先性，但是超预期超常规的货币政策则会领先于市场；

大势研判：以史为鉴，当前债券市场牛熊转换的节点尚未出现；预计短期债市盘整为主，10年期国债波动区间【1.7%，1.9%】；

证券分析师：赵婧（S0980513080004）、季家辉（S0980522010002）、李智能（S0980516060001）、田地（S0980524090003）、董德志（S0980513100001）

◆ 宏观快评:美国加征关税政策解读-美国经济滞胀风险加大,中国经济“以内补外”

美国宣布对部分国家征收较高的对等关税,其他国家征收 10% 的基础关税,对等关税细节如表 1 所示。值得注意的是,基准和对等关税属于叠加关税,是在现有关税上的额外征收。但部分商品可以豁免对等关税,依然维持之前的关税税率,包括钢铝、汽车及零配件、铜、药品、半导体、木材、黄金以及美国无法获得的特定矿产和能源。目前来看,加征 34%对等关税后,美国对中国累积关税达到 54%。(如果考虑到 2018-2019 的 301 关税,累计对华有效关税更高,估计在 66%左右)

证券分析师: 季家辉(S0980522010002)、李智能(S0980516060001)、田地(S0980524090003)、董德志(S0980513100001)

【常规内容】

宏观与策略

◆ 宏观周报:高技术制造业宏观周报-国信周频高技术制造业扩散指数继续回升

国信周频高技术制造业扩散指数继续回升。截至 2025 年 3 月 29 日当周,国信周频高技术制造业扩散指数 A 录得 0.4,较上期继续回升;国信周频高技术制造业扩散指数 B 为 52.0,较上期回升。从分项看,丙烯腈、动态随机存储器价格上升,航空航天、半导体行业景气度上升;六氟磷酸锂、6-氨基青霉烷酸、中关村电子产品价格指数不变,新能源、医药、计算机行业景气度不变。

高技术产业跟踪方面:

高技术制造业高频数据跟踪上,6-氨基青霉烷酸价格 320 元/千克,与上周持平;丙烯腈价格 8900 元/吨,较上周上升 200 元/吨;动态随机存储器(DRAM)价格 0.8520 美元,较上周上升 0.03 美元;晶圆(Wafer)价格最新一期报 2.72 美元/片,较上周上升 0.14 美元/片;六氟磷酸锂价格 6.05 万元/吨,与上周持平;中关村电子产品价格指数:液晶显示器最新一期报 91.04,与上周持平。

高技术制造业政策动向上,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。

高技术制造业前沿动态上,4 月 1 日,小米汽车公布数据显示,2025 年 3 月,小米 SU7 交付量超 29000 台。小米汽车表示,目前产能提升进展顺利,有信心达成 350000 台全年交付目标。

风险提示:高技术制造业发展和结构调整带来指标失灵;经济政策和产业政策干预;经济增速下滑。

证券分析师: 邵兴宇(S0980523070001)、董德志(S0980513100001)

◆ 宏观周报:宏观经济宏观周报-高频指标表现弱于季节性,但投资景气继续上升

主要结论:高频指标表现弱于季节性,但投资景气继续上升

经济增长方面,本周(4 月 4 日所在周)国信高频宏观扩散指数 A 由正转负,指数 B 小幅回落,走势偏弱。从分项来看,本周投资领域景气继续上升,消费领域景气变化不大,房地产领域景气有所回落;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 均会季节性回升,平均每周上升 0.17,本周指数 B 标准化后下降 0.14,表现弱于历史平均水平,指向以房地产、基建为代表的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 11 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)本周食品与非食品价格均上涨。预计 3 月 CPI 食品价格环比约为-1.5%,非食品价格环比约为-0.2%,整体 CPI 环比约为-0.5%,CPI 同比回升至-0.1%。

(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 3 月国内 PPI 环比约为-0.1%,

PPI 同比持平上月的-2.2%。

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）

◆ 固定收益快评：可交换私募债跟踪-私募 EB 每周跟踪（20250331-20250403）

我们定期梳理从公开渠道可获得的最新的可交换私募债（私募 EB）项目情况，对私募可交换债项目做基本要素跟踪，私募发行条款发行过程可能有更改，请以最终募集说明书为准，发行进度请与相关主承销商咨询。

本周新增项目信息如下：（部分项目因合规原因未予列示）

1. 蜀道投资集团有限责任公司 2025 年面向专业投资者非公开发行可交换公司债券项目获交易所受理，拟发行规模为 100 亿元，正股为四川路桥（600039.SH），主承销商为中信证券，交易所更新日期为 2025 年 3 月 31 日；

2. 江苏盛虹科技股份有限公司 2025 年面向专业投资者非公开发行可交换公司债券项目获交易所受理，拟发行规模为 80 亿元，正股为东方盛虹（000301.SZ），主承销商为华泰联合证券，交易所更新日期为 2025 年 3 月 31 日；

3. 北京和谐恒源科技有限公司 2025 年面向专业投资者非公开发行可交换公司债券项目获交易所受理，拟发行规模为 8 亿元，正股为四川双马（000935.SZ），主承销商为红塔证券，交易所更新日期为 2025 年 3 月 31 日；

4. 万安集团有限公司 2025 年面向专业投资者非公开发行可交换公司债券项目获交易所受理，拟发行规模为 6 亿元，正股为万安科技（002590.SZ），主承销商为浙商证券，交易所更新日期为 2025 年 3 月 31 日；

5. 广东顺德控股集团有限公司 2025 年面向专业投资者非公开发行可交换公司债券项目获交易所受理，拟发行规模为 20 亿元，正股为顺控发展（003039.SZ），主承销商为广发证券，交易所更新日期为 2025 年 3 月 30 日；

风险提示

项目获批进度不及预期，经济增速下滑。

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

联系人： 吴越

◆ 固定收益月报：债市阿尔法追踪-3 月：债市走势分化，中短期限信用债收益率下行显著

主要结论：不考虑票息收益，行业维度来看，地产债存在正 α ，平均涨跌幅为 0.09%，涨幅领先其他行业债；交运债存在负 α ，平均涨跌幅为-0.01%，为唯一净价下跌的行业债。期限维度来看，3 月 10 年期以上利率债有一定的负 α 。数据显示，3 月 10 年以上国债、政金债和地方政府债跌幅显著超过其他利率债期限品种。其原因一方面 3 月超长债收益率上行幅度明显高于短期限品种，另一方面超长债久期杠杆相对较高，收益率上行引发价格下跌更为显著。次级维度来看，3 月商业银行普通债存在明显的 α 。3 月商业银行债和保险公司债收益率存在明显期限特征，中短期限品种收益率下行，长期限品种收益率上行。而与二级资本债和次级债相比，商业银行普通债久期相对较短，这是 3 月商业银行普通债存在正 α 的主要原因。

3 月各品种收益率全景：3 月债市走势分化，中短期限信用债收益率下行显著。利率债方面，3 月利率债收益率普遍上行，国债收益率平均上行 9BP、国开债收益率平均上行 5BP、地方政府债收益率平均上行 12BP。信用债方面，3 年及以下的所有信用债品种收益率下行，其中隐含评级 AA-1 年期城投债收益率平

均下行 23BP，为收益率下行幅度最大的信用债品种。

行业阿尔法追踪：行业维度来看，3 月多数行业信用债普遍上涨，平均净价涨跌幅为 0.04%，其中房地产业存在正 α ，债券平均涨跌幅为 0.09%，涨幅领先其他行业；交运行业存在负 α ，债券平均涨跌幅为 -0.01%，为唯一净价下跌的行业。

期限阿尔法追踪：3 月 10 年期以上利率债有一定的负 α 。数据显示，3 月 10 年以上国债、政金债和地方政府债涨跌幅为 -2.03%、-1.35% 和 -1.1%，跌幅显著超过其他利率债期限品种。其原因一方面 3 月超长债收益率上行幅度明显高于短期限品种，另一发面超长债久期杠杆相对较高，收益率上行引发价格下跌更为显著。

次级阿尔法追踪：3 月商业银行普通债存在明显的 α 。数据显示，3 月商业银行普通债平均上涨 0.07%，而商业银行次级债和保险公司债平均涨跌幅为负。3 月商业银行债和保险公司债收益率表现存在明显期限特征，中短期限品种收益率下行，长期限品种收益率上行。与其他次级债品种相比，商业银行普通债久期相对较短，这是 3 月商业银行普通债存在正 α 的主要原因。

公募债券基金排行榜：3 月短期纯债基金平均涨跌幅领先其他类别公募债券基金。3 月短期纯债基金平均涨跌幅为 0.23%，中长期纯债型基金平均涨跌幅为 0.12%，混合债券型二级基金平均涨跌幅为 0.08%，混合债券型一级基金平均涨跌幅为 0.08%。

风险提示：本报告为历史分析报告，不构成任何对市场走势的判断或建议，使用前请仔细阅读报告末页“免责声明”。

证券分析师： 赵婧（S0980513080004）、季家辉（S0980522010002）、董德志（S0980513100001）

◆ 固定收益周报:政府债务周度观察—一季度政府债净融资 4.1 万亿

国债净融资+新增地方债发行第 13 周（3/24-3/30）4068 亿，第 14 周（3/31-4/6）4758 亿。截至第 13 周（3/24-3/30）广义赤字累计 2.6 万亿，进度 21.7%，超去年同期。

政府债净融资第 13 周（3/24-3/30）5615 亿，第 14 周（3/31-4/6）5063 亿。一季度累计 4.1 万亿，超去年同期 2.7 万亿，主要是置换隐债专项债和国债发行较快。

国债第 13 周（3/24-3/30）净融资 2450 亿，第 14 周（3/31-4/6）3401 亿。截至第 13 周（3/24-3/30）累计 1.5 万亿，进度 22.0%。

地方债净融资第 13 周（3/24-3/30）3165 亿，第 14 周（3/31-4/6）1663 亿。一季度累计 2.6 万亿。

新增一般债第 13 周（3/24-3/30）290 亿，第 14 周（3/31-4/6）35 亿。截至第 13 周（3/24-3/30）累计 2756 亿，进度 34.5%，超过去年同期。

新增专项债第 13 周（3/24-3/30）1327 亿，第 14 周（3/31-4/6）1322 亿。截至第 13 周（3/24-3/30）累计 8280 亿，进度 18.8%。特殊新增专项债已发行 1310 亿，土地储备专项债已发行 524 亿。二季度发行计划已披露 1.84 万亿，其中包括 874 亿新增一般债和 8567 亿新增专项债。

特殊再融资债第 13 周（3/24-3/30）1334 亿，第 14 周（3/31-4/6）0 亿。截至第 13 周（3/24-3/30）累计 1.34 万亿，发行进度 67%。

城投债第 13 周（3/24-3/30）净融资-431 亿，第 14 周（3/31-4/6）预计-218 亿。截至本周城投债余额约 10.6 万亿。

风险提示：数据统计误差，实际发行与计划差异较大。

证券分析师： 董德志（S0980513100001）

联系人： 王奕群

◆ 固定收益周报:公募 REITs 周报（第 12 期）—保障房领涨，供给再提速

主要结论：本周中证 REITs 指数小幅回调，各类主要指数表现为：中证全债>中证 REITs>中证转债>沪深 300。中证 REITs 全周日均换手率较前一周略有上升，保障房类 REITs 交易活跃度最高，保障房、消费、水利 REITs 涨幅领先。全市场公募 REITs 供给再提速，首单“商改保”REITs 成功发行，

首单保租房 REITs 扩募项目获批。

中证 REITs 指数周涨跌幅为-0.2%。截至 2025 年 4 月 3 日，中证 REITs（收盘）指数收盘价为 868.6 点，整周（2025/3/31-2025/4/3）小幅回调，变动幅度为-0.2%，表现强于沪深 300 指数（-1.4%）和中证转债指数（-0.3%），但弱于中证全债指数（0.8%）。年初至今，各类主要指数涨跌幅排序为：中证 REITs（+10.0%）> 中证转债（+3.3%）> 中证全债（-0.1%）> 沪深 300（-1.9%）。近一年中证 REITs 指数回报率为 8.6%，波动率为 6.9%，回报率低于中证转债指数，高于沪深 300 指数和中证全债指数，波动率低于沪深 300 指数和中证转债指数，高于中证全债指数，低于中证转债指数。截至 2025 年 4 月 3 日，REITs 总市值在 4 月 3 日为 1871 亿元，较上周增加 20 亿元；全周日均换手率为 0.83%，较前一周增加 0.11 个百分点。

保障房、消费类、水利设施类 REITs 涨幅领先。截至 2025 年 4 月 3 日，从不同项目属性 REITs 来看，产权类 REITs 平均周涨跌幅为+0.95%，特许经营权类 REITs 平均周涨跌幅为+0.4%。从不同项目类型 REITs 来看，除交通基础设施类均收涨。其中平均涨幅最大的三个项目类型分别为保障性租赁住房类（2.36%）、消费基础设施类（1.5%）和水利设施类（1.39%）；涨幅排名前三的三只 REITs 分别为博时津开产业园 REIT（+3.93%）、红土创新深圳安居 REIT（+3.79%）、国泰君安东久新经济 REIT（+3.65%）。

保障房类 REITs 交易活跃度最高。从不同项目类型来看，保障房类 REITs 本周交易最活跃，交通基础设施类 REITs 成交额占比最高。前者区间日均换手率为 2.3%，成交额占 REITs 总成交额 19.9%。后者区间日均换手率为 0.7%，成交额占 REITs 总成交额 26.7%。从上周不同 REITs 产品资金流向来看，主力净流入额前三名分别为华夏华润商业 REIT（1835 万元）、汇添富上海地产租赁住房 REIT（1718 万元）、中金厦门安居 REIT（534 万元）。

首单“商改保”REITs 成功发行。3 月 31 日，“汇添富上海地产租赁住房 REIT”于上交所上市，募资规模 13.62 亿元，募集份额 5 亿份，发售价格 2.724 元/份。这是全国首个获批的“商改保”REITs，即从商办项目调整为保障性租赁住房项目。在当前商业地产行情处于低位背景下，“商改保”REITs 为资产持有人盘活存量资产提供了新路径。

首单保租房 REITs 扩募项目获批。华夏北京保障房 REIT 扩募发售已获通过。这是国内首单保租房 REITs 扩募项目。扩募后，华夏北京保障房 REIT 预计分派率将得到进一步提升。此次基金扩募有助于形成“存量变现+增量投资”的良性循环，提升产品的竞争力和吸引力。

风险提示：公开资料数据滞后，二级市场价格波动风险，基础设施项目运营风险，税收等政策调整风险，流动性风险等。

证券分析师：戴丹苗（S0980520040003）、赵婧（S0980513080004）、董德志（S0980513100001）

◆ 固定收益周报：超长债周报——避险情绪升温，超长债暴涨

超长债复盘：上周美国推出“对等关税”措施，其中对中国实施 34%的对等关税，另外 4 月初资金面宽松，债市大涨，超长债暴涨。成交方面，上周超长债交投活跃度小幅上升，交投比较活跃。利差方面，上周超长债期限利差缩窄，品种利差走阔。

超长债投资展望：

30 年国债：截至 4 月 3 日，30 年国债和 10 年国债利差为 19BP，处于历史偏低水平。从 1-2 月的经济数据来看，开年经济不错。我们估算的月度 GDP 为 5.1%，高于 2025 年全年 5%的经济目标。通胀方面，通缩风险依然明显。综合基本面数据，我们认为经济依然处于底部区域，央行货币政策收紧的概率较低。上周美国推出“对等关税”措施，贸易战再起，全球资本市场大震，预期短期避险情绪升温，债市继续上涨。不过当前 30 年国债期限利差极低，期限利差保护度有限。

20 年国开债：截至 4 月 3 日，20 年国开债和 20 年国债利差为 3BP，处于历史极低位置。从 1-2 月的经济数据来看，开年经济不错。我们估算的月度 GDP 为 5.1%，高于 2025 年全年 5%的经济目标。通胀方面，通缩风险依然明显。综合基本面数据，我们认为经济依然处于底部区域，央行货币政策收紧的概率较低。上周美国推出“对等关税”措施，贸易战再起，全球资本市场大震，预期短期避险情绪升温，债市继续上涨。不过当前 20 年国开债品种利差极低，品种利差保护度有限。

一级发行：上周超长债发行量较多。和上上周相比，超长债总发行量大幅下降。

成交量：上周超长债交投比较活跃。和上上周相比，上周超长债交投活跃度小幅上升。

收益率：上周美国推出“对等关税”措施，其中对中国实施 34% 的对等关税，另外 4 月初资金面宽松，债市大涨，超长债暴涨。

利差分析：上周超长债期限利差缩窄，绝对水平偏低。上周超长债品种利差走阔，绝对水平偏低。

风险提示：海外市场动荡，全球不确定性上升。

证券分析师： 赵婧（S0980513080004）、季家辉（S0980522010002）、董德志（S0980513100001）

◆ 固定收益周报:转债市场周报-外部冲击待消化，建议调仓至内需主导板块

上周市场焦点（3 月 31 日-4 月 3 日）

股市方面，上周权益市场震荡调整，或受美国关税政策落地、市场风险偏好降低、小米汽车事故等影响，汽车、科技以及家电等出口占比较高的板块调整幅度较大，内需及红利板块表现相对较好。

债市方面，受美国关税政策的影响，市场对降准降息的预期有所升温，且后半周资金面明显转松，上周债市表现较好，尤其周四当天 10 年期国债利率下行 7bp 收于 1.72%，较前周下行 9.46bp。

转债市场方面，上周转债个券超半数下跌，中证转债指数全周-0.33%，价格中位数-0.62%，我们计算的转债平价指数全周-1.03%，全市场转股溢价率与上周相比+1.30%。个券层面，中旗（控股股东变更）、回盛（生物科技概念）、京源（水处理）、精装（精装修服务）转债涨幅靠前；润禾（有机硅&已公告强赎）、冠盛（机器人）、福立（苹果链）、精锻（机器人）转债跌幅靠前。

观点及策略（4 月 7 日-4 月 11 日）

外部冲击待消化，建议调仓至内需主导板块：

从上周个股表现来看，所生产产品或直接客户所销售的产品可能被加征关税的制造业上市公司股价下跌较多，如苹果等出于成本考虑，将生产经营全球化布局的公司及其产业链供应商在美股、A 股均经历大幅回撤，大跌个股所在行业包括电力设备、汽车、电子等。后续来看，由于供应链受阻、关税导致生产成本增加的下游消费领域（如乳制品、猪养殖、零售等）亦有可能遭遇调整。内需主导的消费板块如白酒及地产链表现亮眼（周四贵州茅台+1.28%，欧派家居+1.74%），医药个股表现分化。

