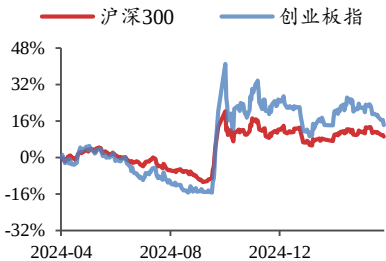


2025 年 04 月 07 日

开源晨会 0407

——晨会纪要

沪深 300 及创业板指数近 1 年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
农林牧渔	1.809
公用事业	1.412
食品饮料	1.277
房地产	1.035
社会服务	0.886

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
家用电器	-2.652
电子	-2.481
汽车	-2.092
电力设备	-2.038
机械设备	-1.950

数据来源：聚源

吴梦迪（分析师）

wumengdi@kysec.cn

证书编号：S0790521070001

观点精粹

总量视角

- 【宏观经济】新建房与二手房市场出现明显分化——宏观周报-20250406
- 【宏观经济】非农就业已非当前美国市场主要矛盾——美国 3 月非农就业数据点评-20250405
- 【宏观经济】特朗普对等关税及影响的几点理解——宏观经济点评-20250403
- 【策略】美“对等关税”下策略视角的应对思路——投资策略点评-20250403
- 【金融工程】港股量化：3 月港股市场分化，4 月增配成长——金融工程定期-20250405
- 【金融工程】公募基金定价权与调仓行为分析——基金研究系列（33）-20250403

行业公司

- 【建材】建材出口区域多元化，“对等关税”实际影响有限——行业周报-20250406
- 【社服】清明假期旅游稳健增长，迪士尼消费品矩阵持续丰富——行业周报-20250406
- 【非银金融】关税事件带来不确定性，1 季度 A 股开户数增长明显——行业周报-20250406
- 【化工】中美贸易冲突升级，对主要化工品直接出口影响较小——行业周报-20250406
- 【农林牧渔】中国对美关税反制跟随加码，内外围共振利多猪价——行业周报-20250406
- 【医药】关注优化药品集采下的投资机会——行业周报-20250406
- 【食品饮料】酒企目标低调务实，零食多线发力值得关注——行业周报-20250406
- 【电力设备与新能源】低空经济行业周报：（4 月第 1 周）中创航空斩获 120 套无人机订单，峰飞联手合肥加速应用端探索——行业周报-20250406
- 【煤炭开采】美国关税超预期致市场趋于避险，重视煤炭攻守兼备——行业周报-20250406
- 【地产建筑】新房成交面积同比增长，南京全市范围取消限售——行业周报-20250406
- 【计算机】周观点：重视信创的投资机会——行业周报-20250406
- 【地产建筑】汇添富上海地产租赁住房 REIT 正式上市，保障房 REIT 表现持续优异——行业周报-20250406
- 【通信】算力重要性日益凸显，卫星互联网持续落地——行业周报-20250406
- 【银行】增资国有行后的投资策略：稳健红利与估值修复——行业深度报告-20250403
- 【通信】光铜共进，AEC 等或受益于 AI 高速短距连接需求——行业深度报告-20250403

研报摘要

总量研究

【宏观经济】新建房与二手房市场出现明显分化——宏观周报-20250406

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 郭晓彬（联系人）证书编号：S0790123070017

供需：基建开工季节性位置上升，水泥发运量仍处低位

1.基建开工：开工率季节性位置有所回升，水泥发运量仍处低位。最近两周（3月22日至4月4日），石油沥青装置开工率、磨机运转率、水泥发运率等季节性位置有所回升，其中磨机运转率、水泥发运率已上升至历史中位，但水泥出库量仍处于历史同期低位，房建项目水泥用量降幅高于基建项目，资金方面，建筑工地资金到位率同比低于2024年农历同期。

2.工业生产端，开工保持季节性中高位。最近两周，工业开工景气度仍高。化工链开工率处于历史同期高位，汽车半钢胎开工率保持历史高位，焦化企业开工率表现略弱。

3.需求端，建筑需求偏弱，汽车销售转弱。最近两周，建筑需求弱于历史同期，螺纹钢、线材、建材表观需求低于历史同期。汽车销售转弱，乘用车四周滚动销量同比明显回落。中国轻纺城成交量处于同期历史高位。

商品价格：震荡偏弱运行

1.国际大宗商品：原油与基本金属震荡下行，黄金上行。最近两周，原油价格先升后降，均值有所回升；铜、铝价格均值有所回落；金价震荡偏强运行。

2.国内工业品：震荡偏弱运行。最近两周，国内定价工业品震荡偏弱运行。其中南华工业指数相对平稳。国内定价的黑色系产品、煤炭震荡偏弱运行；化工品多数震荡下行；建材中水泥、沥青价格有所反弹，玻璃价格仍在磨底。

3.食品：价格稳中略升。最近两周（3月22日至4月4日），农产品、猪肉价格稳中略升，建议关注后续进口关税税率提升对农产品价格的影响。

地产与流动性：新建房与二手房市场分化明显，资金利率震荡上升

1.新建房：成交同比由正转负。最近两周（3月22日至4月4日），全国30大中城市商品房成交面积平均值较上两周环比回落23%，从季节性上弱于历史同期，较2023、2024年同期分别变动-41%、-7%。2024年9月地产政策放宽以来，部分需求得以一次性释放，新建房成交历史位置上升至历史高位，当前已回落至历史低位，我们预计，后期若无增量政策。新建房成交或将处于当前运行位或以下。一线城市成交面积同比略增，较2023、2024年分别变动-30%、+2%。

2.二手房：成交量价齐升。价格方面，截至3月24日，二手房出售挂牌价指数有所回升；成交量方面，最近两周（3月22日至4月4日），北京、上海、深圳二手房成交面积延续历史高位，较2024年同期分别同比+31%、+44%、+62%。需要指出的是，2024年12月23日以来的14次统计中，二手房挂牌价指数已5次回升，或由于政策支持力度与交付确定性等原因，近年来二手房市场景气度持续高于新建房市场，表明居民仍有一定的刚性购房需求，且从高能级城市交易量来看，我们认为在政策支持下其二手房价格未来进一步下行空间或较为有限。

3.流动性：资金利率震荡上升。最近两周，资金利率震荡上升。截至4月3日，R007为1.74%，DR007为1.70%；央行实现货币净回笼6483亿元；质押式回购成交量共为62万亿元。

交通运输：地铁出行同比回落，3月出口同比或将回升

1.居民出行：地铁出行同比回落。最近两周，北上广深地铁客运量平均值同比下降0.8%。国内执行航班数平

均值同比上升 1.0%。

2.出口运输：高频指标指向 3 月出口同比或将回升。最近两周，出口运价延续回落；从港口 AIS 与港口吞吐量数据指标看，3 月出口同比或仍有韧性，根据预测模型，3 月出口同比或将在 7%左右。

风险提示：大宗商品价格波动超预期，政策力度超预期。

【宏观经济】非农就业已非当前美国市场主要矛盾——美国 3 月非农就业数据点评-20250405

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 潘纬桢（分析师）证书编号：S0790524040006

新增非农就业超预期，但失业率略有上行，趋势仍在走软

1.新增非农就业上升较多，且超过市场预期，但前值有较大下修

3 月美国新增非农就业 22.8 万人，较 2 月份初值上升较多，且高于市场预期。1 月、2 月新增非农累计下修 4.8 万，幅度较大。趋势上看，近 3 个月平均新增就业 15.2 万人，较前值下行幅度不小。结构上看，私人服务新增就业仍是当前就业的核心，其中休闲酒店就业由负转正，政府部门就业亦有所走强。

2.劳动参与率、失业率略有上行，薪资环比增速下行

3 月美国劳动参与率录得约 62.5%，失业率为 4.2%，均较 2 月略超预期上升。从 3 月劳动参与率以及失业率的表现来看，劳动参与率的上行主要由非主力劳动人群贡献，或显示当前美国经济预期出现一定程度下降的背景下，青少年与老年人部分进入了劳动力市场。再来看失业率成因，相较于 2 月，3 月永久性失业、首次就业者占比上升较多。1-3 月永久性失业者占比处于上升状态，或显示当前美国劳动力市场处于趋势性下滑中。

3 月美国非农就业时薪录得 36.0 美金，同比上升 3.8%，环比上升 0.3%，分别较 2 月下降 0.2 个百分点、上升 0.1 个百分点。结合当前失业率的小幅回升看，后续薪资增速可能持续承压，居民消费持续上行的支撑作用也将逐渐下降。

美国就业市场可能继续走弱，但已非市场主要矛盾

3 月非农数据表现相对较好，或部分缓解了市场对美国经济衰退的担忧。但我們需要注意，非农就业已不是市场的主要矛盾。具体而言：

第一，美国居民的消费信心指数等经济“软数据”向经济“硬数据”传导需要一定时间，美国就业后续或面临持续下滑压力。自特朗普政府上台后，由于其强硬推行驱逐非法移民、政府减支、增加关税等政策，美国居民的经济预期不断下滑。3 月密歇根大学居民消费者信心指数、预期指数、现状指数分别录得 57、52.6、63.8，均较 2 月大幅回落。考虑到经济运行与居民社会预期密切相关，若预期持续走弱，则企业与居民大概率将会减少投资和相关支出，“软数据”经过一段时间会传导至“硬数据”。此外，联邦政府裁员等政策仍在持续，后续美国非农就业可能面临持续下滑压力。