综合以上分析及对上市公司最新海外收入占比的统计可发现，不直接涉及贸易战风险的转债主要存在于公用事业、环保、金融、煤炭、社会服务、计算机行业，近期可予以重点关注。此外，军工、半导体设备尤其国产替代、自主可控概念相关个券近期或有一定表现机会。

中期来看，去年 9 月底以来转债资产风险收益比修复，市场匀速上涨筹码分布均匀，资产持有体验较好，且债市利率低位支撑转债配置力量充裕，参考今年 3 月转债估值压缩一周即见底反弹的经验，预计后续每轮估值压缩空间不大，年报季末期、关税情绪影响逐步落定的过程中，可逢低分批建仓/加仓转债。

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:ESG 月度观察（2025 年第 3 期）-绿证市场迈入高质量发展阶段

海外 ESG 热点事件：全球在 ESG 领域的政策和投资持续推进，但挑战与机遇并存。日本发布了首个符合国际可持续准则委员会标准的报告指南，推动企业在年度报告中增加可持续发展相关信息。法国的《国家气候适应计划》提出了 52 项措施应对气候变化，而美国环保署则撤销了多项环境法规，以减轻企业负担。德国的财政方案和东京的碳信用交易则展示了绿色金融在推动可持续发展中的作用。此外，美国拒绝联合国可持续发展目标，反映了不同国家在可持续发展路径上的分歧。

中国 ESG 热点事件：2025 年 3 月，中国从区域协同与顶层设计双向发力，系统构建 ESG 发展格局。区域层面，深圳通过制定大湾区 ESG 标准体系及科技赋能，引领区域绿色转型；上海依托《碳排放管理办法》

推动低碳发展；京津冀地区以可再生能源电力证书市场化改革为突破口，深化绿色能源应用。国家战略层面，国家能源局发布《关于促进可再生能源绿色电力证书市场高质量发展的意见》，推动绿证进入高质量发展新阶段；财政部制定印发《清洁能源发展专项资金管理办法》，为能源清洁低碳转型提供了政策依据和资金保障。nESG基金：25年一季度，随着市场情绪的回暖，市场投资者对于ESG基金购买的总体规模相较于2024年末增加284.04亿元。纯ESG和公司治理主题基金收益可观。

国内ESG基金本月业绩：国内ESG基金普遍为正收益，2025年3月，国内ESG基金大部分取得正收益，收益平均数及中位数分别为0.59%和0.51%，其中偏股混合型基金涨幅相对较大。

学术前沿：Chen等（2023）回顾了人工智能在缓解气候变化不利影响方面的最新研究和应用，其发现人工智能可以通过多种方式帮助缓解气候变化，例如提高极端天气事件的预测能力、构建节能和绿色的智能建筑、实施高效和精确的可持续森林管理实践以减少森林砍伐、提供智能废物管理系统以及发展韧性城市。Qin等（2022）以《绿色信贷指引》作为绿色金融政策，考察绿色信贷的实施是否促进了低碳经济的发展，并采用双重差分法（DID）估算了绿色信贷的减排效果。研究发现，绿色金融政策有效地降低了高污染、高耗能行业的污染和能源消耗。

风险提示：（1）海外低碳经济发展过程中遇到波折；（2）全球经济增长和低碳环保间权衡取舍对ESG投资节奏的短期扰动

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

联系人：郭兰滨

◆ 策略专题：价格全方位多维跟踪体系（2025年第三期）-有色引领上游价格回暖

价格治理是宏观经济治理的重要内容。为进一步深化价格改革，完善价格治理机制，4月2日，中共中央办公厅、国务院办公厅发布《关于完善价格治理机制的意见》。意见指出，要健全促进资源高效配置的市场价格形成机制深化价格市场化改革、废止妨碍全国统一大市场建设和公平竞争的价格政策，防止政府对价格形成的不当干预、完善促进物价保持合理水平的价格调控机制、创新促进数字经济发展的公共数据价格政策、完善促进粮食和重要农产品稳定安全供给的农业价格政策、建立健全天然气发电、储能等调节性资源价格机制。

流通领域重要生产资料价格跟踪

从绝对水平来看：2025年3月重点监测的流通领域产品中，20种价格上涨，24种下跌，3种持平，持平品类占比扩大。铝锭价格强势反弹，能源成本高企与产能释放受限共振；铅锭价格阶段性冲高，因电池替换周期启动叠加再生铅供应收缩。煤炭产业链延续弱势，无烟煤、动力煤、焦煤及焦炭价格普跌，主因煤矿开工率回升、下游采购谨慎及库存压力累积。从同比数据来看：煤炭、钢铁、农业相关产品多数持续同比下行，其中煤炭降幅有所扩大。有色金属、林业相关产品价格多数同比上涨，电解铜、锌锭、天然橡胶涨幅达11.9%、12.7%、18.5%。

上/中/下游不同产业链节点代表产品价格变化

近一月数据显示，上游行业价格整体回暖，能源涨幅较大，NYMEX天然气期货收盘价环比上涨8.2%，同比上涨135.8%，有色金属中。由于缅甸佤邦禁矿政策持续及DeepSeek开源生态提振AI及新能源领域用锡需求预期，锡价大幅上行，环比涨幅达23.9%。避险情绪升温持续推动贵金属行情，黄金、锌、白银同比涨幅较大，分别为37.9%、12.6%和29.7%。中游行业价格分化，水泥价格指数因错峰生产执行力度加强、环保政策与产能约束，指数环比上涨6.69%，同比涨幅达21.2%。下游行业价格整体承压，100大中城市成交土地总价、山东蔬菜批发价格指数等消费端指数延续同比下跌趋势，跌幅超5%。

价格指标趋势性变化与季节性变化跟踪

从趋势来看，近一月，节后生产端修复快于需求。建材方面，水泥价格指数、混凝土价格指数均环比由降转升，水泥价格指数同比上涨21.2%；能源方面，NYMEX天然气期货收盘价上涨达135.8%；有色金属板块表现向好。从季节视角来看，随着气温回暖加之产量逐渐恢复，山东蔬菜批发价格指数进一步下探，环比下降4.9%，同下降9.2%。

各行业价格景气数据跟踪

我们透过产业链上、下游价差来剥离掉数量维度的因素，审视各行业价格变动细节。各行业中，建筑装饰及其他建筑业行业上游价格节后恢复缓慢，下游价格有所上升导致上下游价差增大；黑色金属冶炼及压延加工行业上下游的价格均有所下降，同时下游建筑等行业需求恢复相对上游开采开工较快，中间价差有所增加。

风险提示：海外地缘冲突加剧；海外央行货币政策的不确定性。

证券分析师：王开（S0980521030001）

联系人：郭兰滨

◆ 策略专题：策略数据说-美股“盈利惊喜”拆解

行业分化显著，能源、金融、材料领跑超预期。1) GICS 一级行业中，能源（17.26%）、金融（15.12%）、材料（14.90%）盈利超预期概率最高，主要受益于能源价格波动、息差管理能力及供应链修复。2) 信息技术（4.04%）和日常消费（5.58%）表现低迷，反映高基数效应及需求疲软。3) 二级行业中，保险 II（27.90%）、多元金融（18.79%）及媒体 II（17.75%）超预期概率突出，半导体（2.85%）等周期敏感行业承压。

小盘股占盈利超预期绝对优势，但阿尔法效应逐步衰减。1) 小盘股以 64.61% 的占比主导盈利超预期个股分布，显著高于中盘股（21.47%）和大盘股（13.92%）。2) 动态趋势显示，小盘股超预期概率从疫情期 22.55% 骤降至 2024Q4 的 7.16%，市值因子溢价逐渐让位于产业趋势驱动。

高波动个股成盈利超预期主力，但风险补偿要求提升。1) 高波动个股以 53.14% 的占比成为超预期主力，但其概率较峰值（2020Q2 的 20.11%）腰斩至 2024Q4 的 10.64%，反映市场对弹性品种的博弈趋于谨慎。2) 低波动资产（如科技、医疗）超预期概率极低（信息技术 1.15%、医疗 3.15%），凸显市场对其盈利预期的过度共识。

经济周期驱动盈利预期差，政策与地缘因素影响显著。1) 疫情初期（2020-2021 年）：金融、能源受益于政策刺激及地缘冲突，超预期概率冲高；2) 后疫情时代（2022-2024 年）：科技行业受高利率压制（2024Q4 概率 2.10%），金融业韧性分化（保险领跑、银行低迷）；3) 紧缩尾声期（2024 年）：小盘股及高波动资产逆势反弹，反映资金提前布局利率见顶预期。

盈利超预期持续性较弱，金融与医疗结构性占优。1) 仅 0.35% 的企业能连续十期超预期，短期因素（库存周期、价格波动）驱动改善易被市场快速定价。3) 金融（24.47%）和医疗（22.28%）凭借利率周期红利及创新刚性需求，成为连续盈利惊喜的主要赛道。

风险提示：本文所列举个股仅作复盘，不作为投资推荐依据；海外货币政策节奏和幅度的不确定性；海外局部地缘冲突风险。

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

◆ 策略专题：AI 赋能资产配置（十一）-从算力平权到投研平权

DeepSeek 的弯道超车是国产人工智能以更高性价比实现算力平权的里程碑，人工智能正以前所未有的速度和广度渗透金融领域，有望实现投研平权。尤其在投资研究、资产配置及交易执行层面展现出变革潜力。借鉴探索流高效处理爆炸性信息的理念，AI 能够整合海量、多维数据，贯穿从低频宏观配置到高频微观交易的多元策略场景，如同构建复杂的逻辑图谱，为金融决策提供新的分析视角与决策支持。

AI 在金融实战中也面临着反应速度、预测精确度与模型泛化能力之间的固有挑战——即所谓的“不可能三角”。这预示着其深度应用仍需克服关键障碍，方能充分释放其在提升投资效率与风险管理上的核心价值。通过传统的主被动资产配置、大盘择时行业和风格轮动策略中，嵌入 DeepSeek 来赋能投研，实现提振增效、金融与科技共振：1) 底层架构：股票、债券、商品等大类资产的择时和配比。赋能主被动投资、宏观数据预测。2) A 股策略应用：宏观大势和中观行业板块轮动比较。赋能大盘择时与行业轮动。3) 情绪感知和落地：语义检索和学习、ESG 信息网格。赋能政策学习与 ESG 实践。

AI 在投研中的定位更适合坐在“副驾驶”中减少情绪化交易等人为错误，或是“辅助驾驶”提高投研效率。在投研实践中，AI 展现出强大的潜力，尤其体现在提升数据处理效率和优化策略执行上。但整体来

看，AI 难以完全替代人类在理解复杂市场博弈、评估管理层等非标准化信息、以及进行基于长期商业洞察和经验的主观判断上的核心作用。因此，当前 AI 在资产配置中更多扮演着“增强型工具”的角色，通过人机协同提升效率与广度，但在关键决策和风险把控上仍需借助人类的智慧与经验。

在投研运用中，不同大模型拥有不同的擅长领域，需要借助 MCP 等实现兼容并举、协同发力。在处理文本（如新闻点评）时，对关键点的把握存在显著差异。在图像识别方面，AI 能识别股指图表的基本信息（如走势、点位），且在信息不足时倾向于依赖网络信息给出相似结论。为有效利用 AI，可以从其机制与缺陷（如上下文长度限制）出发，通过：1）“适时总结”或搭建“个人知识库”增强记忆力；2）善用工作流规范化 AI 输出，结合知识库与网络信息；3）利用 MCP 等协议加强 AI 与外部工具、数据的协同能力，以更好地服务于投研工作。

总的来看，人工智能正通过多样化的应用形态渗透到金融领域的各个环节之中，其核心作用体现在提升效率、拓展分析维度和优化决策流程上。但其目前仍难以完全取代人类的关键判断和风险承担，其投资决策严格依赖于人为投喂的投研框架、数据和文本语料，在应对复杂、非结构化信息时表现较弱，目前只能扮演着强大的辅助工具而非完全独立的决策者角色。在国产大模型实现自主可控、算力平权基础上，成体系的框架持续积累迭代，并通过人工智能加速器成倍放大，打破机构机构与投资者间信息和技术壁垒，助力投研平权的加速推进。

风险提示：AI 模型局限与数据依赖风险；技术应用效果差异风险；市场与技术迭代风险。

证券分析师：王开（S0980521030001）

联系人：郭兰滨

◆ 策略专题：估值周观察（4 月第 1 期）- “对等关税”掣肘，海外估值承压

•近一周（2025. 3. 31-2025. 4. 4）海外市场指数整体下跌，特朗普对等关税施压，美欧日等国的主要市场指数下跌幅度较大、估值承压。纳斯达克指数、纳斯达克 100、道琼斯工业指数估值收缩幅度较大，PE 分别较 2025 年 3 月 28 日收缩 3.65x、3.06x、2.71x。分位数方面，除德国 DAX 估值 1 年分位数位于 50% 以上，美欧日多数市场指数的 1 年分位数均大幅收缩至 20% 以下，美股科技股价回落至 2024 年 4-5 月水平，估值水位为近一年最低；富时新加坡海峡指数 PE、PB、PS 分位数分化较大。

•A 股核心宽基估值整体收缩，大盘成长中短期分位数水平占优。近一周（2025. 3. 31-2025. 4. 4），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 0.43x、0.28x。风格上来看，国证成长、小盘指数、大盘成长估值收缩较大，大盘价值估值有所扩张。截至 4 月 4 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 多数高于 50% 分位数，PCF 位于近三年 80%-90% 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 24.79%、35.00%、57.50%、50.21%。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，小盘成长短期调整后的估值分位数水平较高，仍在 75% 以上。

•一级行业方面，下游必选消费估值振幅较小。本周一级行业股价涨跌互现，中游材料&制造、TMT 行业下跌幅度较大，其中海外收入敞口较高的汽车、家电跌幅较大，周跌 3.54%、3.46%。估值方面，一级行业估值涨跌不一，必选消费中的食品饮料、医药生物、纺服估值波幅不大，社会服务行业受年报披露影响 PE 被动扩张 19.47x。

•以我为主重防御，低协方差稳定红利行业凸显估值性价比。综合看 PE、PB、PS、PCF 分位数，农林牧渔五年分位数四项均值仅为 13.22%；下游必选板块估值一年分位水平整体优于可选板块；上游资源 PB 三年和五年分位数水平均低于 PE；整体来看，TMT 相关行业估值分位数虽有所收缩，但仍处于历史高位，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 35% 分位数以下。

•新兴产业相关方向中，估值涨跌互现。新兴产业各板块股价多数下跌，汽车电子跌幅相对较大，达 4.62%；估值方面，新兴产业估值涨跌不一，光伏本周估值回调幅度较大，PE 收缩幅度高达 2.88x；云计算估值扩张幅度较大，本周 PE 扩张 3.58x。热门概念中，农业指数 PE 扩张幅度较大，达 70.27x，剔除 PE (TTM) 从 21 倍快速提升至 30 倍以上。

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，不构成投资推荐的依据

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

◆ 策略快评：高质量发展应对海外不确定性-后续市场怎么看：2018 还是 2020？

2025 年 4 月 2 日，美国政府宣布对中国输美商品征收“对等关税”。美方做法不符合国际贸易规则，严重损害中方的正当合法权益，是典型的单边霸凌做法。国务院关税税则委员会办公室 4 月 4 日发布《国务院关税税则委员会关于对原产于美国的进口商品加征关税的公告》，宣布自 2025 年 4 月 10 日 12 时 01 分起，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。

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

联系人：郭兰滨

◆ 策略月报：大类资产月度策略（2025.04）-风险资产价值重估

1. 货币-信用“风火轮”：流动性重回宽松区间

信用方面，2 月我国新增社融 22375 亿元，低于万得一致调查值（26500 亿元）。其中新增人民币贷款 10100 亿元，低于万得一致调查值（12430 亿元）。狭义货币条件指数提示 Shibor3M 利率仍然低位运行，流动性持续宽松；广义货币指数提示信用条件震荡趋稳，社会信用状况有所改善。随着财政政策持续发力，社会信用有望企稳回升，而货币指数显示债市出现波动，未来一个月股票的配置胜率较强。

2. 2025 年 4 月大类资产价格展望

外部风险扰动下，短期股市或面临波动。在持续向好的基本面和提振经济的政策支持下，春节后股市稳步上行。4 月 3 日凌晨，美国单边行为加剧不确定性，引发全球市场轰动。在我国企稳回升的复苏周期中，若政策力度能够有效对冲外部风险，股市有望在短期波动中维持稳定。

资金面转松，博弈长债避险属性。现阶段，国内经济韧性较好，内需表现偏弱、外需面临冲击、通胀压力不大，政策宽松空间较大。历史上，4 月份多为政策宽松时期，结合当下资金面和基本面情况，可博弈长债的避险属性。

人民币短期或持续震荡。一方面，海外不确定性政策加剧了汇率的短期波动；另一方面，全球一致性降息概率加大，有利于缓解汇率的外部压力。多重因素交织下，人民币汇率或维持震荡。

看好黄金长期走势，短期或受到“靴子落地”影响有所回调。美国单边主义行为频发，全球风险资产进入震荡阶段，黄金配置价值凸显。4 月 3 日美国海外不确定性政策落地，黄金或面临短期回调风险。对于工业金属等商品而言，基本面衰退风险或影响其表现。

根据国内定量配置模型，我们对 2025 年 4 月份国内资产的配置建议为：

积极配置假设下：股票、债券、原油、黄金分别为 10%、30%、24%、36%；

稳健配置假设下：股票、债券、原油、黄金分别为 10%、85%、2%、3%；

3. 中观指数最新信号：成长、逆周期板块景气回升

根据最新的中观行业景气指数，景气上行的行业有医药生物、公用事业、煤炭、建筑装饰、社会服务、机械设备、汽车、传媒、基础化工、商贸零售、交通运输、房地产、建筑材料、农林牧渔、家用电器、环保、非银金融、有色金属。

4. 全球资产配置：减配全球权益资产

根据我们的全球资产配置模型，2025 年 4 月份 A 股之外全球主要股市的配置比例为：美国（15.38%）、德国（0.96%）、法国（0.00%）、英国（15.38%）、日本（0.96%）、越南（0.00%）、印度（1.92%）、中国香港（15.38%）。余下 50% 比例按模型假设配置无风险收益产品。