第二，特朗普对等关税“大棒”之下，当前非农就业已不是当前市场的主要矛盾，关注对等关税的实际执行力度。特朗普政府在 4 月 3 日（北京时间）发布了超出市场预期的对等关税方案，对市场风险偏好产生了非常大的压制。虽然从目前的情况来看，越南、欧盟等国/地区已经与美国进行了一定程度的谈判，最后的关税执行或有不同程度的豁免。但特朗普政府实施关税政策的重要目的之一便是减少美国贸易逆差，因此我们认为对关税政策的实际执行力度不能过于乐观。如果关税政策执行相对强力，对美国企业和经济的负面冲击将会持续显现。在此背景下，当前非农就业已不是市场的主要矛盾，我们更多的要关注关税实际的执行情况。

对各类资产价格而言，当前数据虽然部分有助于打消市场对美国经济的担忧，但若特朗普的政策（对等关税、政府减支、驱逐非法移民等）没有出现稳定预期，叠加减税政策尚无法快速退出，或依旧对市场风险偏好产生压制。

风险提示：国际局势紧张引发通胀超预期。

【宏观经济】特朗普对等关税及影响的几点理解——宏观经济点评-20250403

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 潘纬桢（分析师）证书编号：S0790524040006

事件：当地时间4月3日，美国总统特朗普在华盛顿正式宣布对等关税。

征收额外10%基础关税，部分贸易逆差较大国家/地区征收更高关税

1.特朗普将征收额外10%基础关税，并于4月5日生效。特朗普认为外国贸易和经济实践造成了国家紧急状态，因此其引用《国际紧急经济权力法案》(IEEPA)，对所有国家征收额外10%的关税(Additionaladvaloremduities)。

2.对与美国有较大贸易逆差的国家/地区征收更高的额外个性化关税，并于4月9日生效。特朗普还宣布和美国有较大贸易逆差的国家/地区将被征收额外更高的个性化关税(不含10%基础关税)。其中欧盟被征收20%关税，中国大陆被征收34%关税，越南、日本、印度关税税率分别为46%、24%、26%。

3.全面征收25%的进口汽车关税，并取消小额包裹免税政策。特朗普还宣布将对外国进口的汽车征收25%关税，且立即生效。此外，还将于5月2日开始起取消800美金以下的小额包裹免税政策，每件将征收货品价值的30%或25美元。

4.特朗普表示如果贸易伙伴采取“纠正”措施，则可能取消部分关税。特朗普在行政令中表示，如果贸易伙伴采取重大措施来“纠正”非互惠贸易安排，并在经济和国家安全问题上充分与美国保持一致，则其可以减少或限制本命令下征收的关税范围。反之如果对美国进行报复，则将会继续增加关税。

对等关税力度总体较高，关注其他国家应对、与美国谈判进程及实际执行

1.特朗普对等关税总体力度较高，但距离生效尚有时间，可能会有谈判或沟通。本次对等关税总体力度较高，2024年美国进口商品总体关税税率(征收关税金额/全部进口商品金额)仅有2.3%，如果当前关税政策实施，则其有效税率将在此基础上大幅提升，从而对美国 and 全球经济产生严重冲击。但我們需要注意，特朗普设定的额外个性化关税生效时间为4月9日，说明其可能在等待贸易伙伴的回应，因此需要关注在此期间的美国与部分贸易伙伴之间的谈判与沟通。

2.大概率存在一定程度的豁免，关注关税政策的实际执行。如上所述，特朗普设定了缓和时间，其谈判意图相对明显。且本次关税国家中并未包含加拿大与墨西哥，在行政令中则表示符合美墨加贸易协定(USMCA)的商品可获得豁免。结合前期印度等国表示愿意削减部分产品关税税率，从而与美国达成贸易协定。因此我们认为大概率美国会给予部分国家/产品一定程度的关税豁免或减轻，其最终的实际执行力度应该会有所下降。甚至可能在生效前便会出现部分豁免。

对我国的关税税率或有较大提升，国内政策或将发力

1.特朗普对我国出口商品征收关税税率有较大提升，总体或超过60%。特朗普本次对我国征收额外的34%关税，叠加前期以芬太尼为由加征的20%额外关税、第一任期内加征的约10.9%实际关税税率(实际征收关税/全部进口商品)，则我国出口至美国商品关税税率将超过60%，税率提升幅度较大。若基本实施，结合我们前期报告中测算(《相对可观的看待关税影响》)，或将拖累我国对美出口超过30%。总出口将下降超过4.5%，并拖累GDP同比增速超过1.3个百分点。

2.国内政策或将持续发力，对冲可能的关税冲击。我们认为，参考中美第一阶段贸易摩擦及协定的谈判过程，中美后续或也将进行相关谈判。但由于特朗普本次引用IEEPA，因此谈判过程不确定性或提升。在此背景下，国内或将推出增量政策，扩大内需，以应对关税政策可能带来的对我国出口及经济的可能影响，关注降准降息落地和可能的增量财政政策(比如稳地产、提振消费等方面)。

对市场而言，对等关税政策的大幅提升，在短期内或将压制市场风险偏好，风险资产价格承压。美股三大指

数期货在关税政策发布后大幅走低；美债收益率亦大幅下降，10 年期美债收益率亦接近 4.0%；黄金价格则上涨较多，目前 COMEX 黄金价格已经接近 3200 美元/盎司。

风险提示：美国经济出现超预期衰退。

【策略】美“对等关税”下策略视角的应对思路——投资策略点评-20250403

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002

4 个策略视角解读美“对等关税”

2025 年美国对中国总计加征 54% 的关税显著超预期，我们给出四个视角解读：

（1）要关注对欧洲出口的预期差。参考特朗普上一任期对全球进行关税加征的周期，当特朗普当局对全球进行“贸易反制”期间，中国和欧洲的贸易关系往往得到加强和改善。在此背景下中欧贸易关系缓和下的预期差（对欧洲出口占比高品种）是 2025 年出口链最大的预期差之一。另外，欧洲军费增加的逻辑将进一步加强对欧洲出口条线的增长潜力。

（2）从静态测算，对 A 股的影响有多少？按照 A 股对美出口依存度测算，美国每提升 10% 的关税，对 A 股非金融的利润率影响大约 0.1%-0.2% 左右，这意味着 2025 年额外增加的 54% 的关税或让 A 股非金融的利润率下降 0.5%-1% 左右，这是比较大的规模；而由于关税的突然提升幅度大，对需求的冲击也会相应的较大，因此这一测算的准确率会进一步的下降。

（3）中国的出口逻辑已经变化，不建议刻舟求剑。上述的测算是静态的，并没有考虑到其他要素的动态变化。有 3 大动态变化需要重视：第一，特朗普对全球增加关税，并非只针对中国，而是对其他国家也增加关税，中国和全球其他国家和地区的贸易关系将有所改善。第二，长期来看，以“人工智能+”和“具身智能”代表的中国科技创新，将使得中国制造进一步引领全球，大大加强中国制造业全球地位。第三，这么强势的关税能否持续？我们认为这很有可能不是最后的数字。

（4）相比于出口，出海韧性更强。2023 年以来，出口链一直是市场关注的重点之一。出口链亦有出口和出海之分：相比于出口，出海逻辑驱动下的出口链行情或更为顺畅。出海不仅是扩大对外需的消化，更有助于化解日益严重关税问题，确保在复杂的国际环境中保持竞争优势。往后看，随着出口链的“缩圈”与分化，出海的重要性将愈发得到市场重视。

大势研判和配置思路：先红利黄金，后“科技+消费”

从历史角度来看，4 月的风格效应很强：价值>成长，大盘>小盘，低估值>高估值。从 4 月我们即将面临的各大要素和历史日历效应综合来看，4 月确实是红利阶段性占优的时间点。建议在投资红利品种的时候，进行进一步的优化，比如使用开源策略持续使用的“红利+质量+成长”的优化思路。而本次关税政策的冲击比较超预期，这对红利的超额收益是有支撑的。海外波动性放大大黄金也是配置上的重点关注。

除了关注红利黄金外，在冲击逐渐缓和、甚至关税谈判变化、或中国政策对冲后，需要关注“科技+消费”的投资机会。海外的强波动后，国内的政策可能会更加重视扩大内需和全要素生产力的提升，因此我们需要“以我为主”，而关税的外部变化进一步加大消费和科技的投资必要性。根据我们对“财政扩张周期”与“消费相对 GDP 的相对弹性”的相关性分析，我们判断消费的投资机会有望在二季度中后期就会明显出现，因此除了红利黄金、科技外，我们建议投资者需要关注消费的弹性。

风险提示：政策超预期变动；全球流动性及地缘政治风险；定价模型失效。

【金融工程】港股量化：3 月港股市场分化，4 月增配成长——金融工程定期-20250405

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 傅开波（分析师）证书编号：S0790520090003

港股市场 3 月概览：港股市场分化，高股息板块反弹

2025 年 3 月港股市场呈现先扬后抑的震荡格局。月初延续一季度科技股领涨态势，恒生指数一度冲高至 24,874.39 点，但下旬受美国加征汽车关税等政策冲击，市场情绪转弱，最终恒指全月微涨 0.78%，而恒生科技指数下跌 3.11%。

2025 年 3 月港股市场成交额整体保持高位，但与 2 月相比呈现小幅回落态势。

从港股一级行业来看，行业之间表现差异较大，高股息红利板块有所反弹，电子板块表现回落较多。2025 年 3 月涨幅居前的行业为有色金属、国防军工、基础化工等。

港股通成分股资金流分析：2025 年前三月累计净流入达 2024 年全年的 54%

3 月南下资金净买入港股达 1603 亿港元，创下自 2021 年 1 月以来的单月最大净流入纪录，同时也是 2016 年底深港通开通以来的历史第二大月度净买入。截至 2025 年 3 月 31 日，南下资金累计净流入港股市场 4386 亿港元，相当于 2024 年全年净流入规模的 54%。