风险提示：1）情绪因素对市场的扰动；2）美联储货币政策不确定性；3）海外地缘政治冲突加剧。

证券分析师：王开（S0980521030001）

联系人：郭兰滨

行业与公司

◆ 海外市场专题：港股市场速览-大盘进一步受贸易战情绪压制

股价表现：大盘进一步受贸易战情绪压制

本周，恒生指数跌 2.5%，恒生科技跌 3.5%。风格上，小盘（恒生小型股-0.7%）>中盘（恒生中型股-1%）>大盘（恒生大型股-2.5%）。

概念指数走势分化，表现居前的有：恒生创新药（+2.4%）、恒生公用事业（+2%）；表现落后的有：恒生消费（-2.3%）、恒生互联网（-2.2%）、恒生中国企业（-2.2%）。

港股通行业中，9 个行业上涨，21 个行业下跌。上涨幅度居前的行业为：农林牧渔（+4.1%）、基础化工（+3.8%）、通信（+1.6%）、建材（+1.5%）、建筑（+1.3%）；下跌幅度居前的行业为：电子（-9.1%）、机械（-8.1%）、家电（-7.5%）、国防军工（-7.5%）、有色金属（-6.1%）。

资金强度：资金转向医药与防御性板块

本周，资金加速流出，港股通总体日均资金强度（日均涨跌 × 日均成交量）为-10.3 亿港元/日，上周为-3.8 亿港元/日，近 4 周平均为-5.9 亿港元/日；近 13 周为+4.8 亿港元/日。

分行业看，8 个行业资金流入，21 个行业资金流出，1 个基本持平。资金流入的行业主要有：医药（+0.6 亿港元/日）、食品饮料（+0.1 亿港元/日）、通信（+0.1 亿港元/日），其余流入不显著；资金流出的行业主要有：电子（-6.5 亿港元/日）、商贸零售（-1 亿港元/日）、汽车（-0.6 亿港元/日）、纺织服装（-0.5 亿港元/日）、有色金属（-0.4 亿港元/日）。

盈利预测：业绩预期显著下修

本周，港股通总体法 EPS 较上周-0.8%，上周较两周前-0.4%。

结构上，7 个行业 EPS 预期上修，22 个行业 EPS 预期下修。上修的行业主要有：钢铁（+8%）、建材（+3.6%）、电子（+1.8%）、基础化工（+1.7%）、商贸零售（+1.5%）；下修的行业主要有：电力设备及新能源（-16.1%）、房地产（-7.8%）、煤炭（-6.9%）、机械（-2.4%）、计算机（-2.3%）。

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-贸易战全面升级，科技行业领跌

价格走势：贸易战全面升级，美股全行业下跌

本周，美股在后两个交易日出现大幅单边跌势，标普 500 跌 9.1%，纳斯达克跌 10%。

风格：大盘价值（罗素 1000 价值-8.6%）>小盘价值（罗素 2000 价值-9.6%）>大盘成长（罗素 1000 成长-9.6%）>小盘成长（罗素 2000 成长-9.8%）。

全部 24 个行业下跌。跌幅较小的行业：食品与主要用品零售（-1.9%）、食品饮料与烟草（-2%）、家庭与个人用品（-2.9%）、医疗保健设备与服务（-3.4%）、公用事业（-4.2%）；跌幅较大的行业：半导体产品与设备（-14.5%）、银行（-14.2%）、能源（-14%）、技术硬件与设备（-13.4%）、运输（-10.4%）。

资金流向：科技流出剧烈，必选品流出较缓

本周，美股资金大幅流出。标普 500 成分股本周估算资金流为-678.2 亿美元，上周为-48.8 亿美元，近 4 周为-845.7 亿美元，近 13 周为-1431.8 亿美元。

全部 24 个行业资金流出。流出量较少的行业：食品饮料与烟草（-2.6 亿美元）、家庭与个人用品（-3 亿美元）、电信业务（-3.2 亿美元）、商业与专业服务（-4 亿美元）、食品与主要用品零售（-5.7 亿美元）；流出量较大的行业：半导体产品与设备（-135.7 亿美元）、技术硬件与设备（-64.9 亿美元）、

综合金融（-54 亿美元）、软件与服务（-50.9 亿美元）、媒体与娱乐（-49 亿美元）。

盈利预测：业绩预期上修中止

本周，标普 500 成分股动态 F12M EPS 预期保持不变，上周上升 0.2%。

16 个行业盈利预期上升，6 个下降，2 个基本持平。上修幅度领先的行业有：材料（+0.5%）、半导体产品与设备（+0.4%）、资本品（+0.3%）、商业和专业服务（+0.3%）、软件与服务（+0.2%）；业绩下修的行业有：汽车与汽车零部件（-3.6%）、运输（-0.7%）、银行（-0.5%）、能源（-0.4%）、电信业务（-0.2%）。

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）

◆ 港股 4 月投资策略：美股牛市终结

关税政策终结美国两年多的牛市。随着特朗普关税政策的出台，市场逐渐意识到其政策实施并不以美国经济、通货膨胀和股市为出发点，而降低财政赤字是当前特朗普政府的首要考虑，这种情形对股市的冲击比此前预期的要大。尽管美国企业盈利与时薪都指向后续还有反弹，但对关税的担忧已经改变了美股的长期预期，我们认为美股已经终结了始自 2022 年 10 月以来的牛市行情。

尽管市场目前交易的是衰退，但二季度仍需观察原油价格的走势。倘若原油价格二季度出现了加速上行，则滞胀的风险将提升。滞胀与衰退的区别是：前者通胀将在触及 3.0 之后进一步抬升至不可控状态，后者则是突破 3.0 之后伴随衰退逐步回落。

国内经济指标逐步好转。国内社融数据持续同比提升，PPI 环比亦有明显改善，一线房地产价格持续修复。

由于回顾 A 股春季行情，指数上涨与企业盈利呈现负相关，我们认为二季度 A 股将从情绪驱动转向业绩驱动，即低位补涨，以及业绩相对较好的板块会逐步占优。

港股受到冲击有限，看好云计算、新消费与红利方向。

美国关税政策为全球经济、股市带来巨大的不确定性，这可能会导致在二季度港股将从一季度的上涨转向震荡。我们预期国内的货币、财政政策将持续发力，将 AI、大消费来对冲外部冲击。板块方面，我们倾向将从普遍上涨转向分化：

1、云计算方向：随着 DeepSeek 在诸多企业的部署，云计算将是最直接收益的方向，期待一季度财报中有亮眼的表现；

2、新能源车与零部件：中国新能源车高速增长已经进入到了第 10 个年头，形成了一批具有全球竞争力的优质企业，其产品力、性价比都具有明显的优势，且增速依然在一级行业中最快；

3、新消费与医药：区别于白酒，新消费的特点是具备广大的年轻粉丝，通过网络传播，良好的全球扩张潜力；医药板块则是在下跌 3 年后，利空出尽，目前正在估值修复的路上；

4、红利方向：保险业绩上修较为清晰，运营商、银行、公共事业业绩稳定，国债经历了 2 个月的调整后，伴随降准降息预期有反弹的需要，因此类债券资产也将同步受益；

5、业绩上修标的池：最近一段时间港股业绩上修比例约为 51%，在多个行业中出现了行业的内部分化而非整体上修；由于港股的上涨始终与业绩强相关，应关注业绩上修标的池（见报告正文）。

风险提示：地缘政治的不确定性，美国关税政策的不确定性，海外降息幅度的不确定性，部分行业竞争格局的不确定性。

证券分析师： 王学恒（S0980514030002）

◆ 纺服行业月报：纺织服装品牌力跟踪月报 202503 期-全棉时代 315 引发关注，阿迪达斯小红书涨粉速度领先

品牌专题：全棉时代 315 风波平息，有望化危机为机遇。1) 事件回顾：央视“315”报道提及全棉时代品牌，交易所发出关注函。2) 公司回应：公司通过公告与自媒体平台全方位发声宣传品牌安全可靠性。3) 舆情监控：舆论峰值在 2 日内迅速回落目前评论区情绪好转，在 3.20-3.21 公司多维度发声后，笔记内容词云和评论词云的情绪有所改善，包括“支持”“放心”“好用”“值得信赖”“正规”等热词。4) 观点：强化材质安全健康优势，做好品牌宣传，奈丝公主有望脱颖而出。

百度搜索指数：3 月品牌热度分化，全棉时代关注度大幅提升。1) 运动品牌 3 月整体热度同比下跌，迪桑特同比增速领跑，李宁特步环比回暖但同比承压。各品牌积极以文化价值跨界破圈、以科技创新赋能产品。安踏发布专为儿童设计的第七代科技跑鞋「追风 7.0」；FILA 与法国潮牌 MAISON KITSUNÉ 推出「漫游夏日」联名系列；迪桑特携手品牌代言人吴彦祖发布“精工造艺”90 周年纪念短片；耐克推出 Swoosh x Nike Air Max 1 Low Poly 联名鞋款；阿迪达斯官宣巴黎奥运会游泳冠军潘展乐成为品牌代言人并推出潘展乐专属泳装系列。2) 休闲品牌 3 月热度呈现较大分化，全棉时代热度断层式爆发，太平鸟环比高增。品牌通过春季焕新营销策略加速破圈。太平鸟推出 PEACEBIRD X MING MA 小黑裙胶囊联名系列，在上海静安嘉里中心开设“光影秘境”主题快闪店；全棉时代推出 2025 夏季婴儿服饰系列，包括纱布连体衣、吸湿速干哈衣等新品；巴拉巴拉推出“春日探险”主题童装系列；适配户外郊游场景。地素发布全新品牌标识“时钟花”，同步推出同名系列。社交媒体：小红书平台阿迪达斯涨粉速度领先，签约潘展乐引关注。1) 运动户外品类：涨粉量 TOP1 是 KEEP (+2.3 万)，涨粉速 TOP1 是阿迪达斯 (+8084, 环比+14.4%)。2) 休闲时尚品类：涨粉量 TOP1 是优衣库 (+2.1 万, 环比+4.3%)，涨粉速 TOP1 是哈吉斯 (+1631, 环比+7.88%)。3) 母婴个护品类：涨粉量 TOP1 是高洁丝 (+3729, 环比+10.14%)，涨粉速 TOP1 是淘淘氧棉 (+1890, 环比+11.05%)。

运动社区：识货平台安踏、特步畅销款销量环比提升，本土品牌整体折扣改善。识货：1) 品牌 Top1-3 产品合计销量，3 月本土品牌环比销量提升。国际品牌中，耐克 (含 Jordan) 继续处于第一位 (销量 14.9 万, -18.8%)，阿迪达斯在第二位 (销量 5.2 万, -7.7%)；本土品牌中李宁的销量最高 (销量 7.3 万, -2.7%)，361 度 (销量 3.7 万, -2.1%)、安踏 (销量 2.9 万, +30.4%)、特步 (销量 1.9 万, +9.5%)。3 月李宁/耐克/阿迪折扣分别-0.7/-0.4/-0.1，安踏/特步/361 度折扣分别改善 0.1/0.6/0.4/。

风险提示：宏观经济疲软；品牌形象受损；系统性风险

投资建议：关注消费企稳趋势下细分赛道机遇。2025 开年以来服饰消费较为平稳，2025 年趋势上目前仍未出现明显变化，我们预计在 2024 年三季度服饰消费达到低点、四季度开始有所改善后，2025 年需求有望企稳、行业基本盘稳中有升，部分细分赛道有望延续高成长性，看好品牌通过新品、渠道、营销端发力获得超额增速，我们重点推荐一季度消费品延续快速增长，经历“315”风波后有望化危机为机遇的稳健医疗；京东奥莱开拓新增长曲线的海澜之家，建议积极关注后续开店节奏；港股估值性价比、中期成长性好的运动龙头安踏体育、李宁、滔搏。

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

◆ 纺服行业快评: 纺织服装海外跟踪系列五十八-露露乐蒙 2024 财年及四季度业绩超预期，中国市场持续引领增长

公司公告：2025 年 3 月 28 日，Lululemon 披露截至 2025 年 2 月 2 日的 2024 财年全年及第四季度业绩，全年收入同比增长 10.1%至 105.88 亿美元，不变汇率收入增长 11.0%，经营利润增长 12.3%至 25.06 亿美元；期末库存金额同比增加 9.0%至 14.42 亿美元；第四季度收入同比增长 12.7%至 36.11 亿美元，不变汇率口径增长 14.0%。

国信纺服观点：

- 1) 核心观点：2024 全年及四季度收入和利润超出管理层指引及彭博一致预期，中国市场持续引领增长；2025 财年收入指引基本符合预期，EPS 指引低于预期主要受外汇拖累；
- 2) FY2024 全年业绩及分地区情况：收入增长 11%，产品利润提升带动毛利率超预期增长，中国除港澳台地区收入实现强劲增长 43%，同店增长 25%，门店净增 36 家；美洲地区增长 4%，同店-1%。
- 3) FY2024 第四季度业绩及分地区情况：收入增长 14%，环比提速；毛利率上涨 1 个百分点至 60.4%，中国

除港澳台地区收入实现超预期增长 48%，同店增长 26%；美洲地区增长 8%，同店持平。

4) 管理层指引和展望：根据财报后公开电话会议，公司公布 2025 财年全年和一季度指引，预计全年收入增长 5%-7%，其中中国市场预计增长 25%-30%；经营利润率同比下降 100 bps，毛利率预计下降，费用率增加，EPS 预期 14.95-15.15 美元；预计一季度收入增长 6-7%，经营利润率预计同比下降 120 bps，毛利率预计持平，费用率增加，EPS 预期 2.53-2.58 美元，库存金额将增长十几百分点。

5) 风险提示：海外需求疲软影响大于预期；供应链受阻；品牌声誉受损；

6) 投资建议：2024 财年中国市场表现持续亮眼，2025 财年公司对中国市场指引乐观，看好中国运动鞋服产业链龙头企业。Lululemon 2024 财年第四季度收入增长再次提速且好于管理层指引和彭博一致预期，2025 财年财年收入指引基本符合预期，EPS 指引低于预期主要受外汇拖累，公司仍看好中国市场，预计增长 25%-30%。目前看海内外品牌库存均处于健康水平，供应商订单与自身客户销售增长、客户份额提升空间、新客拓展能力相关度提升，我们看好客户结构优质、有持续拓展客户和扩张产能能力的运动代工龙头申洲国际、华利集团。中国市场方面，Lululemon 在中国市场连续多个季度保持强劲增长，且 2025 年指引乐观，新开门店集中在中国市场。我们看好运动赛道保持成长优势，看好本土运动品牌中长期增长前景，重点推荐安踏体育、李宁，同时看好与国际品牌深度合作、核心零售商估值修复的机会，重点推荐滔搏。

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

◆ 银行业专题：银行业 2024 年年报综述-零售贷款不良生成拐点何时出现？

总体回顾：收入与净利润增速延续改善态势，但依然承压。2024 年已披露年报的 23 家上市银行合计实现营收同比下降了 0.6%，归母净利润同比增长了 1.8%，较前三季度增速均提升了 1.0 个百分点，业绩增速改善。

驱动因素详解：净息差依然是最大拖累因素，但降幅收窄；继续降拨备释放利润。对净利润增长关键驱动因素分析总结如下：（1）2024 年净息差收窄拖累业绩下降约 11.1%，规模扩张带来业绩增长约 8.7%。因此，净利息收入下降约 2.3%，降幅同比收窄 0.8 个百分点。（2）手续费净收入拖累业绩下降约 1.1%，其他非息收入带来业绩增长约 2.8%。（3）资产减值损失下降带来业绩增长 2.9%。

资产质量展望：2025 年零售不良生成延续高位波动，2026 年有望迎来拐点。2024 年上市银行不良生成率指标现改善迹象，但综合逾期率指标来看，资产质量依然承压。其中，2024 年新增不良余额主要来自于零售贷款，对公贷款不良实现双降。经济持续下行带来还款能力下降，以及过去几年银行加大个人经营性零售贷款投放并由此带来的部分银行在风险筛查和贷后管理方面存在不足，是零售不良暴露的主要原因。当前银行投放已经更加审慎，伴随稳增长政策持续发力，预计经济将呈现稳步复苏向好态势，我们判断零售不良生成 2026 年有望迎来拐点。

业绩展望：我们判断 2025 年是次轮业绩下行周期的尾声，预计 2025 年上市银行营收增速约为-1%，归母净利润增速约为 1%。当前呵护净息差的大背景下，测算结果显示 2025 年上市银行净息差收窄约 12bps。受隐债置换等影响，资产扩张速度将放缓至约 7.0%，因此 2025 年净利息收入降幅收窄至零附近。不过手续费净收入依然承压，债市波动带来其他非息收入贡献大幅下降，整体来看，2025 年营收仍小幅负增长。2025 年零售贷款不良生成依然维持高位，但考虑到营收负增长，银行将继续降拨备释放利润，拨备覆盖率下降，净利润维持小幅正增长。

投资建议：短期角度，宏观经济暂未出现明确的积极变化，且二季度外部环境不确定性增大，短期推荐高股息主线个股，如招商银行，江苏银行等。全年来看，顺周期属性更强高成长优质个股更占优，建议积极布局招商银行、宁波银行、常熟银行等。政策底至经济温和复苏仍需时间，但不会缺席。

风险提示：若宏观经济大幅下行，可能从多方面影响银行业，如净息差、资产质量等。

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

◆ 银行理财 2025 年 4 月月报：避险情绪下的银行理财应对

3 月份银行理财规模下降，但收益表现提升。因季末回表因素，3 月末理财产品存量规模 28.9 万亿元，

环比上月回落 1.0 万亿元；受益于 3 月债券收益率下行，理财产品收益提升，同时报价基准环比有所上行，2025 年 3 月份银行理财规模加权平均年化收益率 2.56%，回升明显。判断 4 月份随着存款回流理财，叠加当前产品吸引力逐步提升，判断 4 月份规模有望增长约 0.8-1.2 万亿元。

透过财报看理财，“增量不增收”现象明显。当前理财行业 30 万亿元体量高位震荡，结合部分银行披露了 2024 年理财业务相关的规模、手续费收入数据，从规模来看，2024 年各家银行的理财规模普遍回升；但从收入来看，2024 年理财业务手续费收入整体而言与去年基本持平，这表明理财规模增量难以弥补管理费率下行；具体原因在于：一是产品结构上以费率偏低的纯债产品为主，当下现金类理财产品管理费约 5BP，纯债产品管理费约 20BP，相关产品贡献中收不足；二是部分理财子通过他行（尤其农信体系）代销拓展渠道，相关代销过程中让渡了部分产品管理费率。下一步，为解决管理费贡献问题，需要着力拓展高费率和高分成的多资产产品创设，调整产品代销渠道分润模式等问题。

外部冲击加大，防守为先，对银行理财的跨市场联动与资产配置启示。建议结合 2020 年新冠疫情冲击下大类资产表现进行资产价格冲击应对：疫情初期，股债负相关性增强，黄金与美元交替成为避险工具；疫情中后期，流动性宽松推动风险资产与避险资产同涨。本轮外部冲击对大类资产冲击或呈现出“恐慌抛售—政策救市—结构性复苏”三阶段特征，尤其是短期流动性占主导，现金胜过其他资产；而中期需要机构增持利率债、黄金、红利资产，以降低组合波动；后期重点布局受益于政策刺激的基建、科技等风险资产板块；关注贸易争端加强后的产业变革，如内需相关板块，权益资产将占优。对银行理财而言，建议资产与产品端布局：一是启动避险模式，优先配置存款和中短久期信用债；二是优化负债端管理，在无风险资产收益低、风险资产波动大的情况下，力推负债端成本下行，当下 2.5% 以上的报价基准仍然偏高；三是波动率下降后，择机发展多元产品体系，包括权益和跨境产品。

风险提示：宏观经济、货币政策超预期变化、政策监管风险。

证券分析师： 孔祥（S0980523060004）、陈俊良（S0980519010001）、王剑（S0980518070002）

◆ 电新行业周报：锂电产业链双周评（4 月第 1 期）-欧洲电车需求稳中向好，宁德时代加速换电站布局

【行业动态】

• 宁德时代与中国石化合作布局换电网络：4 月 2 日，宁德时代与中国石化在北京签署产业与资本合作框架协议。根据协议，双方将以“产业合作+资本合作”的模式，全面深化长期战略合作关系，2025 年将建设不少于 500 座换电站，并朝着共同建设 10000 座换电站的目标奋进，正式启动换电万站新基建。

• 韩国电池企业 46 系列大圆柱电池加速推动量产：3 月 31 日，三星 SDI 宣布正式量产 46 系列大圆柱电池。近日，LG 新能源宣布与某美国客户签署了年供应 10GWh 以上 46 系列圆柱电池的合同。

• 中科海钠发布全球首个钠电池商用车解决方案：3 月 28 日，中科海钠在安徽发布全球首个钠离子电池商用车解决方案，标志着钠离子电池正式在商用车上应用。该方案所用电芯能量密度突破 165Wh/kg，能在 20—25 分钟快速完成 100% 充电，且快充模式下循环寿命仍能超过 8000 次，电池剩余电量测算精度能精准至 2% 以内。

【新能源车产业链数据】

• 国内新能源车：2 月国内新能源车销量为 89.2 万辆，同比+87%、环比-6%；国内新能源车渗透率 41.9%，同比+11.8pct，环比+2.9pct。1-2 月国内新能源车累计销量为 183.6 万辆，同比+52%。

• 欧洲&美国新能源车：3 月，欧洲九国新能源车销量为 28.62 万辆，同比+26%、环比+64%；新能源车渗透率为 25.2%，同比+4.6pct、环比+1.2pct。1-3 月欧洲九国新能源车累计销量为 63.18 万辆，同比+23%。2 月，美国新能源车销量为 11.99 万辆，同比-4%、环比+1%；新能源车渗透率为 9.8%，同比-0.1pct、环比-0.9pct。1-2 月美国新能源车累计销量为 23.89 万辆，同比-1%。

【锂电材料及锂电池价格】

• 锂盐价格小幅下跌，电芯报价随原料价格波动。本周末碳酸锂价格为 7.39 万元/吨，较两周前下跌 0.04 万元/吨。相较两周前，磷酸铁锂、隔膜、电解液报价下跌，三元正极报价上涨，负极报价稳定。本周方形三元动力电芯/铁锂动力电芯/储能用 100Ah 电芯/储能用 280Ah 电芯报价为 0.382/0.334/0.350/0.303 元/Wh，较两周前下跌 0.000/0.004/0.000/-0.003 元/Wh。

【投资建议】

•建议关注：1) 低空经济与机器人产业布局领先企业（卧龙电驱、宁德时代、亿纬锂能、蔚蓝锂芯、科达利）；2) 固态电池材料布局领先企业（厦钨新能、容百科技、当升科技、天奈科技）；3) 需求持续回暖的消费电池企业（珠海冠宇）；4) 充电桩行业领先企业（特锐德、盛弘股份）；5) 电动自行车铅酸电池领军企业（天能股份）；6) 高压直流继电器领先企业（宏发股份）。

【风险提示】电动车销量不及预期，行业竞争加剧，原材料价格大幅波动，政策变动风险。

证券分析师：王蔚祺（S0980520080003）、李全（S0980524070002）、徐文辉（S0980524030001）

◆ 电新行业周报:AIDC 电力设备/电网产业链周评（4 月第 1 周）-电价市场化改革持续推进，电网投资内需保持强劲

【AIDC 电力设备】

电力设备容量可达算力芯片 3-5 倍，2026 年供电市场空间达 730 亿元。2024-2026 年全球数据中心新增 IT 负载为 7.7/12.3/16.9GW，CAGR 为 48%，26 年变压器、开关柜、UPS、HVDC、AFP 市场空间分别达到 76/304/304/46/60 亿元。

近两周 AIDC 电力设备板块普遍下跌，跌幅前三分别为服务器电源（-9.9%）、电池后备电源 BBU（-5.9%）和变压器及开关柜（-3.5%）。个股方面，近两周跌幅前三分别为欧陆通（-21.1%）、雄韬股份（-16.8%）和科华数据（-11.5%）。

行业观点：数据中心电力设备品类众多，电力传输链路较长，包括维谛、伊顿、施耐德等在内的全球巨头深耕细分领域多年，已形成完整的产品序列和强大的解决方案提供能力；国内企业聚焦数据中心行业时间较短，但在各细分产品和环节已具备较强的竞争优势，头部企业正逐步建立解决方案提供能力。此外，随着算力芯片国产替代的持续推进，数据中心价值链有望整体向中国企业转移。2025 年有望成为全球 AIDC 建设元年，国内外主要云厂资本开支有望迎来放量，美国启动星际之门计划，四大云商未来四年年度投资有望增长超 50%。算力建设高度依赖电力，变压器、开关柜、HVDC/UPS、PSU 等环节龙头有望受益。

产业链梳理：从事变压器/开关柜业务的公司包括金盘科技、明阳电气、伊戈尔、伊顿等，从事 UPS/HVDC 业务的公司包括中恒电气、科士达、科华数据、维谛技术等，从事服务器电源业务的公司包括麦格米特、欧陆通、泰嘉股份等，从事 BBU 业务的公司包括蔚蓝锂芯、豪鹏科技、亿纬锂能等，从事铜连接业务的公司包括沃尔核材、安费诺等。

【电网】

2025 年 1-2 月全国电源工程投资完成额为 753 亿元，同比-1.1%；2024 年全年累计完成额为 11687 亿元，同比+20.8%。2025 年 1-2 月全国电网工程投资完成额为 436 亿元，同比+33.3%；2024 年全年累计完成额为 6083 亿元，同比+15.3%。•2025 年至今，火电新增核准容量 5.2GW，同比+30%；新增开工容量 11.2GW，同比-36%。2024 年全年，火电新增核准容量 44.44GW，同比-33%；新增开工容量 107.20GW，同比+8%。•3 月 29 日，2025 年国网输变电设备 2 批招标公告发布，本批次招标物资共 18 个分标，521 个标包，同比减少 123 包，环比减少 33 包。•3 月 28 日，国网特高压设备 2025 年第 1 批招标结果公布，中标金额 19.59 亿元，同比+98%；中标标包 59 个，同比+49%。•近两周原材料价格普遍下跌，其中铜价格环比下跌 3.0%。•近两周电网设备板块表现分化，跌幅前三分别为线缆部件及其他（-10.6%）、配电设备（-6.3%）和电网自动化设备（-2.2%）。个股方面，近两周跌幅前三分别为万马股份（-19.5%）、良信股份（-9.8%）和金杯电工（-7.0%）。

行业观点：国内网内 25-27 年具有极强的业绩确定性和稀缺性，25 年国网投资首次超过 6500 亿，23-25 年连续创新高。“十五五”期间电网投资有望维持高位，初步估计年均投资超 7000 亿。24 年特高压招标、开工进度不及预期，25 年有望迎来大幅增长。柔直是特高压中少有的新技术方向，未来 2-3 年渗透率有望持续提升，换流阀价值量迎来 2 倍以上增长；25 年是国管海风开发元年，招标侧有望快速进入柔直时代，提供额外增量市场。

【投资建议】

AIDC 电力设备：建议关注四大方向：1) 变压器/开关柜环节；2) UPS/HVDC 环节；3) 有源滤波器 APF 环节；4) 服务器电源环节。建议关注金盘科技、明阳电气、伊戈尔、禾望电气、盛弘股份、蔚蓝锂芯。

• 电网：建议关注四大方向：1) 特高压直流，重点关注柔性直流应用对于换流阀价值量的提升；2) 主网投资订单、交付双重景气，关注组合电器等环节；3) 电力设备出海，重点关注变压器、智能电表、环保气体开关等环节；4) 配电网升级改造，重点关注行业龙头。建议关注国电南瑞、许继电气、平高电气、思源电气、四方股份、金杯电工、三星医疗、海兴电力。

【风险提示】

AI 投资力度不达预期，特高压核准开工进度不达预期，行业竞争加剧，政策变动风险。

证券分析师： 王晓声（S0980523050002）、王蔚祺（S0980520080003）

◆ 电新行业周报:风电产业链周评（4 月第 1 周）-阳江三山岛柔直海缆中标公示，重视零部件量价齐增

【行业要闻】

• 2025 年至今，全国风机累计公开招标容量 34.1GW(+117%)，其中陆上风机公开招标容量 32.1GW(+114%)，海上风机公开招标容量 2.1GW(+191%)。2025 年陆上风机（不含塔筒）平均中标价格为 1,541 元/kW。2024 年全年，全国风机累计公开招标容量 107.4GW(+61%)，其中陆上风机公开招标容量 99.1GW(+70%)，海上风机公开招标容量 8.4GW(-3%)。2024 年陆上风机（不含塔筒）平均中标价格为 1,359 元/kW。• 根据风芒能源的统计，2025 年 1-3 月我国 11 家风电整机制造商国内项目合计中标规模 32.85GW（不含框架采购及自建），其中中标规模前三的企业是运达股份（7.11GW）、金风科技（6.35GW）、以及远景能源（3.31GW）。2024 年我国 12 家风电整机制造商合计中标规模 162.96GW（国内项目，不含框架采购及自建），同比+64%，其中中标规模前三的企业是金风科技（30.2GW）、运达股份（22.5GW）以及远景能源（22.2GW）。• 根据国家能源局数据，2025 年 1-2 月我国新增风电装机 9.28GW，同比-6%；截至 2025 年 2 月末我国累计风电装机 529.8GW，占发电装机总容量的 15.6%。• 近两周黑色类原材料价格环比小幅上涨，环氧树脂价格下跌 2.8%，铜价格环比下跌 3.0%。

【板块行情】

• 近两周风电板块普遍下跌，跌幅前三板块为系泊系统（-14.5%）、塔筒（-10.8%）和整机（-9.7%）。个股方面，近两周跌幅前三分别为亚星锚链（-14.5%）、五洲新春（-11.6%）和三一重能（-10.8%）。

【行业观点】

• 海风方面，25 年上半年江苏、广东重大项目有望迎来正式开工；全国已核准待招标项目超 25GW，25 年有望成为创纪录的招标大年，持续形成催化。25 年是国管海风开发元年，预计规划、竞配、招标、政策会密集落地，“十五五”期间年均海风装机有望超 20GW，远超“十四五”水平。陆风方面，25 年行业装机有望超 90GW 创历史新高，主机价格预计保持平稳，技术降本推动盈利触底反弹。中国风机出海方兴未艾，25-26 年预计订单保持高增，制造业务迎来显著利润弹性。22-24 年零部件盈利能力持续下行，25 年有望迎来修复。

【投资建议】

• 建议关注四大方向：1) 导管架产能占比较高、远期出口空间较大的塔筒/管桩龙头；2) 预期修复、出口空间逐步打开的海缆龙头企业；3) 国内盈利筑底、出口加速的整机龙头；4) 零部件企业 25 年量利齐增机会。建议关注金风科技、东方电缆、时代新材、禾望电气、三一重能、大金重工、日月股份、中际联合、金雷股份。

【风险提示】

原材料价格大幅上涨，风电下游建设节奏不达预期。

证券分析师： 王蔚祺（S0980520080003）、王晓声（S0980523050002）

◆ 计算机行业专题:信创产业加快发展，关注科技内循环

算力硬件：AI 芯片+CPU，迈向自主可控。25 年 3 月 26 日，美国商务部工业与安全局（BIS）将 52 家中国企业和机构列入实体名单，其中包括 12 家中国 AI 产业链相关公司，AI 产业链进口难度进一步提升。据 IDC 数据，24 年中国 AI 芯片出货量约 270 万颗，其中中国本土 AI 芯片品牌出货量超过 82 万颗，占比仅为 30%。据中商情报网数据，24 年中国 CPU 市场规模约为 2300 亿元，对应 20-24 年 CAGR 为 8.6%，市场稳步增长，当前芯片硬件端自主可控空间巨大，阿里、腾讯、华为等龙头企业纷纷布局芯片领域，国产替代加速。

信创产业有望再加速。以 2027 年为阶段性目标，我国信创产业逐步加速，从第一步党政高峰后，行业信创逐步加速渗透，从服务器、数据库、操作系统、ERP、OA 等均迎来快速发展机遇。根据第一新声预测，23 年基础软件市场规模预计 1538.03 亿元，2025 年将达到 4327.6 亿元，25 年有望加速。数据库和 OS 领域，国产厂商能力以日益成熟，替代进度持续。工业软件领域，尤其是高端设计软件，国外厂商仍占据了主要份额，国产厂商持续加大并购、研发投入，未来替代空间广阔。

智驾芯片逐步开始国产化替代。2024 年中国智驾芯片出货量月 405 万颗，其中进口芯片 312 万颗，占 77%；国产芯片 93 万颗，占 23%。2024 年智舱芯片市场规模为 686 万颗，其中进口芯片出货量为 614 万颗，占比达 90%；国产芯片出货量 72 万颗，占比仅 10%。随着国产新能源汽车产业快速发展，各厂商智驾能力也持续提升，国产汽车芯片厂商逐步崛起，替代空间广阔。

投资建议：美国宣布对等关税政策将对全球贸易产生巨变。在对中国加征大幅关税的同时，美国对中国的科技封锁依然持续。因此无论从经济性，还是从科技自主维度，从芯片，到国产软硬件的国产替代，是当前 IT 产业发展的重中之重，建议积极关注信创产业链。

风险提示：信创产业落地不及预期、市场需求不及预期、行业竞争加剧、宏观经济波动、新技术研发不及预、估值风险。

证券分析师：熊莉（S0980519030002）

◆ 公用环保 2025 年 3 月投资策略：中办、国办印发《关于完善价格治理机制的意见》，重视公用事业板块的防御属性

市场回顾：3 月沪深 300 指数下跌 0.07%，公用事业指数上涨 1.87%，环保指数上涨 2.82%，月相对收益率分别为 1.94%和 2.89%。申万 31 个一级行业分类板块中，公用事业及环保涨幅处于第 11 和第 5 名。

重要事件：中办、国办发布《关于完善价格治理机制的意见》。2025 年 4 月 2 日，中共中央办公厅 国务院办公厅发布了《关于完善价格治理机制的意见》，文件提出坚持社会主义市场经济改革方向，能由市场形成价格的都交给市场，健全促进绿色低碳转型的能源价格政策以及可持续发展的公用事业价格机制等。

专题研究：重视公用事业板块的防御属性。1）火电：煤价下跌带来业绩弹性。测算结果显示，当煤价为 700 元/吨（含税，下同）、综合电价为 0.43 元/kwh（含容量电价，含税，下同）/kwh 时，度电盈利为 0.025 元/kwh；当综合电价为 0.43 元/kwh、煤价由 750 元/吨降至 650 元/吨时，度电盈利由 0.020 元/kwh 升至 0.030 元/kwh。2）水电：目前我国处在低利率阶段，2024 年 3 月末 10 年期国债收益率下行至 1.8%，处在近 10 年来底部水平。截至 2025 年 4 月 3 日，长江电力的股息率为 3.63%，高于中债十年期国债收益率 1.82pct。

投资策略：公用事业：1. 煤价电价同步下行，火电盈利有望维持合理水平，推荐全国大型火电企业华电国际、国电电力以及区域电价较为坚挺的上海电力；2. 国家持续出台政策支持新能源发展，新能源发电盈利有望逐步趋于稳健，推荐全国性新能源发电龙头企业龙源电力、三峡能源以及以及区域优质海上风电企业广西能源、福能股份、中闽能源；3. 装机和发电量增长对冲电价下行压力，预计核电公司盈利仍将维持稳定，推荐核电运营标的中国核电、中国广核；国家电投整合核电资产，打造 A 股第三家核电运营商，推荐重组标的电投产融；4. 全球降息背景下高分红的水电股防御属性凸显，推荐业绩稳健性和成长性兼具的水电龙头长江电力；5. 燃气推荐具有区位优势，量价张力较强的城市燃气龙头华润燃气，以及具有海气贸易能力，特气业务锚定商业航天的九丰能源。环保：水务&垃圾焚烧行业进入成熟期，自由现金流改善明显，再叠加无风险收益率的持续走低，投资者的预期回报率和风险偏好均有所下降，建议关注环保板块中的“类公用事业投资机会”，推荐光大环境，中山公用；中国科学仪器市场份额超

过 90 亿美元，国产替代空间广阔，推荐聚光科技；欧盟 SAF 强制掺混政策生效在即，对原材料需求增加，国内废弃油脂资源化行业有望充分受益，推荐山高环能。

风险提示：环保政策不及预期；用电量增速下滑；电价下调；竞争加剧

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

联系人： 崔佳诚

◆ 农业行业专题：关于对美国进口农产品加征关税的分析专题-我国对美进口商品加征关税，全面看多农业板块

2025 年 4 月 4 日，国务院关税税则委员会公告，对原产于美国的所有进口商品加征 34% 关税。经国务院批准，自 2025 年 4 月 10 日 12 时 01 分起，对原产于美国的进口商品加征关税。有关事项如下：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。现行保税、减免税政策不变，此次加征的关税不予减免。2025 年 4 月 10 日 12 时 01 分之前，货物已从启运地启运，并于 2025 年 4 月 10 日 12 时 01 分至 2025 年 5 月 13 日 24 时进口的，不加征本公告规定加征的关税。农产品方面，从美国进口品种占国内消费较大的品种依次为：高粱、大豆、棉花、牛肉和玉米；其他品种如猪肉、鸡肉、小麦、乳制品占比均不大。