截至 3 月 28 日，南下资金、外资、中资、港资及其他这四类的持仓市值占比分别为 19.06%、62.14%、12.31% 和 6.49%，较 2025 年 2 月的变化分别为 +0.23pct、-0.49pct、-0.09pct、+0.35pct。

南下资金：净流入靠前的行业为基础化工、钢铁、有色金属、家电、煤炭。

外资：净流入靠前的行业为汽车、建材、建筑、非银行金融、综合。

中资：净流入靠前的行业为消费者服务、煤炭、农林牧渔、计算机、银行。

港资及其他：净流入靠前的行业为轻工制造、机械、计算机、综合金融、电力设备及新能源。

港股优选 20 组合的绩效表现：3 月组合收益 0.56%

在前期报告《公募港股投资变化及港股通优选组合构建》中，我们详细介绍了在港股通样本股中适用的各个因子，四大类因子在港股通成分股中分组表现优异。为了跟踪多头组合的月度表现，我们在每月底对分数最高的前 20 只个股按照等权的方式构建港股优选 20 组合，基准选取港股综合指数(HKD)(930930.CSI)。

2025 年 3 月，港股优选 20 组合的收益率为 0.56%，基准指数的收益率为 1.11%，组合超额收益率 -0.55%。

从全区间来看（2015.1~2025.3），港股优选 20 组合的超额年化收益率 13.8%，超额收益波动比为 1.0。

港股优选 20 组合的 4 月持仓：成长板块有所提高

2025 年 4 月的港股优选 20 组合见表 3 所示，整体持仓较 3 月提高了在成长板块上的比例。

风险提示：模型测试基于历史数据，市场未来可能发生变化。

【金融工程】公募基金定价权与调仓行为分析——基金研究系列（33）-20250403

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 蒋韬（联系人）证书编号：S0790123070037

用日频调仓数据解读公募基金定价权变迁

为了刻画公募定价权，我们创新地将定价权定义为资金流驱动收益的绝对值，公募定价权为公募基金驱动的收益绝对值除以其他类型收益的绝对值之和，即公募基金影响的收益占所有资金主体影响收益及剩余收益的比例。

在资金方的选择上，为了避免遗漏变量的风险，除了公募主动权益基金，我们选择了北上资金、杠杆资金进行测算。

公募基金在多数行业上定价权较高。整体来看，公募基金在基金热门交易、高弹性行业定价权较高，北上资

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

金倾向于增加高 ROE 和高股息行业的定价权。

分板块来看，公募基金在金融板块的定价权一般；AI 行情下，公募基金 2023 年到 2024 年对计算机和传媒行业的定价权有所增长；公募基金对消费医药主要行业定价权较高；公募基金 2021 年以来对周期板块主要行业定价权上升，对有色金属行业定价权最高；制造板块上，2024 年以来，公用事业来定价权有所提高，电力设备定价权有所下降。

按季度来看，公募资金在 2024 年下半年定价权有所下降，尤其是科技板块和消费板块，原因是 2024 年 9 月-2024 年 12 月市场上涨时，公募基金被赎回较多，基金卖出股票和减少交易，交易方向与市场涨跌相反。

从新发基金和预期角度分析公募调仓动作

对于主动权益基金，基民申赎会对主动权益基金业绩产生影响，也会影响主动权益基金交易操作，近年来影响最大的是 2020 年-2024 年的基金新发-赎回周期。

公募基金整体规模增长和缩减均会影响整体公募基金业绩，2023 年和 2024 年，基金赎回潮以及公募减仓重仓股共同导致了两年主动权益基金的回撤。

2025 年，多数股票已经脱离 2020 开始的新发周期的影响，公募仓位较低，估值较为合理，且 2025 年以来基金相对大盘出现稳定超额，这也意味着公募能够重新拿回定价权，也说明未来业绩将成为更为重要的股价驱动因素。

预期周期也会影响公募调仓，我们把预期周期分为预期盈利和预期估值，预期盈利反映了公募基金对于上市公司未来短期业绩的挖掘，预期估值反映了公募基金对于上市公司业绩成长性的预期，预期估值出发的调仓具有博弈特征。

根据以上分析，我们对基金净流入因子提出了若干改造思路：

第一，我们构造基金净流入(低分歧)因子，分歧度计算公式为主动权益当月净流入/当月所有交易的绝对值之和，并加总到季度，组合调仓时点同上。因子在所有样本池选股效果均有改善，且空头效果也较好。

第二，我们使用公募驱动收益代替公募净流入，筛选公募推动收益波动较低的股票，即公募温和买入的股票。因子在小盘股，即中证 1000 上表现较好。

风险提示：模型测试基于历史数据，市场未来可能发生变化。本报告不构成对股票的投资建议，股票的历史收益不代表未来收益。

行业公司

【建材】建材出口区域多元化，“对等关税”实际影响有限——行业周报-20250406

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

建材出口区域多元化，“对等关税”实际影响有限

4 月 3 日，美国总统特朗普正式签署“对等关税”行政令，宣布实施新一轮全面关税政策。其中，对中国实施 34% 的对等关税。2024 年我国对美建材出口 36.7 亿美元，占我国建材出口总额 10.3%；对 RCEP 协定其他签署国建材出口达到 133 亿美元，占建材出口 37.3%。其中东盟是我国建材最大出口地，2024 年出口 79 亿美元，占我国建材出口 22.2%。2024 年，我国对共建“一带一路”沿线国家建材出口 145 亿美元，占我国建材出口总额的 40.7%。我国建材出口地区日趋多元化，“对等关税”对我国建材出口全局影响有限。消费建材板块推荐：三棵树（渠道下沉，零售扩张）、东方雨虹（防水龙头，经营结构优化）、伟星新材（经营优质，零售业务占比高）、坚朗五金；受益标的：北新建材（石膏板龙头，多元化扩张涂料、防水板块业务）等。国家发展改革委等部门印发《水泥行业节能降碳专项行动计划》要求到 2025 年底，水泥熟料产能控制在 18 亿吨左右，能效标杆水平以上产能占

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

7 / 21

比达到 30%，能效基准水平以下产能完成技术改造或淘汰，水泥熟料单位产品综合能耗比 2020 年降低 3.7%，预计会加快节能降碳与能用设备的迭代更新。水泥板块受益标的：海螺水泥、华新水泥、上峰水泥等。“对等关税”有望利好在海外有生产基地的玻纤龙头择时提价，进而巩固玻纤盈利优势。LowDk 电子布相关产业链关注度升温，产品主要应用于 5G 通信、人工智能（AI）、IC 封装、智能手机、高速数据中心、航空航天等领域。玻纤板块推荐：中国巨石；受益标的：中材科技、长海股份、国际复材等。“一致性评价+集采”政策促进中硼硅药用渗透率加速提升，药用玻璃板块推荐：力诺药包、山东药玻。

本周（2025 年 3 月 30 日至 4 月 3 日）建筑材料指数下跌 0.28%，沪深 300 指数下跌 1.37%，建筑材料指数跑赢沪深 300 指数 1.09pct。近三个月来，沪深 300 指数上涨 2.29%，建筑材料指数上涨 5.65%，建材板块跑赢沪深 300 指数 3.36pct。近一年来，沪深 300 指数上涨 8.23%，建筑材料指数下跌 0.11%，建材板块跑输沪深 300 指数 8.35pct。

板块数据跟踪

水泥：截至 4 月 3 日，全国 P.O42.5 散装水泥平均价为 348.03 元/吨，环比下跌 0.19%；水泥-煤炭价差为 256.38 元/吨，环比下跌 0.25%；全国熟料库容比 53.28%，环比上升 3.00pct。

玻璃：截至 4 月 3 日，全国浮法玻璃现货均价为 1314.00 元/吨，环比上涨 4.00 元/吨，涨幅为 0.31%；光伏玻璃均价为 139.45 元/重量箱，环比持平。浮法玻璃-纯碱-石油焦价差为 12.99 元/重量箱，环比上涨 22.02%；浮法玻璃-纯碱-重油价差为 8.74 元/重量箱，环比下跌 11.75%；浮法玻璃-纯碱-天然气价差为 11.61 元/重量箱，环比下跌 5.23%；光伏玻璃-纯碱-天然气价差为 84.04 元/重量箱，环比上涨 0.49%。

玻璃纤维：无碱 2400tex 直接纱报 3800-4500 元/吨（个别厂报价较高），无碱 2400texSMC 纱报 4800-5400 元/吨，无碱 2400tex 喷射纱报 5600-6700 元/吨，无碱 2400tex 毡用合股纱报 4800-5400 元/吨，无碱 2400tex 板材纱报 4950-5400 元/吨，无碱 2000tex 热塑直接纱（普通级）报 4200-4500 元/吨。不同区域价格或有差异，实际成交存灵活空间。

消费建材：截至 2025 年 4 月 3 日，原油价格为 68.17 美元/桶，周环比下跌 11.87%，较 2025 年年初下跌 11.16%，同比下跌 27.11%；沥青价格为 4390 元/吨，周环比下跌 1.13%，较 2025 年年初持平，同比下跌 4.98%；丙烯酸价格为 8000 元/吨，周环比上涨 5.26%，较 2025 年年初上涨 1.27%，同比上涨 32.23%；钛白粉价格为 14300 元/吨，周环比持平，较 2025 年年初持平，同比下跌 11.18%。