看好饲料白马海大集团与猪禽养殖龙头，超额盈利优势有望在关税背景下进一步凸显。国内饲料粮预计有望迎来涨价，其中，豆粕最为利好，其次是玉米。在饲料原料价格波动较大的情况下，一方面，对于饲料白马海大集团这种管理优秀的企业，将凭借更强的原料管控优势，拥有相较行业更好的单位超额盈利。其次，利好生猪和禽养殖龙头标的，饲料成本占养殖成本的比例较大，而养殖成本抬升有望加速周期的迭代，同时也利好养殖龙头企业的超额收益的表现。

看好种业与种植板块，或迎粮价周期与转基因变革共振。从周期角度，种子具有粮价后周期的特性，玉米价格去年底以来已在收储提振下开启温和上涨趋势，后续基本面端亦有望供需逐步收缩，对美关税加征进一步抬升玉米进口成本，后续玉米价格有望维持上涨，将从周期景气上提振种业。从种业基本面来看，此前种业库存压力较大，已处于周期底部。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。

利好肉牛大周期，国内供给去化加进口收缩共振。一方面，国内肉牛行业产能出清，看好基本面反转；另一方面，美国牛肉进口量预计减少，2025 年中央一号文已经重视牛羊产业纾困，未来海外牛肉总进口量预计也将迎来大幅度收缩。此外，相关肉牛标的公司估值都在底部位置，当前肉牛处于基本面反转加上市场情绪关注的启动阶段，对美进口牛肉加关税则进一步催化板块，看好未来肉牛产业链标的表现。

投资建议：推荐肉牛及猪禽养殖、饲料、种业。1）生猪养殖：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）禽养殖：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。

风险提示：1、恶劣天气等自然灾害波动影响；2、贸易政策波动风险。

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

◆ 湖北宜化(000422.SZ) 财报点评：资产重组持续推进，2024 年归母净利润同比增长 44%

公司 2024 年实现归母净利润 6.53 亿元，同比提升 44.32%。公司主营业务涵盖化肥、氯碱化工、煤化工、精细化工等领域，具备尿素产能 156 万吨，处于行业前列；磷酸二铵产能 126 万吨，市场占有率位列全国第四；聚氯乙烯产能 72 万吨，位列国内 PVC 产能前十；季戊四醇产能约 6 万吨，产能排名全球第二、亚洲第一。2025 年 4 月 2 日，公司发布 2024 年年报，报告显示，2024 年公司实现营业收入 169.64 亿元，同比减少 0.48%；实现归母净利润 6.53 亿元，同比提升 44.32%。2024 年末，公司资产总额 267.13 亿元，同比增长 4.40%；归属母公司所有者权益 73.62 亿元，同比增长 11.88%；公司加权平均净资产收益率 9.18%，同比增长 0.96%；资产负债率 67.10%。

季戊四醇高端化需求逐步提升，产品价格快速上涨，公司作为行业龙头有望充分受益。PCB 固化油墨由

光敏剂、感光性树脂等组成，光敏剂在辐射条件下，能吸收特定波长的光能量，裂解产生具有引发聚合能力的活性中间体，进而引发体系中感光树脂聚合形成固态的膜材料。光固化涂料固化膜的性能主要取决于低聚物，因此设计合成以及选用合适的低聚物是光固化产品生产的关键，文献表明，双季衍生物作为固化剂具有与其他树脂及颜料的相容性好，在增加固化速率的同时还能赋予油墨良好的硬度、耐磨性等特点，因此被广泛应用于高端 PCB 油墨材料中。PCB 油墨作为高附加值耗材，对原材料的品质、性能要求极高，因此对高品质双季价格敏感性较低。

根据百川盈孚数据，截止至 2025 年 4 月 1 日，湖北 98%单季戊四醇报价 1.3 万元/吨，较去年同期上涨 13.04%，双季戊四醇市场均价为 6.97 万元/吨，较去年同期上涨 111.21%。根据百川资讯预测，若 6 月份公司装置停车搬迁计划顺利推进，场内双季产量会有大幅缩减，单季因其厂家自身稍有库存影响量弱于双季，且叠加双季在 PCB 油墨中的需求提升，看好双季价格弹性。

新产能有序投产，不良资产剥离，增厚公司利润。新增产能方面：公司 46 万吨/年合成氨项目于今年三月满产，该项目采用目前市场成本最低的水煤浆气化技术，磷酸二铵和 TMP 原材料供应得到进一步保障，公司盈利水平将进一步提升。2024 年 10 月，公司与多氟多合资成立的宜化氟化工确认将投资建设湿法磷酸配套 2×3 万吨/年无水氟化氢项目，推进磷氟化工产业转型升级，促进磷氟资源梯级利用。展望 2025 年，公司尚有 20 万吨/年精制磷酸、65 万吨/年磷铵搬迁及配套装置升级改造项目、年产 40 万吨磷铵、20 万吨硫基复合肥节能升级改造项目、20 万吨/年烧碱搬迁节能改造项目、硫磺渣综合利用 8 万吨/年保险粉升级改造项目、6 万吨/年无水氟化氢项目、4 万吨/年季戊四醇升级改造项目在建，未来随着产能的落地将有效增厚公司利润。不良资产剥离方面：2024 年 9 月 23 日，公司与宜化集团签署《湖北省整体产权及控股股权转让产权交易合同》，本次交易价格为挂牌底价 1.51 亿元，当前生物降解材料 PBAT 已转让至宜化集团，根据公司公告，PBAT 资产出表后预计将为上市公司每年减亏 1 亿元左右。

新疆宜化或将于 2025 年实现并表，将巩固公司在煤炭、煤化工领域优势。2024 年 12 月 11 日，公司发布《湖北宜化化工股份有限公司重大资产购买暨关联交易报告书》，公告显示，上市公司拟以支付 32 亿元现金方式，受让宜化集团持有的宜昌新发投 100%股权。本次交易完成后，上市公司将持有宜昌新发投 100%股权，宜昌新发投成为上市公司全资子公司，上市公司持有新疆宜化股权比例将由 35.597%上升至 75.00%。本次交易完成后，上市公司的主营业务为化肥产品、化工产品、煤炭的生产及销售，形成完整的化工上下游产业链。按 2023 年主要产品的产能计算，将新增主要产品年产能：尿素 60 万吨、PVC 30 万吨、烧碱 25 万吨、煤炭 3000 万吨。当前新疆宜化控股的五彩湾矿区露天一号矿保有资源量为 21.08 亿吨，可采储量为 13.20 亿吨，该煤矿具有煤炭埋藏浅、地质构造稳定、资源禀赋好、易于开采等特点，平均厚度 68 米，矿产煤炭可作为优质的动力、化工用煤。预计后续随着新疆煤炭、煤化工产业开发，公司的优质煤炭资源将具备长期发展价值。

风险提示：原材料价格大幅波动的风险、主营产品价格大幅下跌的风险、安全生产的风险、安全环保政策趋严的风险、公司内控的风险。

投资建议：公司为磷肥、氮肥行业龙头，资源优势显著，伴随子公司新疆宜化重组进展公示，公司煤炭资源上下游产业链整合确定性进一步增强，疆煤资源注入将为公司带来利润增长。考虑到公司化肥业务尿素均价、新疆宜化煤炭均价及板块利润率下行，我们谨慎下调公司 2025-2027 年营业收入为 246/253/273 亿元(前值为 270/274 亿元)，归母净利润为 11.22/15.39/16.46 亿元(前值为 16.06/18.27)，EPS 分别为 1.04/1.42/1.52 元，当前股价对应 PE 分别为 13/10/9X。考虑到公司的行业领先地位以及成长性，维持“优于大市”评级。

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

◆ 中国中免(601888.SH) 财报点评:2024 年业绩探底,跟踪需求恢复节奏与海南封关进展

2024 年公司实际业绩与快报一致，分红率维持 50%以上。2024 年收入 564.74 亿元/-16.38%，归母净利润 42.67 亿元/-36.44%，与此前业绩快报基本一致；2024Q4 收入 134.53 亿元 /-19.46%，略好于 Q3 降幅(-21.52%)；归母净利润 3.48 亿元/-76.93%，环比 Q3 降幅(-52.53%)进一步承压，我们预计主要系海南年末大促扰动毛利率、存货减值计提增加等影响。公司拟每股派发现金红利 1.05 元(含税)，分红率 50.91%，当前股价对应股息率约 1.7%。

海南经营承压但份额提升，机场线下收入恢复性增长。2024 年公司免税/有税销售收入同比分别 -16%/-23%，其中：1) 2024 年公司海南收入 289 亿元/-27%，其中三亚店/海免/海口免税城收入同比分别 -28%/-28%/-18%。整体上，受居民消费力渐进修复、高端客人出境分流扰动、国际香化周期等扰动，海南免税销售承压，但中免通过积极调整品类、丰富品牌全年市场份额同比增加近 2pct。另外，中免参股中出服投资权益-0.56 亿元预计其海南盈利平平。2) 受益于免签政策优化和国际客运恢复，2024 年北京/上海机场店收入同比增长超 115%/近 32%。3) 公司有税业务收入占比从高峰期 2022 年的 52%回落至 2024 年的 31%，参考日上互联投资收益同比-48%预计日上直邮销售同比下滑，预计受线上香化市场竞争与机场线下店逐步恢复影响。

全年毛利率保持相对稳定，机场租金拖累销售费率，其余费率控制较好。全年公司归母净利率 7.6%/-2.4%，主要系销售费率扰动。其中主业毛利率 31.5%/+0.15pct，免税占比提升推动；分拆看免税毛利率 39.5%/+0.01 pct，保持相对稳定；有税业务毛利率 13.5%/-1.8pct，预计系线上渠道竞争激烈下盈利相对波动。费用端，机场租金致销售费率+2.1pct；管理费率同比略提升 0.3pct，管控相对良好；财务费率降低 0.3pct。

2025Q1 海南免税降幅环比收窄后续需进一步跟踪，中线兼顾海南封关进展与市内免税店增量。展望后续，1) 一方面在政策积极提振下，建议跟踪整体消费尤其海南恢复节奏。今年 1-2 月海口海关口径离岛免税销售额同比下滑 13%，环比 Q4 的 22%降幅收窄，后续边际改善趋势的持续性仍需观察。另一方面，2025 年底前海南封关运作危与机共存，建议持续跟踪海南封关进展，但中免在核心区域商业体布局的先发优势和近两年的持续加码巩固龙头地位。2) 自去年离境市内免税店新政公布以来，公司已新中标 6 城市市内免税店经营权，我们预计其 7 家原有存量市内店和其参股中出服 12 家有望逐步转换开业。考虑中免与中出服基本已经卡位国际客流居前的核心城市，本身对应的离境市内免税空间更为广阔，中线有望直接分享市内免税新政红利。

风险提示：宏观经济疲软，政策不及预期，香化周期波动，新项目不及预期。

投资建议：考虑短期消费复苏节奏仍待跟踪，同时结合年初至今海南免税销售延续下探，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润至 48.3/55.4/63.8 亿元（此前 25-26 年为 49.6/64.6 亿元），对应 PE 估值 26/23/20x。公司当下基本面受制于消费趋势与国际香化周期变化，海南封关不确定性仍待跟踪；但公司作为全球免税龙头，旅游零售核心卡位和流量价值有支撑，“海南+机场+线上+市内”全渠道布局具备中线潜力，作为可选消费核心配置资产价值仍在，维持中线“优于大市”评级。

证券分析师： 曾光（S0980511040003）、张鲁（S0980521120002）、杨玉莹（S0980524070006）

◆ 中国东方教育(00667.HK) 海外公司财报点评:提效控费成效显著，高中生源提供增长新引擎

2024 年公司经调净利润同比增长 87%，提效控费成效显著。2024 年公司实现收入 41.2 亿元/+3.5%；实现净利润 5.1 亿元/+88.0%；经调净利润 5.3 亿元/+86.6%，显著优于彭博一致预期 4.2 亿元。2024H2，公司实现收入 21.3 亿元/+5.3%，系校区关停并转接近尾声，招生边际向好；实现净利润 2.41 亿元/+250.5%，经调净利润 2.47 亿元/+135.2%。

招生人数环比趋势向好，主要面向高中生源的 1-2 年期课程培训人次迅速增长。2024 年，公司平均培训 14.6 万人次/-0.4%，环比上半年降幅收窄 0.7pct，招生边际向好。按专业看，烹饪技术及信息互联网技术降幅环比显著收窄，西点西餐增长边际提速。按训期看，平均培训人次中短训/1-2 年/2-3 年/3 年分别同比+5%/+56%/-27%/+1%。1-2 年期培训人次迅速增长，考虑一方面系高考竞争激烈，部分高中生以就业为导向转向短期高效的 1-2 年职业培训，另一方面系三校生面对就业压力，寻求进一步提升自身职业技能。综合来看 1-2 年期培训人次的增长有助于降低此前中职学生增长放缓的影响。

校区调整预计接近尾声，期间公司一所高级技工学校升格为技师学院，办学层次进一步丰富。2024 年末公司旗下学校 233 家/-12 家，其中下半年度环比净关停一家，预计校区调整已接近尾声。报告期内公司全资拥有的安徽万通高级技工学校获升格技师学院公司，办学层次获进一步丰富。

课程结构优化及校区调整取得成效，盈利能力显著改善。2024 年公司毛利率为 51.4%/+3.4pct，受益于课程结构优化及校区关停并转。2024 年公司销售、管理费率分别为 23.7%/12.3%，分别同比

-2.4pct/-1.0pct，费用预算控制成效显著，其中销售费用率显著下滑受益于大数据技术助力网络营销精准投放。2024年公司经调净利率为12.8%/+5.7pct。此外，公司宣布派发2024年末期股息4.79亿港元（按0.92294汇率换算约为4.42亿人民币），分红率达86%，对应2025年4月1日收盘价股息率约为4.46%。

风险提示：学生就读中职意愿下滑；市场竞争加剧；就业质量不及预期。

投资建议：公司发力面向高中生源的1-2年期培训课程，以及内部打通纵向升学，提高对中职学生吸引力，缓释中职学生人数增长压力。叠加疫情对公司3年制学生人数影响逐步淡化，预计2025年总培训人次将重回上升通道。考虑到收入结构优化及校区调整成效逐步释放，同时公司加强预算管理，预计盈利能力将持续修复。基于此，我们预计2025-2027年公司归母净利润6.3/7.3/8.5亿元，同比+22.3%/17.7%/16.3%，对应CAGR为16.7%，对应PE为16/13/12x。维持“优于大市”评级。

证券分析师： 曾光（S0980511040003）、张鲁（S0980521120002）

联系人： 周瑛皓

◆ 锦江酒店(600754.SH) 财报点评:短期经营承压，静待整合潜力释放

2024年业绩承压，分红率提升至58%。2024年公司收入140.63亿元/-4.00%，归母净利润9.11亿元/-9.06%，扣非净利润5.39亿元/-30.32%；其中出售时尚之旅4.2亿元贡献一次性非经收益。2024Q4公司收入32.73亿元/-8.51%，归母净亏损1.95亿元/去年为盈利0.27亿元，扣非净亏损0.99亿元/去年为亏损0.28亿元，预计主要系计提信用减值、国内直营店与海外业务承压等影响。公司全年累计分红率58.54%，同比提升5.13pct，最新股价对应股息率1.9%。

2024年超额完成开店目标，Q4国内RevPAR降幅收窄。2024年公司新开1515家，关闭519家，开业转筹建28家，净增968家（全服务+24家/有限服务加盟+1019家/有限服务直营-75家）。2024年公司超额完成年初1200家开店目标，年末在营酒店13416家，国内规模第一地位持续巩固。2024年公司国内有限服务酒店整体RevPAR同比下降5.78%，其中Q4降幅（-4.93%）环比Q3（-8.38%）收窄；全年RevPAR恢复至2019年100.13%；其中Q1-Q4分别为101.02%、101.44%、103.15%、95.21%，恢复度上Q4出行淡季相对回落。

直营店增亏致国内酒店经营性业绩承压，海外酒店亏损4亿+延续拖累。2024年公司国内有限服务酒店分部收入93.27亿元/-6.2%；归母净利润12.04亿元/+3.3%；若剔除资产处置收益、减值等后估算利润同比下滑20%，预计主要系RevPAR回落下直营店经营承压影响（参考子公司旅馆投资净利润-1.86亿元）。国内全服务酒店收入/归母业绩2.42/0.24亿元，带来增量贡献。海外酒店收入42.89亿元/-1.0%，但财务费用由4.88亿增加至5.56亿压力下，分部归母净利润由2023年亏损4.07亿增亏至4.37亿元；2024年餐饮部分收入2.42亿元/-3%，分部归母净利润1.85亿元/-38%，若剔除去年同期KFC协议续签带来公允价值变动收益影响则同比持平微增。

2025年计划开店规模较去年目标提升，重点关注直营店与海外减亏节奏。公司2025年计划新开业1300家、新签约2000家（2024年目标为新开业1200家，新签约2500家）；公司预计2025收入同增2%-7%，其中国内酒店收入同增5%-10%。目前看公司处于渐进整合阶段，预计在股权激励目标（估算2025-2026年扣非归母净利润不低于12.77/15.48亿元）下需要行业改善与公司整合潜力释放综合发力：1）如果政策持续发力带动商旅需求复苏及行业趋势向上，则公司国内直营升级减亏与中央预订渠道收费的执行效果值得跟踪；2）去年末公司已完成铂涛系622少数股权收回及5%注销，2025年有望贡献增量业绩。3）海外伴随增资到位及贷款置换等系列操作，降息预期下财务费用压力有望逐步缓解。

风险提示：宏观系统性风险，国企改革及内部整合低于预期；品牌老化风险。

投资建议：考虑去年以来国内直营店拖累及海外减亏节奏渐进，我们下修公司2025-2027年归母净利润至11.9/14.6/17.1亿元（此前预测25-26年为13.3/16.1亿元），对应PE估值24/19/16x。公司2015年以来多轮收购快速规模扩张至国内龙头地位，此后内部整合渐进叠加产品迭代不足，逆风环境下业绩相对承压。短期继续跟踪酒店行业周期趋势，进一步观察公司在激励改善下前中后台整合的执行进展与效果，维持中线“优于大市”评级。