风险提示：经济增速下行风险；原材料价格上涨风险；房地产销售回暖进展不及预期风险；国内保交楼进展不及预期；房企流动性风险蔓延压力；基建落地进展不及预期风险。

【社服】清明假期旅游稳健增长，迪士尼消费品矩阵持续丰富——行业周报-20250406

初敏（分析师）证书编号：S0790522080008 | 李睿娴（分析师）证书编号：S0790525020004 | 程婧雅（联系人）证书编号：S0790123070033

出行/旅游：清明假期旅游稳健增长，澳门入境游客破千万

清明假期：根据交通运输部，假期首日全社会跨区域人员流动量同比增长 9.7%，其中铁路、民航等中长途出行旅客量均保持高单位数增长。接待层面，居民春日出游赏景热情较高，其中湖南/四川/内蒙古/山东/宁波等重点省市假期前两日接待游客/旅游收入取得双位数增长，赏花游湖、体验民俗、登山踏青更受青睐，城市周边游景区客流表现高增。出境方面，国家移民管理局预计假期日均出入境旅客同比增长 21.4%，恢复至 2019 年同期 106%。访澳：3 月访澳客流延续良好增势，截至 4 月 2 日，累计访澳游客突破千万，同比增长 11%，恢复至疫情前约 95%。

潮玩/餐饮：量子之歌深入布局全球潮玩，迪士尼消费品矩阵丰富

量子之歌：量子之歌并购潮玩公司 Letsvan，旗下拥有“WAKUKU”等多个自有 IP，与名创优品深度合作，联合乐华明星造势，并购后首发的熊猫 IP 潮玩“胖哒哒”，2 小时内售罄。迪士尼：FY2024 迪士尼消费品收入为

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

92.04 亿美元（约合人民币 672 亿元），同比增长 3.2%，商品 IP 授权收入为 37.84 亿美元（约合人民币 276 亿元），同比增长 21%。迪士尼围绕自有 IP 搭建玩偶周边、餐饮、饰品、服装、家居家电等的多元产品矩阵。

美丽：抖音 Q1 新老国货表现优异，美妆+短剧进入品效合一时代驱动品牌增长

据青眼情报数据显示，2025 年 3 月抖音平台美妆类目 GMV 突破 235 亿元，yoy+44.7%，2025Q1 上榜国货数量为 14 个，高于往年，老牌国货百雀羚加速转型，近 5 年内首次登上抖音美妆 Q1 品牌 TOP20。上榜外资品牌均为欧莱雅与雅诗兰黛集团旗下品牌，日韩品牌集体式微，白牌上榜数量减少，受限于生命周期短，上榜持续性弱。短剧：截至 2025 年 3 月 27 日，至少有 22 部美妆品牌合作短剧上线，其中 11 部短剧播放量破亿。丸美推出的《夫妻的春节》播放量已达 5.8 亿，助力丸美双胶原直播间 GMV 同比增长 460%。美妆短剧表现优于市场大盘，短剧仍是帮助品牌拓圈和寻求业绩增量的重要路径。

本周 A 股社服板块跑赢大盘，港股消费者服务板块跑赢大盘

本周（3.31-4.3）社会服务指数+0.49%，跑赢沪深 300 指数 1.86pct，在 31 个一级行业中排名第 8，旅游、教育类领涨；本周（3.31-4.3）港股消费者服务指数-1.61%，跑赢恒生指数 0.85pct，在 30 个一级行业中排名第 18，旅游、餐饮类领涨。

推荐标的：（1）旅游：长白山；（2）教育：好未来、科德教育；（3）餐饮/会展：特海国际、米奥会展；（4）美护：科思股份、水羊股份、康冠科技、倍加洁。

受益标的：（1）旅游：西域旅游、九华旅游、同程旅行、携程集团-S；（2）教育：凯文教育、有道；（3）美护：若羽臣、巨子生物、爱美客、青木科技、毛戈平、上美股份；（4）运动：力盛体育；（5）IP：泡泡玛特、布鲁可、华立科技、青木科技；（6）新兴消费：赤子城科技；（7）即时零售：美团-W、顺丰同城；（8）眼镜：博士眼镜、佳禾智能、亿道信息；（9）餐饮：百胜中国、蜜雪集团。

风险提示：项目落地不及预期，出行不及预期，行业竞争加剧等。

【非银金融】关税事件带来不确定性，1 季度 A 股开户数增长明显——行业周报-20250406

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 卢崑（分析师）证书编号：S0790524040002 | 唐关勇（联系人）证书编号：S0790123070030

周观点：关税事件带来不确定性，1 季度 A 股开户数增长明显

美国对等关税事件带来全球权益资产回落，不确定性增加，红利资产阶段性或防御性属性突出，继续推荐盈利和分红稳健且高股息率的江苏金租。1 季度 A 股开户数 747 万户，同比+32%，开户高增为市场交易活跃度奠定基础，受益于交易量改善，叠加低基数，预计券商 1 季度业绩有望实现较好增长。