证券分析师： 曾光（S0980511040003）、张鲁（S0980521120002）、杨玉莹（S0980524070006）

◆ 三未信安(688489.SH) 财报点评:收入增长超 31%，云和运营商市场快速成长

24 年收入增长较快，利润有所下降。2024 年公司营业收入 4.73 亿元（+31.96%），归母净利润 0.42 亿元（-37.40%），扣非归母净利润 0.16 亿元（-73.11%）。单 Q4 来看，公司收入 2.19 亿元（+78.56%），归母净利润 0.28 亿元（+1.37%），扣非归母净利润 0.12 亿元（-51.72%）。

并购整合带来收入和费用较快增长，股权激励保持高增长目标。继江南科友之后，公司在 24 年完成了对江南天安的并购，增厚收入的同时，也带来了费用增长。销售、管理、研发费用分别增长 61.13%、30.65%、51.19%。公司此前发布了股权激励，10 位激励对象全部为公司高级管理人员、核心技术人员和核心骨干员工，对 25-26 年做出了业绩考核目标：以 2024 年收入和净利润为基数，25-26 年复合增速不低于 30%。

密码行业市场地位进一步提升，云和运营商市场快速成长。通过并购整合，公司有效实现资源整合与协同效应，现已成为目前国内拥有高安全等级（三级）密码产品最多的密码企业。同时，公司在云密码安全领域基本覆盖了市场上主流头部云厂商客户，巩固自身在云密码安全领域的领先地位，在金融、电信、公安、广电、能源、交通等行业的市场优势地位也得到显著增强。2024 年从行业来看，金融行业收入增长 23.82%，政府收入增长 47.20%，云厂商收入增长 174.10%，能源收入增长 67.28%，运营商收入增长 124.85%。

密评和信创持续推动产业发展，抗量子密码逐渐开启。随着国家密码局于 2024 年 11 月发布 112 家第三方密评机构目录，标志着前期的密评试点工作结束，密评将在全国和全行业进入加速推广期。同时，国密生态的全面替代已在多个行业信创建设中铺开，如金融、电力、医疗等多个行业的国密改造。密评和信创将持续打开公司传统业务空间。公司在 24 年 9 月发布了抗量子密码产品，涵盖抗量子密码芯片、抗量子密码板卡等。从全球来看，抗量子密码迁移进程已经逐渐开启，金融、通信等重点行业已逐步应用，将为行业打开新成长空间。

风险提示：宏观经济影响 IT 支出；行业竞争加剧；新业务拓展不及预期。

投资建议：维持“优于大市”评级。由于并购带来收入和费用高增长，结合股权激励目标，上调收入预测，25-27 年收入为 6.30/8.19/10.18 亿元（原 25-26 年预测为 5.74/7.11 亿元）；下修盈利预测，25-27 年归母净利润为 0.91/1.25/1.68 亿元（原 25-26 年预测为 1.14/1.53 亿元）。基于公司持续整合密码产业，新兴密码产业有望加快成长，维持“优于大市”评级。

证券分析师： 熊莉（S0980519030002）、库宏焱（S0980520010001）

◆ 道通科技(688208.SH) 财报点评:业务结构持续优化，“传统+数智新能源”业务业绩表现亮眼

年报业绩高增长。根据公司年报，2024 年公司主营收入 39.32 亿元，同比上升 20.95%；归母净利润 6.41 亿元，同比上升 257.59%。公司收入与利润持续攀升，一方面得益于公司传统数字诊断业务的结构优化调整，另一方面得益于公司新兴数字能源业务的产品领先布局。

数字诊断业务需求扩张，AI 重塑汽车后市场。2024 年，汽车综合诊断产品实现收入 12.67 亿元，TPMS 系列产品实现收入 7.06 亿元，同比增长 32.55%；ADAS 智能检测标定产品实现收入 3.90 亿元，同比增长 26.98%；软件升级服务实现收入 4.46 亿元，同比增长 24.20%。公司充分运用生成式 AI，推出了一系列自主研发的诊断检测产品。其中 TPMS 与 ADAS 产品在业内具有先发优势，在车型兼容能力、更新速度、使用效率、便携性与集成性上持续引领行业发展趋势。

数字能源业务领先布局，实现充电网络智能化。充电桩产品 2024 年实现收入 8.67 亿元，同比增长 52.98%。近年来，全球充电基建浪潮为充电桩市场贡献了结构性增长机会。公司凭借电力电子+AI 调度双轮驱动的核心组件自研形成智能充电桩的产品优势与价格优势。另一方面，公司积极推进全球供应链布局，广泛对接充电运营商、能源公司、公共事业单位、汽车厂商、车队、商超连锁等客户群体，在中国深圳、越南海防、美国北卡建立三大生产基地，并全球设立超过 14 个海外区域总部、销售平台和子公司。

AI 机器人创造新蓝海，空地一体智慧巡检落地。2024 年 12 月，道通对外宣布全新的 AI 战略布局，发布以生成式 AI 为核心的“空地一体集群智慧解决方案”，包含智能体机器人、AI PaaS 平台以及行业大模型一体机三大核心模块。方案将通用大模型、智能大脑、智慧机器人执行器和场景数据全链条拉通，有望实现数智化、无人化和空地一体化的效果。该业务有望为油田、交管、高速等场景作业提供更智能更高效的方案。

风险提示：充电桩需求不及预期；智能巡检解决方案商业化挑战；市场竞争加剧。

投资建议：维持“优于大市”评级。考虑到检修业务稳健高增长，我们略微上调盈利，预测道通科技 2025-2027 年归母净利润为 7.95/11.34/14.04 亿元（25-26 前值 7.8/11.10 亿元），对应当前 PE 分别为 24/17/14 倍。考虑到智能巡检项目的落地及充电桩业务规模有望持续扩大，维持“优于大市”评级。

证券分析师：熊莉（S0980519030002）

联系人：云梦泽

◆ 宝信软件(600845.SH) 财报点评:全年业绩承压，IDC 和 PLC 业务有望回暖

全年业绩承压，四季度利润下滑较大。2024 年公司营业收入 136.44 亿元（+5.64%）；归母净利润 22.65 亿元（-11.28%），扣非归母净利润 21.98 亿元（-8.91%）。单 Q4 来看，公司收入 38.88 亿元（-5.11%），归母净利润 3.35 亿元（-50.89%），扣非归母净利润 3.13 亿元（-48.91%）。24 年钢铁行业整体承压较大，导致利润整体下滑。

核心业务保持平稳增长。分业务来看，软件开发及工程收入 99.10 亿元（+6.31%），毛利率下降 1.02 个百分点；服务外包收入 36.56 亿元（+4.73%），毛利率下降 5.33 个百分点；系统集成收入 0.65 亿元（-30.13%），毛利率下降 0.63 个百分点。

整体毛利率有所下降，费用率同时下降。公司 24 年毛利率 34.77%，下降 2.15 个百分点。费用率方面，销售、管理、研发费用率分别下降 0.08、0.44、0.55 个百分点。公司经营活动现金净流量 16.71 亿元，同比下降较多。在日常关联交易上，公司 24 年和宝武集团实际完成了 63.99 亿元；2025 年预计和宝武集团关联交易为 96.35 亿元，相比 24 年实际完成额增长较大。公司预计 25 年关联交易合计为 114.7 亿元。

宝之云受益于 AIDC 产业增长，PLC 国产化有望加大力度。宝之云华北基地成功中标互联网巨头项目，园区建设规模和交付需求相当于宝之云罗泾基地总容量，有望带动 IDC 业务重回增长节奏。PLC 方面，公司突破各关键技术，首发天行系列全栈自主可控 T3、T4 PLC 产品，实现从操作系统、到运行时软件、再到编程环境的全栈自主可控。公司同时加强机器人领域投入，推出首台人形机器人概念机，完成二代人形机器人开发，探索工业领域的“人形机器人+AI”应用场景；开展图灵机器人首台套应用推广和国产化替代，在钢铁、有色、3C 电子等行业实现规模化应用。

风险提示：钢铁行业 IT 支出下降；IDC 拓展不及预期；国产化替代缓慢等。

投资建议：维持“优于大市”评级。由于 24 年公司整体业绩下滑，钢铁及其他下游行业 IT 开支均承压，下修盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 28.00/33.11/38.04 亿元（原 25-26 年预测为 36.26/44.23 亿元）。考虑到公司依然是钢铁行业信息化和大型 PLC 领导者，AIDC 产业趋势明确，公司获得互联网大单，25 年有望恢复增长，维持“优于大市”评级。

证券分析师：熊莉（S0980519030002）、库宏焱（S0980520010001）

◆ 雅迪控股(01585.HK) 财报点评:2024 年利润承压，2025 年有望迎来恢复

2024 年收入及利润下滑受国检、去库存等拖累。雅迪控股 2024 年实现营业收入 282.4 亿元，同比下降 18.9%，净利润 12.7 亿元，同比下降 51.8%；2024H1 营业收入 144.3 亿元，同比下降 15.5%，净利润 10.3 亿元，同比下降 13%，2024H2 营业收入 138.1 亿元，同比下降 22.1%，净利润 2.4 亿元，同比下降 83.6%，收入及利润下滑主要是国检影响经销商出货节奏，公司促销去库存等综合导致。

2024 年利润率下滑，费用率提升。2024 年公司进行去库存，部分产品打折促销，影响整体利润率，2024 年毛利率 15.2%，同比下降 1.7pct，净利率 4.5%，同比下降 3.1pct。公司对销售、管理费用也进行相

应控制，销售、管理费用率保持稳健，同时公司仍然保持了较高的研发投入，研发费用率提升至 4.1%，较 2023 年提升 0.6pct。整体看公司 2024 年综合费用率为 11.7%，同比提升 0.8pct。

2025 年强化新品打造，持续拓展门店，有望迎来销量及利润恢复。2024 年 12 月雅迪召开全球零售峰会，指引 2025 年整体发展规划及目标，深入了解经销商发展需求，提振信心，2025 年有望迎来积极转变。2025 年 2 月公司在海南举办摩登系列新车发布会，重点发布光芒、追光、莱茵三款新车，面向女性用户补足短板，结合冠能、飞越形成雅迪三大品牌系列，有望推出更多爆款车型。此外公司终端渠道数量持续提升，2023 年公司拥有 4000 家分销商及 40000 家销售点，2025 年在以旧换新背景下有望继续加强渠道开拓，公司在 2024 年底积极对产品 & 渠道调整，2025 年有望重新迎来销量、收入及利润向上。

积极布局东南亚市场，打造新成长曲线。公司将海外布局战略重点放在东南亚市场，2019 年在越南北江建设生产基地，随着生产线逐步完善，年产能有望提升至 50 万台；2025 年公司在印尼新建工厂，建成后拥有 300 万台年产能。公司将持续扩大东南亚生产规模、深化销售网络，电动两轮车出海有望成为公司的新增长点。

盈利预测与估值：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。2024 年国检及去库存等拖累销量及利润，2025 年处于恢复过程中，下调盈利预测，预期 25/26/27 年归母净利润分别为 27.02/31.02/36.93 亿元（原 30.59/37.23/49.77 亿元），每股收益分别为 0.87/1.0/1.19 元（原 0.98/1.2/1.6 元），对应 PE 为 16/14/12 倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：政策推进节奏不及预期，行业价格战，消费能力疲软，新车发布及销售不及预期，库存水平过高。

证券分析师： 唐旭霞（S0980519080002）、唐英韬（S0980524080002）

◆ 小牛电动(NIU.O) 财报点评:积极推进产品及渠道变革，有望迎来底部反转

小牛电动是全球化的智能城市出行解决方案提供商。小牛电动成立于 2014 年，公司开创了智能电动车两轮车的新品类，重点定位高端智能锂电产品，2024 年后推出高端智能铅酸产品补足短板。2024 年公司电动两轮车国内销售 75.9 万辆，国内市占率约 1.5%，产品平均单价 3500 元以上。公司在国内有 3735 家品牌体验店及专卖店，重点布局一二线城市，进入海外 52 个国家，是全球化的智能城市出行解决方案提供商。

2024 年收入恢复，利润亏损幅度收窄。2021 年之前公司收入快速增长，2016-2021 年收入复合增速达 59.8%，2021 年后由于碳酸锂涨价，公司主打的锂电产品价格持续上涨，导致销量下滑，至 2023 年收入下降至 26.52 亿元。2024 年公司首次布局高端铅酸电动两轮车，加强终端渠道开拓及下沉，2024 年收入 32.88 亿元，同比增长 24%。锂电成本增加导致公司 2022 年净亏损 0.49 亿元，2023 年公司受欧洲代理商资金短缺、运营停滞拖累，净亏损 2.72 亿元，2024 年随着销量及收入恢复，利润亏损幅度较 2023 年收窄至 1.93 亿元。

毛利率稳定，净利率下滑受销售、管理费用率提升影响。公司通过产品涨价传导碳酸锂涨价，使毛利率稳定，2019-2023 年毛利率保持在 20%以上。由于收入下滑，管理及销售费用率提升明显，2021 年至 2023 年，管理费用率从 3.8%提升至 9.2%，销售费用率从 9.0%提升至 18.7%，研发费用率小幅增长，综合导致净利率下滑，2024 年净利率-5.9%。

积极调整产品、渠道策略，有望迎来销量及业绩向上拐点。小牛电动的品牌影响力、智能化特点深入人心，在消费者心中树立了高端电动两轮车的形象。过往公司主要布局高端锂电两轮车，锂电涨价导致公司产品提价，对销量、业绩均有较大拖累。2024 年以来公司积极调整产品策略，2024 年 8 月推出 NT/MT Play 两款高端铅酸电动两轮车，售价较原有锂电产品下降，新车采用摩托车级别车架设计，智能化配置完善，具备强竞争力，发布后仅 4 小时销量破 5900 台。2024 年公司在渠道方面也积极变革，公司过往门店集中于一线城市，2024 年在薄弱的二三线城市加强渠道下沉，终端门店数量拓展至 3735 家，较 2023 年净增加 879 家。2025 年公司将补齐铅酸类产品短板，加强网点铺设及渠道下沉，产品及渠道端持续发生积极变化，有望迎来销量及业绩的向上拐点。

盈利预测与估值：考虑到小牛电动在高端电动两轮车领域竞争力强，随着高端铅酸电动两轮车推出，叠加渠道扩展，销量及利润有望持续改善，有望实现扭亏为盈，预计 2025/2026/2027 年公司净利润

1.4/2.7/4.1 亿元，EPS 为 1.8/3.5/5.3 元，给予 25 年 23-24x PE，对应目标价 40.9-42.7 元（5.64-5.88 美元），相较当下具 38%-44%空间，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示：新品放量节奏不及预期，渠道拓展进度不及预期，高端电动两轮车市场消费能力减弱，库存水平过高，关税政策变动。

证券分析师：唐旭霞（S0980519080002）、唐英韬（S0980524080002）

◆ 赛力斯(601127.SH) 财报点评:营收高速增长，净利润接近预告上限

赛力斯 2024 全年营业收入 1451.76 亿元，归母净利润 59.46 亿元；第四季度营收 385.49 亿元，归母净利润 19.08 亿元。2024 全年，实现营收 1451.76 亿元，同比 305%；归母净利润 59.46 亿元，年度实现扭亏为盈，实际归母净利润接近业绩预告中 55 亿-60 亿的上限。2024 第四季度，实现营收 385.49 亿元，同比 101.18%，环比-7.29%；归母净利润 19.08 亿元，环比-20.94%。

公司第四季度维持了高水准的毛利率，净利率有所下滑。公司 2024 全年毛利率 26.15%；第四季度毛利率 28.70%。公司全年归母净利润率 4.10%；第四季度归母净利润率 4.95%，环比下降 0.85 个百分点，原因是第四季度期间费用率上升。

公司保持高研发投入，销售费用逐步控制。公司第四季度期间费用率环比有所增长，主要是销售费用和管理费用绝对值环比增长，叠加四季度营收环比小幅下滑，导致期间费用率上升。第四季度销售费用率 13.52%，环比增加 2.38 个百分点；Q4 研发费用率 3.16%、管理费用率 3.47%，整体保持稳定。

问界车型 2024 全年销量 38.91 万辆，第四季度销量 9.66 万辆。公司核心产品问界系列车型 2024 全年销量 38.91 万辆；第四季度销量 9.66 万辆，环比下降 12.50%。M9 在四季度销量 49330 辆，环比下降 2.68%，保持较高的 49.70%占比；M7 四季度销量 41994 辆，环比下降 6.47%；M5 四季度销量 6591 辆，环比下滑较多。

公司第四季度单车营收和单车毛利有所提升，单车净利小幅下滑。问界车型销量口径下，公司第四季度单车营收 39.91 万元、单车毛利 11.45 万元、单车净利 1.98 万元（Q3 单车营收/单车毛利/单车净利分别为 37.67/9.62/2.19 万元）。

风险提示：新品销量不及预期、成本管控不及预期、市场竞争加剧等。

投资建议：调整盈利预测，维持“优于大市”评级。

预计 2025-2027 年营业收入为 1800/2003/2250 亿元（2025/2026 原预测为 1707/1936 亿元，新增 2027 年营收预测 2250 亿元），归母净利润分别为 94.25/121.85/149.04 亿元（2025/2026 原预测为 103.76/131.84 亿元，新增 2027 年归母净利润预测 149.04 亿元），EPS 分别为 6.24/8.07/9.87 元，详细假设以及盈利预测调整的细节请参考正文内容。给予公司 2025 年 23-25 倍 PE，合理市值为 2168-2356 亿元，对应每股合理估值为 144-156 元，维持“优于大市”评级。

证券分析师：唐旭霞（S0980519080002）、贾济恺（S0980524090004）

◆ 金风科技(002202.SZ) 财报点评:风机盈利持续向好，海外业绩订单双高

2024 年业绩 18.6 亿元，同比增长 40%。2024 年公司实现营业收入 567.0 亿元，同比+12%；实现归母净利润 18.6 亿元，同比+40%；实现扣非归母净利润 17.8 亿元，同比+38%。综合毛利率 13.8%，同比+0.7pct（经会计政策调整回溯调整，下同），主要受益于风机及零部件销售板块毛利率显著改善；净利率 3.3%，同比+0.3pct。单看第四季度，公司实现营业收入 208.6 亿元，同比-1%，环比+33%；归母净利润 0.7 亿元，同比-3%，环比-83%，主要原因系第四季度计提资产及信用减值损失 10.4 亿元。

风机制造盈利能力改善。2024 年公司对外销售风机容量 16.1GW，同比+17%；实现销售收入 389.2 亿元，同比+18%；风机毛利率 5.1%，同比+4.9pct，主要得益于海风及海外出货占比提升、规模效应以及风机中标价格趋稳。在手订单保持稳健增长，截至 2024 年末公司在手外部订单共计 45.1GW，同比+51%，其中海外订单 7.0GW，同比+50%。

风电场开发板块表现稳健。2024 年四季度发电板块平均利用小时数分别为 632/636/516/556 小时；全年新

增权益并网装机 2.0GW，出售权益并网容量 1.2GW；截至 2024 年末，公司国内外自营风电场权益装机容量 8.0GW，同比+10%，权益在建容量 3.8GW。新能源上网电价市场化改革政策即将实施，风电项目回报率有待观察。

海外业务拓展稳步推进。2024 年公司海外新增订单创历史新高，累计实现签单国别 47 个，已成功开拓北美洲、大洋洲、欧洲、亚洲、南美洲及非洲市场。截至 2024 年末，国际业务累计装机 8.8GW；公司海外在手订单共计 7.0GW，海外已投运项目权益容量 433MW。

绿色甲醇业务贡献新业绩增长点。2023 年 11 月，公司与世界航运巨头 A. P. 穆勒-马士基达成年交付量 50 万吨的长期绿色甲醇采购协议；2024 年 11 月，公司与德国赫伯罗特船舶公司签署年交付量 25 万吨的绿色甲醇照付不议长期合同。到 2027 年底，公司预计将实现百万吨级绿色甲醇产能。绿色甲醇业务有望进一步打开风电新增装机需求，同时为公司构建新的利润增长点。

风险提示：原材料价格上涨；行业装机需求不及预期；公司风电开发板块业务发展不及预期；市场竞争加剧。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑到电力市场化交易新政短期可能导致电站产品交易的节奏放缓，间接影响制造端盈利在 2025-2026 年度体现，我们下调公司 2025-2026 年盈利预测至 26.6/36.6 亿元（原为 32.2/42.3 亿元），同比增长 42.8%/37.8%；新增 2027 年盈利预测 44.4 亿元，同比增长 21.2%。当前股价对应动态 PE 分别为 14.2/10.3/8.5 倍，维持“优于大市”评级。

证券分析师：王蔚祺（S0980520080003）、王晓声（S0980523050002）

◆ 贵州茅台(600519.SH) 财报点评:2024 年稳健收官，2025 年目标收入增长 9%

2024 年收入及净利润高于此前预告。2024 年公司实现营业总收入 1741.4 亿元/同比+15.66%，归母净利润 862.3 亿元/同比+15.38%。其中 2024Q4 实现营业总收入 510.2 亿元/同比+12.77%，归母净利润 254.0 亿元/同比+16.21%，高于此前预告值。结合中期分红计算 2024 年度分红率 75%，与分红回报规划一致。

2024 年增长稳健，系列酒增速快于茅台酒。茅台酒 2024 年营收 1459.3 亿元/+15.28%，销量 4.6 万吨/+10.22%（增量 4303 吨），吨价 314.4 万元/+4.59%，主要系普飞提价拉动，增量预计多由公斤装飞天、生肖茅台贡献。茅台酒毛利率同比下降 0.1pcts，主要系人工成本提高所致；飞天提价驱动 2024 年批发渠道增长较快（收入同比+19.73%），而经销商增量公斤装又导致直销渠道吨价下降（同比-4.48%）。系列酒 2024 年营收 246.8 亿元/+19.65%，销量 3.7 万吨/同比+18.47%，吨价 66.9 万元/+1.00%，预计茅台 1935 稳健增长，王子酒、汉酱等其他单品增速较快。费用端看，2024 年税金及附加率/销售费用率/管理费用率同比+0.7pcts/+0.2pcts/-1.1pcts，消费税增加较多系生产节奏扰动，公司精益化管理能力有所提高。

2024Q4 产品结构仍以茅台酒为主，费效比改善较好。分产品看，2024Q4 茅台酒收入 448.0 亿元/+13.94%，系列酒收入 52.9 亿元/+5.07%，预计主因公司计划外增投公斤装、茅台 1935 进行渠道调整。利润率看，2024Q4 毛利率同比+0.1pcts，销售费用率/管理费用率同比-0.8/-1.9pcts，推动 2024Q4 净利率同比+1.5pcts。截至 2024 末合同负债 95.92 亿元，环比 Q3 末减少 3.38 亿元，预收端略有承压主因部分经销商节奏较快，前三季度完成全年大部分任务。2025Q1 公司经营节奏稳步推进，普飞批价整体稳定可控，公斤装、茅台 1935 开瓶动销表现良好，我们预计 2025Q1 收入增长 10%左右。

2025 年收入增长目标 9%左右。2025 年公司尊重市场规律，产品投放策略坚持市场化。我们预计茅台酒收入同比+8~9%，量增同比+6%至 4.9 万吨左右，其中 500ml53 度飞天减量并调整投放渠道、以稳定价盘为工作重心；珍品等价格倒挂产品调整，增量或集中在公斤装、文创 IP 类等。系列酒预计增长 16%左右，茅台 1935 销售模式改革、或增量有限；王子高举高打、预计增速最快。面对经济结构转型和人口结构转型，公司全年将增投市场活动费用，拓展多元化渠道，促进真实开瓶动销，主动培育消费者。

盈利预测与投资建议：当前白酒消费需求仍处于缓慢复苏阶段，茅台品牌力突出，积极推动营销市场化改革，我们认为公司仍有能力实现份额提升。结合公司经营目标，略上调 2025/2026 年收入及净利润预测并引入 2027 年预测，预计 2025-2027 年公司营业总收入 1907.5/2070.7/2236.6 亿元，同比

+9.5%/+8.6%/+8.0%（前值 25/26 年同比+8.0%/+7.4%），预计归母净利润 942.7/1027.7/1116.8 亿元，同比+9.3%/+9.0%/+8.7%（前值+7.9%/+8.5%），当前股价对应 20.6/18.9 倍 25/26 年 PE，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济复苏不及预期致行业需求承压，食品安全问题等。

证券分析师： 张向伟（S0980523090001）

联系人： 张未艾

◆ 海天味业(603288.SH) 财报点评:2024 年改革势能释放，2025 年经营周期有望向上

公司 2024 年收入同比增长 9.53%。海天味业公布 2024 年业绩，全年实现营业总收入 269.01 亿元，同比增长 9.53%；实现归母净利润 63.44 亿元，同比增长 12.75%；实现扣非归母净利润 60.69 亿元，同比增长 12.51%；2024Q4 实现营业总收入 65.02 亿元，同比增长 10.03%；实现归母净利润 15.29 亿元，同比增长 17.82%；实现扣非归母净利润 14.55 亿元，同比增长 17.07%。

酱油品类增速恢复，线上渠道实现高增。2024 年酱油/蚝油/调味酱/其他产品（醋、料酒等）分别实现营收 137.6/46.2/26.7/40.9 亿元，同比增长 8.9%/8.6%/9.9%/16.8%，公司酱油、蚝油产品收入增速均逐步实现改善，体现公司对于渠道强大把控能力。分渠道看，线下/线上渠道实现营收 238.9/12.4 亿元，同比+8.9%/+39.8%，线上高增主因公司 24 年电商运营水平提升，线下渠道经销商数量相比 23 年底净增加 116 家至 6707 家。

原材料成本下行，盈利能力改善。2024 年公司毛利率为 37.0%，同比提高 2.3pcts，酱油/蚝油/调味酱/其他产品毛利率同比提升 2.07/4.69/1.95/2.62pcts，主因黄豆等大宗原料成本呈回调趋势。2024 年销售/管理费用率 6.1%/2.2%，同比提升 0.7/0.1pcts，主因广告支出及人员薪酬增加。综合来看，2024 年净利率 23.6%，同比提高 0.7pct，实现盈利能力改善，2024 年股权激励计划业绩考核指标顺利达成。

分红率提升回馈股东，公司经营周期有望向好。公司积极回馈股东，2024 年末预计分红 47.7 亿元，对应分红比例提升至 75%（2023 年约 65%），并提请 2025 年中期分红方案积极回馈股东。我们认为公司经营状态有望继续保持向上，主因：1）渠道调整已有初步效果，经销商数量已经企稳回升，酱油、蚝油产品已恢复至稳健增长通道；2）新管理团队基本稳定，虽然 2024 年销售费用有所增加，但是下半年毛销差依然维持在 31%以上，相比 2023 年有所提升，体现公司运营效率。

风险提示：行业竞争加剧，原材料成本大幅上涨，餐饮需求恢复不及预期等。

盈利预测与投资建议：由于公司盈利能力较好的酱油产品恢复稳健增长，我们小幅上调此前盈利预测并引入 2027 年盈利预测。我们预计 2025-2027 年公司实现营业总收入 296.8/324.4/351.5 亿元（前 2025-2026 年预测值为 296.4/323.6 亿元），同比增长 10.3%/9.3%/8.4%，预计 2025-2027 年公司实现归母净利润 70.2/76.5/83.2 亿元（前 2025-2026 年预测值为 68.6/74.2 亿元），同比增长 10.6%/9.1%/8.7%，实现 EPS1.26/1.38/1.50 元，当前股价对应 PE 分别为 32.2/29.6/27.2 倍，维持优于大市评级。

证券分析师： 张向伟（S0980523090001）

联系人： 王新雨

◆ 柏楚电子(688188.SH) 财报点评:收入同比增长 23%，切割头盈利能力提升

2024 年营业收入同比增长 23.33%，归母净利润同比增长 21.10%。2024 年全年公司实现营收 17.35 亿元，同比增长 23.33%；归母净利润 8.83 亿元，同比增长 21.10%。单季度看，2024 年第四季度公司实现营收 4.35 亿元，同比增长 4.58%；归母净利润 1.55 亿元，同比下滑 1.28%。全年收入利润增长主要受益于高功率激光切割控制系统需求旺盛及海外市场拓展，但第四季度增速放缓主要系行业淡季及股权激励费用增加。盈利能力方面，2024 年公司毛利率/净利率为 81.6%/50.74%，同比变动+1.2/-2.82pct，高毛利智能切割头业务占比提升支撑毛利率。费用率方面，2024 年销售/管理/研发/财务费用率同比变动 -0.25/+0.01/-3.17/+1.85pct，股权激励费用剔除后实际研发投入同比+25.67%，增速超过收入增速。

智能切割头进展良好，布局超高精度加工新业务。激光切割控制系统业务贡献主要收入，中低功率市占

率保持 60%左右，高功率有望继续挤压国际厂商的份额；波刺自动化（智能切割头）收入同比增长 43.71%至 4.95 亿元，净利润同比增长 82.98%至 2.02 亿元，净利率同比增长 8.77pct 至 40.84%，高功率切割系统+智能激光切割头的王牌组合效应持续扩大。智能焊接业务积极布局，未来有望提升钢构焊接的自动化水平。新业务方面，公司正在布局超高精度加工领域，在研项目包括“基于精密驱动器领域的调试方法及控制策略研究”等。

完成 2022 年股权激励目标 B，募投项目计划于 2025 年投产。2024 年公司完成了 2022 年股权激励计划的目标 B（即以 2022 年度营业收入、净利润为基数，2024 年度营业收入或净利润增长率不低于 60%），公司层面归属比例为 85%，一定程度上激励员工工作积极性。募投项目“智能切割头扩产”预计将于 2025 年底投产，随着下游景气度逐渐修复和产能释放，公司切割头业务有望持续增加，收入利润有望进一步提升。

投资建议：公司为国内激光切割设备控制系统龙头，在行业景气承压背景下通过高功率产品及智能切割头放量仍保持了较好增长，后续焊接业务有望打开新的增长空间。综合考虑公司 2024 年业绩和行业景气度，我们下调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润 11.03/14.10/17.58 亿元（前次预计 2025-2026 年归母净利润分别为 13.02/16.54 亿元），对应 PE 值 34/27/22x，维持“优于大市”评级。

风险提示：新产品进展不及预期；下游需求不及预期；市场竞争加剧。

证券分析师： 吴双（S0980519120001）、杜松阳（S0980524120002）

◆ 美图公司(01357.HK) 海外公司财报点评:付费渗透率达 4.7%，生产力场景和海外场景拓展进度良好

总收入同比增长 20%，经调整利润同比增长 44%。24H2，美图实现总收入 17.2 亿元，同比+20%，影像产品收入增长强劲带动。24H2，影像与设计产品业务/广告业务/美业解决方案业务收入同比增长 59%/8%/-60%，占收入比 67%/26%/7%。24H2 公司毛利润 12.4 亿元，同比+38%，毛利率 72%，同比+9pct。毛利率提升主要系高毛利的影像与设计产品业务和广告业务占比提升。24H2 公司总体费用同比+40%，公司持续对 AI 投入，其中研发费用同比+42%。2024H2，公司经调整归母净利润 3.1 亿元，同比提升 44%，经调整归母利润率 18%，同比提升 3pct。预计 25 年持续释放经营杠杆，利润侧继续高增长。24 年在视觉大模型的训练费用约为 1.4 亿元，25 年预计持平。站酷并购使得 24 年研发费用有 2000 万元一次性增加，25 年费用增长一次性影响会减少。

付费渗透率提升驱动影像设计产品收入高速增长。1) 24H2，美图影像设计产品收入 11.55 亿元，同比+59%。运营数据来看，24H2MAU 2.66 亿，同比+7%。VIP 付费会员达到 1261 万，同比+38%，付费渗透率为 4.7%，同比+1.0pct。测算 ARRPU 为 197 元，同比+11%。2) 24H2 广告收入 4.4 亿元，同比+8%。3) 24H2 美业解决方案收入 1.1 亿元，同比-60%。根据业绩会，预计 25 年继续收缩但是分部利润提升。

生产力场景和海外场景拓展进度良好。根据业绩会，整个生产力的收入，最大的红利是来自于海外。公司从去年年底开始具体布局海外，预计 26 年有望看到公司海外生产力场景的爆发。1) 生产力场景：美图设计室去年单产品收入约人民币 2 亿，翻倍增长。推出仅一年多的开拍，MAU 而言已成为中国口播视频赛道的第一名，订阅渗透率已经达到 12.8%。2) 全球战略：围绕设计和视频这两个场景，在中国内地以外的市场推出主打商品、物料制作和商品口播视频的生产力工具。C 端产品，截至 2 月，美颜相机在全球范围内突破了 7200 万 MAU，登顶新加坡、泰国、越南等 12 个国家和地区的 apple store 总榜。24 年来自国际市场的收入增长达到 42%，比中国同比增长更高。2024 年，来自国际市场的收入占整体的收入约为 32%，同比提升 4pct。拆分来看，海外产品 MAU 提升明显，24 年 9451 万人，同比+18%，并且业绩会介绍，美颜相机的 AI 换装全球爆红后，带来了超过 2000 万的新增海外用户。

投资建议：考虑到成本费用控制优秀，上调盈利预期，预计 25-27 年经调整归母净利润为 8.5/11.3/14.3 亿元（上调 8%/16%/-），CAGR 30%。考虑到公司盈利预测上调叠加生产力和海外场景拓展顺利，我们给予 25 年 32-35xPE，上调至目标价 6.4-7.0 港币（上调 42-46%）。维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济波动；下游需求不及预期；AI 伦理风险等。

证券分析师： 张伦可（S0980521120004）、陈淑媛（S0980524030003）

◆ 上海电力(600021.SH) 财报点评:经营业绩持续改善,煤电、新能源稳步发展

营业收入小幅增长,归母净利润增幅较大。2024年,公司实现营业收入427.34亿元(+0.78%),归母净利润20.46亿元(+28.46%),扣非归母净利润18.95亿元(+26.57%)。公司营业收入增长主要系新增投产项目贡献收入增长所致;公司归母净利润增长主要系燃料成本下降和清洁能源发电装机规模、效益实现增长,2024年公司入厂标煤单价(含税)降至1072.41元/吨,同比下降7.32%。

煤电项目建设有序推进,项目建设完成后将推动公司业绩进一步增长。公司全力推进漕泾综合能源中心二期2×100万千瓦项目、外高桥2×100万千瓦扩容替代项目、江苏滨海2×100万千瓦扩建项目等,确保如期完成节点目标,六台百万机组预计将在2026年后陆续投产。公司在建煤电项目均位于负荷需求高的长三角地区,未来电量有保障。2025年以来,煤价大幅下行,有助于对冲电价、电量下降影响,预计公司煤电业务盈利仍有望保持较好水平。

新能源装机容量持续增长,未来大力发展海上新能源。2024年,公司新增新能源装机容量222.55万千瓦,截至2024年,公司新能源装机容量为1118.49万千瓦,其中风电装机容量485.06万千瓦(含海上风电220.24万千瓦)、光伏装机容量633.43万千瓦。2024年,公司新能源项目核准(备案)588.9万千瓦。未来公司将以风电指标为重点,光伏坚持效益优先,全力以赴发展海上新能源,加快百万千瓦新能源大基地落地,加快“8+N”百万千瓦新能源大基地落地。2025年公司将确保在建新能源项目尽快投产,紧盯山东、上海、浙江等省份,全力抓好海上风电项目开发,力争取得突破,同时积极争取优质新能源项目并购机会。

风险提示:电量下降;电价下滑;煤价上涨;项目投运不及预期;行业政策变化。

投资建议:考虑电量下降影响,下调盈利预测。预计2025-2027年公司归母净利润分别为26.9/30.1/32.6亿元(2025-2026年原预测值为29.2/30.8亿元),分别同比增长31.2%/12.2%/8.3%;EPS分别为0.95、1.07、1.16元,当前股价对应PE为9.7/8.6/8.0X。给予公司2025年10-11xPE,公司合理市值为268-295亿元,对应9.53-10.48元/股合理价值,较目前股价有3%-13%的溢价空间,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

◆ 国邦医药(605507.SH) 财报点评:医药原料药盈利改善,归母净利润同比+28%

医药原料药盈利改善带动全年归母净利润同比+28%。公司2024年实现营业收入58.91亿元,同比增长10.12%,实现归母公司净利润7.82亿元,同比大幅增长27.61%,其中Q4营业收入为14.73亿元,环比-3.48%,同比-13.64%,归母净利润为2.03亿元,环比+16.31%,同比+64.28%。收入增长原因主要系公司中间体业务出货量创新高且动保原料药产能释放;盈利同比增长主要系医药原料药原料行情回暖,带动毛利率同比改善明显。

医药原料药受益行情回暖,关键医药中间体出货量创新高。2024年,公司医药板块整体实现收入38.22亿元,同比+9.65%,实现毛利11.01亿元,同比+28.82%,对应毛利率28.82%,同比+3.55pcts。其中(1)医药原料药:受益价格回暖以及特色原料药业务拓展顺利,2024年公司医药原料药业务实现收入24.77亿元,同比+11.74%,实现毛利7.03亿元,同比+46.13%,对应毛利率28.36%,同比+6.67pcts。(2)关键医药中间体:国内需求偏弱但公司加大出口拓展,出货量创新高,2024年公司关键医药中间体业务实现收入11.30亿元,同比+0.83%,实现毛利3.75亿元,同比-1.70%,对应毛利率33.20%,同比-0.85pcts。

动保原料产能快速释放,但行情低迷限制短期盈利表现。2024年,公司动保板块整体实现收入20.17亿元,同比+9.94%,实现毛利3.58亿元,同比-0.21%,对应毛利率17.73%,同比-1.80pcts。(1)动保原料药:公司氟苯尼考产能稳步释放,年销量已达3000吨以上,强力霉素销量市占率稳步提升,但行业竞争加剧导致行情短期低迷,压制盈利表现。2024年公司动保原料药业务实现收入24.77亿元,同比+11.81%,实现毛利3.45亿元,同比+1.95%,对应毛利率18.86%,同比-1.82pcts。(2)动保制剂:2024年公司动保制剂业务实现收入1.86亿元,同比-5.61%,实现毛利0.12亿元,同比-37.16%,对应毛利率6.69%,同比-3.36pcts。

风险提示:原料及能源价格再度大幅上涨的风险;非洲猪瘟导致猪用兽药产品销量大幅下滑的风险;下

游养殖规模化进程不及预期的风险。

投资建议：考虑到公司动保原料药产品销价短期承压明显，我们下调公司 2025 年归母净利润预测至 9.1 亿元（原为 13.8 亿元），预测 2026-2027 年归母净利润为 10.0/10.8 亿元，对应 EPS 分别为 1.6/1.8/1.9 元。公司致力于推进动保原料药核心单品全链运作，核心业务规模稳步扩张，我们看好公司动保板块未来量利成长，维持“优于大市”评级。

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

金融工程

◆ 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 188 期）

乘势而起：市场新高趋势追踪：截至 2025 年 4 月 3 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 4.23%、9.82%、9.27%、7.66%、6.18%、7.34%、19.01%、9.65%。中信一级行业指数中银行、钢铁、汽车、机械、电力及公用事业行业指数距离 250 日新高较近，煤炭、石油石化、房地产、非银行金融、通信行业指数距离 250 日新高较远。概念指数中，银行精选、银行、创新药、万得微盘股日频等权、医美、工业母机等概念指数距离 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 3 日，共 913 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、机械行业。按照板块分布来看，本周制造、科技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：20.65%、16.90%、9.00%、11.00%、8.00%、12.00%。

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新大陆、火炬电子、小商品城等 40 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周期、大金融板块，分别有 11、10 只入选。其中，周期板块中创新高最多的是交通运输行业；大金融板块中创新高最多的是银行行业。

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:主动量化策略周报-成长稳健组合年内相对主动股基指数超额收益 7.78%

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-2.48%，相对偏股混合型基金指数超额收益-1.03%。本年，优秀基金业绩增强组合绝对收益 1.70%，相对偏股混合型基金指数超额收益-2.10%。今年以来，优秀基金业绩增强组合在主动股基中排名 56.53%分位点（1961/3469）。

本周，超预期精选组合绝对收益-2.48%，相对偏股混合型基金指数超额收益-1.04%。本年，超预期精选组合绝对收益 7.50%，相对偏股混合型基金指数超额收益 3.70%。今年以来，超预期精选组合在主动股基中排名 19.80%分位点（687/3469）。

本周，券商金股业绩增强组合绝对收益-1.56%，相对偏股混合型基金指数超额收益-0.11%。本年，券商金股业绩增强组合绝对收益 6.36%，相对偏股混合型基金指数超额收益 2.56%。今年以来，券商金股业绩增强组合在主动股基中排名 24.53%分位点（851/3469）。

本周，成长稳健组合绝对收益-0.64%，相对偏股混合型基金指数超额收益 0.80%。本年，成长稳健组合绝对收益 11.59%，相对偏股混合型基金指数超额收益 7.78%。今年以来，成长稳健组合在主动股基中排名 9.22%分位点（320/3469）。

本周，股票收益中位数-0.50%，42%的股票上涨，58%的股票下跌；主动股基中位数-1.56%，15%的基金上涨，85%的基金下跌。

本年，股票收益中位数 3.60%，63%的股票上涨，37%的股票下跌；主动股基中位数 2.46%，71%的基金上涨，29%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：多因子选股周报-非流动性冲击因子表现出色，中证 1000 指增组合年内超额 4.34%

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 0.17%，本年超额收益 2.96%。
- 中证 500 指数增强组合本周超额收益 0.40%，本年超额收益 3.97%。
- 中证 1000 指数增强组合本周超额收益 0.76%，本年超额收益 4.34%。

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、三个月反转、BP 等因子表现较好，而单季 ROE、单季 EP、高管薪酬等因子表现较差。最近一月，一个月反转、单季盈利同比增速、EPTTM 一年分位点等因子表现较好，而一年动量、SPTTM、特异度等因子表现较差。

以中证 500 指数为选股空间。最近一周，非流动性冲击、单季净利同比增速、三个月波动等因子表现较好，而预期 EPTTM、特异度、EPTTM 等因子表现较差。最近一月，三个月波动、一个月反转、单季 ROA 等因子表现较好，而特异度、单季营收同比增速、标准化预期外收入等因子表现较差。

以中证 1000 指数为选股空间。最近一周，非流动性冲击、预期净利润环比、一个月换手等因子表现较好，而预期 PEG、高管薪酬、单季 SP 等因子表现较差。最近一月，一个月波动、一个月换手、三个月波动等因子表现较好，而预期 PEG、特异度、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、三个月波动、一个月反转等因子表现较好，而预期 PEG、单季 EP、EPTTM 等因子表现较差。最近一月，一个月反转、三个月波动、三个月换手等因子表现较好，而特异度、一年动量、SPTTM 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 0.85%，最低-0.75%，中位数-0.06%。最近一月：超额收益最高 2.00%，最低-0.97%，中位数 0.44%。

中证 500 指数增强产品最近一周：超额收益最高 1.10%，最低-0.74%，中位数 0.16%。最近一月：超额收益最高 4.37%，最低 0.08%，中位数 1.73%。

中证 1000 指数增强产品最近一周：超额收益最高 0.85%，最低-0.69%，中位数 0.12%。最近一月：超额收益最高 4.37%，最低-0.05%，中位数 2.01%。

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：港股投资周报-港股精选组合年内上涨 17.07%，相对恒生指数超额 3.16%

港股精选组合绩效回顾

本周，港股精选组合绝对收益-0.02%，相对恒生指数超额收益 2.44%。

本年，港股精选组合绝对收益 17.07%，相对恒生指数超额收益 3.16%。

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，卫龙美味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大金融板块，其次为医药、消费、周期、制造和科技板块，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，本周恒生小型股指数收益最高，累计收益-0.71%；恒生科技指数收益最低，累计收益-3.51%。

行业指数方面，本周电讯业行业收益最高，累计收益 1.76%；原材料业行业收益最低，累计收益-4.89%。

概念板块方面，本周黄金珠宝概念板块收益最高，累计收益 8.70%；智能家居概念板块收益最低，累计收益-10.08%。

南向资金监控

南向资金整体方面，本周港股通累计净流入 633 亿港元，近一个月以来港股通累计净流入 2109 亿港元，今年以来港股通累计净流入 4990 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，泡泡玛特、阿里巴巴-W 和中国移动流入金额最多，小米集团-W、康方生物和金山云流出金额最多。

投资港股公募基金表现监控

本周，港股通股票收益中位数-1.07%，投资港股的主动基金收益中位数-1.66%。

本年，港股通股票收益中位数 3.22%，投资港股的主动基金收益中位数 12.12%。

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：基金周报-中央汇金持有 ETF 规模超万亿，中证 A500 红利指数等 3 条指数将发布

上周市场回顾。上周 A 股市场主要宽基指数全线下跌，上证综指、中证 1000、科创 50 指数收益靠前，收益分别为-0.28%、-1.04%、-1.11%，创业板指、中小板指、深证成指指数收益靠后，收益分别为-2.95%、

-2.93%、-2.28%。

从成交额来看，上周主要宽基指数成交额均有所下降。行业方面，上周电力及公用事业、农林牧渔、医药收益靠前，收益分别为 2.53%、1.56%、1.15%，汽车、电力设备及新能源、家电收益靠后，收益分别为-3.54%、-3.14%、-3.13%。

截至上周五，央行逆回购净回笼资金 5019 亿元，逆回购到期 11868 亿元，净公开市场投放 6849 亿元。不同期限的国债利率均有所下行，利差缩窄 4.96BP。上周中证转债指数下跌 0.33%，累计成交 2412 亿元，较前一周减少 386 亿元。

上周共上报 29 只基金，较上上周申报数量有所下降。申报的产品包括 1 只 QDII，华宝恒生港股通创新药精选 ETF、富国中证 500 ETF 等。

4 月 2 日，中证指数有限公司发布公告称，将于 2025 年 4 月 9 日正式发布中证 A500 红利指数、中证 A500 红利低波动指数和中证 A500 红利增长指数，为市场提供更丰富的投资标的。

4 月 3 日，沪深北交易所发布《程序化交易管理实施细则》，自 2025 年 7 月 7 日起施行。

开放式公募基金表现。上周主动权益、灵活配置型、平衡混合型基金收益分别为-1.52%、-1.06%、-0.87%。今年以来另类基金业绩表现最优，中位数收益为 8.86%，主动权益型、灵活配置型和平衡混合型基金的中位数收益分别为 2.61%、0.71%、0.22%。

上周指数增强基金超额收益中位数为 0.09%，量化对冲型基金收益中位数为 0.04%。今年以来，指数增强基金超额中位数为 1.06%，量化对冲型基金收益中位数为 0.27%。

截至上周末，开放式公募基金中共有普通 FOF 基金 240 只、目标日期基金 117 只、目标风险基金 156 只。今年以来，目标日期基金中位数业绩表现最优，累计收益率为 1.92%。

基金产品发行情况。上周新成立基金 18 只，合计发行规模为 47.13 亿元，较前一周有所减少。此外，上周有 24 只基金首次进入发行阶段，本周将有 40 只基金开始发行。

风险提示：市场环境变动风险，风格切换风险。

证券分析师： 张欣慰（S0980520060001）、陈梦琪（S0980524070009）

◆ 金融工程日报：两市低开收跌，科技股承压回调、红利风格坚挺

市场表现：今日（20250403）大部分指数处于下跌状态，规模指数中上证 50 指数表现较好，板块指数中上证综指表现较好，风格指数中沪深 300 价值指数表现较好。农林牧渔、电力公用事业、食品饮料、房地产、消费者服务行业表现较好，电子、家电、机械、汽车、通信行业表现较差。动物保健精选、猪瘟疫苗、中日韩自贸区、动物疫苗、长三角自贸区等概念表现较好，超宽带技术、智能音箱、覆铜板、消费电子代工、电路板等概念表现较差。

市场情绪：今日收盘时有 54 只股票涨停，有 34 只股票跌停。昨日涨停股票今日收盘收益为 2.87%，昨日跌停股票今日收盘收益为-5.34%。今日封板率 74%，较前日提升 12%，连板率 19%，较前日提升 6%。

市场资金流向：截至 20250402 两融余额为 19120 亿元，其中融资余额 19008 亿元，融券余额 112 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 8.8%。

折溢价：20250402 当日 ETF 溢价较多的是 180 治理 ETF，ETF 折价较多的是科创生物医药 ETF。近半年来大宗交易日均成交金额达到 16 亿元，20250402 当日大宗交易成交金额为 6 亿元，近半年来平均折价率 5.40%，当日折价率为 7.68%。近一年以来上证 50 股指期货主力合约年化升水率中位数为 0.06%，近一年以来沪深 300 股指期货主力合约年化贴水率中位数为 1.50%，近一年以来中证 500 股指期货主力合约年化贴水率中位数为 6.60%，近一年以来中证 1000 股指期货主力合约年化贴水率中位数为 10.91%，当日上证 50 股指期货主力合约年化贴水率为 0.78%，处于近一年来 42%分位点，当日沪深 300 股指期货主力合约年化贴水率为 3.11%，处于近一年来 41%分位点；当日中证 500 股指期货主力合约年化贴水率为 9.88%，处于近一年来 30%分位点；当日中证 1000 股指期货主力合约年化贴水率为 13.55%，处于近一年来 34%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麦格米特、华阳集团、良信股份、迈威生物-U、微

光股份、森马服饰、中航重机、瑞普生物等，麦格米特被 207 家机构调研。20250403 披露龙虎榜数据中，机构专用席位净流入较多的股票是立讯精密、汇金科技、鹏鼎控股、潍柴重机、亚联机械、红宝丽、雷尔伟、浙江华远、飞力达等，机构专用席位净流出较多的股票是振江股份、景旺电子、东山精密、赛轮轮胎、歌尔股份、水晶光电、春风动力、匠心家居、浙江华业、山东海化、美农生物等。陆股通净流入较多的股票是水晶光电、富岭股份、春风动力、匠心家居、海利生物、鹏鼎控股等，陆股通净流出较多的股票是立讯精密、赛轮轮胎、歌尔股份、东山精密、岭南控股、信雅达、连云港、景旺电子、山东海化、三孚股份等。

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	737.38	0.48	ICE 布伦特原油	65.58	-6.50
白银	8340.00	-0.60	铜	79110.00	-1.01
铝	20480.00	0.00	铅	17205.00	-0.57
豆一	3961.00	0.55	锌	23185.00	-0.85
豆粕	2843.00	0.81	镍	127820.00	-0.89
玉米	2276.00	0.57	锡	292890.00	-0.42
螺纹钢	3122.00	-0.60	SR505	6173.00	0.14

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	100.7	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
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
600859.SH	王府井	4147.65	113273.80	99.75	2024-12-17
301100.SZ	不适用	15000.00	20000.00	100.00	2024-12-17
000401.SZ	冀东水泥	106598.80	247935.72	99.97	2024-12-16

301177.SZ	不适用	36000.00	40001.00	100.00	2024-12-16
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
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
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
301168.SZ	通灵股份	7034.70	12000.00	100.00	2024-12-10
300678.SZ	中科信息	381.96	12858.48	5.95	2024-12-10
688192.SH	迪哲医药	21784.60	40000.01	100.00	2024-12-10
600886.SH	国投电力	48830.64	745417.97	100.00	2024-12-10
688110.SH	东芯股份	16571.30	44224.97	100.00	2024-12-10
301126.SZ	达嘉维康	8187.02	20650.57	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
301179.SZ	泽宇智能	9900.00	13200.00	100.00	2024-12-09
688151.SH	华强科技	24234.68	34450.00	100.00	2024-12-06
301213.SZ	观想科技	4804.56	7999.99	100.00	2024-12-06
301167.SZ	建研设计	2400.00	8000.00	100.00	2024-12-06
301108.SZ	洁雅股份	4571.77	8120.98	100.00	2024-12-03
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	38314.86	-5.502579	35.34	35.34	35.34	35.34	48.31
德国 DAX 指数	20641.72	-4.953035	62.06	-7.54	3.69	12.16	56.15
法 CAC40 指数	7274.95	-4.264125	-8.09	-9.60	-0.09	-10.75	50.45
恒生指数	22849.81	-1.520179	-3.09	-0.68	15.63	36.61	71.76
沪深 300 指数	3861.50	-0.589100	-1.80	-0.69	2.28	8.23	68.58
美国 SP500 指数	5074.08	-5.974962	-9.08	-12.18	-14.61	-1.42	56.64
纳斯达克综合指数	15587.79	-5.817429	-10.01	-14.75	-20.55	-2.87	63.90
日经 225 指数	33780.58	-2.750322	-8.99	-9.51	-15.32	-15.06	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	69.8000	1.6160	无数据	601899.SH	紫金矿业	17.1100	-2.2286	无数据
2	601899.SH	紫金矿业	17.1100	-2.2286	无数据	300059.SZ	东方财富	22.4500	0.0446	无数据
3	300059.SZ	东方财富	22.4500	0.0446	无数据	601288.SH	农业银行	5.2200	0.9671	无数据
4	601288.SH	农业银行	5.2200	0.9671	无数据	600276.SH	恒瑞医药	51.0400	0.3736	无数据
5	600276.SH	恒瑞医药	51.0400	0.3736	无数据	688256.SH	寒武纪-U	638.0000	1.3744	无数据
6	688256.SH	寒武纪-U	638.0000	1.3744	无数据	600036.SH	招商银行	42.6500	-0.1872	无数据
7	600519.SH	贵州茅台	1568.8800	1.2821	无数据	600519.SH	贵州茅台	1568.8800	1.2821	无数据

8	002475.SZ	立讯精密	35.4200	-9.9873	无数据	002475.SZ	立讯精密	35.4200	-9.9873	无数据
9	002594.SZ	比亚迪	357.5100	-0.8294	无数据	002594.SZ	比亚迪	357.5100	-0.8294	无数据
10	300308.SZ	中际旭创	93.8800	-5.8941	无数据	300308.SZ	中际旭创	93.8800	-5.8941	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	2313.HK	申洲国际	53.1000	-0.14147130	52133.88	1810.HK	小米集团-W	45.9000	0.03030303	704166.64
2	0883.HK	中国海洋石油	18.4400	-0.02123142	69740.06	0700.HK	腾讯控股	497.8000	-0.01230159	371197.25
3	3033.HK	南方恒生科技	无数据	无数据	95917.35	9988.HK	阿里巴巴-W	123.5000	-0.05000000	319049.52
4	3690.HK	美团-W	157.9000	0.00063371	155732.93	0981.HK	中芯国际	45.0500	0.00782998	176625.39
5	0981.HK	中芯国际	45.0500	0.00782998	262043.75	3690.HK	美团-W	157.9000	0.00063371	99610.57
6	2828.HK	恒生中国企业	无数据	无数据	483349.29	2313.HK	申洲国际	53.1000	-0.14147130	53297.42
7	0700.HK	腾讯控股	497.8000	-0.01230159	492698.67	0883.HK	中国海洋石油	18.4400	-0.02123142	50671.31
8	2800.HK	盈富基金	无数据	无数据	611129.51	9992.HK	泡泡玛特	162.6000	-0.00367647	49427.76
9	9988.HK	阿里巴巴-W	123.5000	-0.05000000	667795.70	9926.HK	康方生物	85.9000	-0.02386364	35406.20
10	1810.HK	小米集团-W	45.9000	0.03030303	797149.72	2269.HK	药明生物	24.8500	-0.05333333	31004.88

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