券商：1 季度 A 股开户数+32%，零售优势突出券商业绩增速领航

（1）本周日均股基成交额 1.39 万亿，环比-7%，1 季度日均股基成交额 1.77 万亿，同比 72.3%，环比-15.5%；1 季度新成立股票和混合类基金 1101 亿元，同比+223%。上交所发布 3 月 A 股开户数 307 万户，同比+27%，1 季度累计开户 747 万户，同比+32%。（2）行业新闻：证监会主席吴清召开专题座谈会，与集成电路、新能源汽车、智能制造、网络经济等领域民营科技企业代表深入交流，吴清指出，证监会将切实提升资本市场的包容性、适应性，持续增强规则的透明度、可预期性，进一步完善全链条全生命周期的多层次市场服务体系，加力支持优质民营企业做强做优做大。沪深北交易所出台程序化交易监管实施细则，明确将对瞬时申报速率异常、频繁瞬时撤单、频繁拉抬打压以及短时间大额成交等四类异常行为重点监控。（3）公司新闻：国泰君安公告公司完成更名，更名为国泰海通证券，14 位高管级别人员也集体亮相，其中 9 位来自国泰君安证券、5 位来自海通证券。（4）交易量改善有望驱动券商 1 季报增速较好，板块估值仍在低位，三条选股主线：金融科技、并购主线以及业绩弹性突出的零售优势券商。

保险：长期国债收益率回落明显，关注1季度负债端表现

(1) 4月3日10年和30年国债收益率明显回落至1.718%/1.905%，美国对等关税事件带来避险情绪。(2) 近期上市险企披露年报，净利润和NBV增速基本符合我们预期。上市险企均下调投资收益率假设，假设下修对EV带来一定拖累，而NBV高增、投资偏差和价值调整的积极表现对冲了假设下调，多数险企EV实现正增长，分红表现分化。(3) 寿险1季度NBV增速或降档，权益资产弹性成为寿险标的重要影响因素，看好权益弹性突出、负债端平稳标的投资机会。

推荐及受益标的组合

推荐标的组合：江苏金租；香港交易所，指南针，东方证券；东方财富，财通证券；中国人寿，中国太保。

受益标的组合：九方智投控股，中国银河，招商证券；同花顺，国信证券，新华保险。

风险提示：资本市场波动对投资收益带来波动风险；保险负债端不及预期。

【化工】中美贸易冲突升级，对主要化工品直接出口影响较小——行业周报-20250406

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 张晓锋（分析师）证书编号：S0790522080003 | 宋梓荣（联系人）证书编号：S0790123070025

本周行业观点1：中美贸易冲突升级，对主要化工品直接出口影响较小

美国方面，据中央广播电视总台中国之声《新闻和报纸摘要》报道，美国东部时间4月2日，美方宣布“对等关税”政策，其中，对中国输美商品加征34%的“对等关税”，4月9日生效。中国方面，商务部新闻发言人4月4日宣布，美方征收所谓“对等关税”，严重违反世贸组织规则，严重损害世贸组织成员正当合法权益，严重破坏以规则为基础的多边贸易体制和国际经贸秩序，是典型的单边霸凌做法，危害全球经贸秩序稳定。同时，国务院关税税则委员会4月4日发布公告，自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。对此，我们对主要化工品“自美进口量/总进口量”、“对美出口量/表观消费量”等指标进行统计。统计的主流品种中，多数产品进口量水平较为有限；对外出口量较大的品种中，直接对美出口量/表观消费量的占比又较小。因此，虽中美贸易冲突升级，但我们预计短期对化工品直接进口量影响均有限，长期影响需关注是否通过终端向上传导，影响化工品的进出口量以及景气度。化工品产业链条深邃复杂，各环节产品环环相扣，经过国内化工人多年经营，终于搭建起了一个庞大的、完整的、难以复刻的化工产业链，中国主要化工品种自给率水平非常高。因此我们坚定的认为中国化工产业链将在未来的贸易冲突中脱颖而出，建议布局化工子行业优质龙头。

本周行业新闻：印度对涉华乙二胺发起反倾销调查

【乙二胺行业】印度对涉华乙二胺发起反倾销调查。2025年3月25日，印度商工部发布公告称，应印度国内企业BalajiSpecialityChemicalsLimited提交的申请，对原产于或进口自中国大陆、欧盟和沙特阿拉伯以及中国台湾地区的乙二胺(EthyleneDiamine)发起反倾销调查。

推荐及受益标的

推荐标的：【化工龙头白马】万华化学、华鲁恒升、恒力石化、荣盛石化、赛轮轮胎、扬农化工、新和成、龙佰集团等；【化纤行业】新凤鸣、桐昆股份、华峰化学等；【氟化工】金石资源、巨化股份、三美股份、昊华科技等；【农化&磷化工】兴发集团、利民股份、云天化、川恒股份、苏利股份、川发龙蟒、湖北宜化、盐湖股份等；【硅】合盛硅业、硅宝科技；【纯碱&氯碱】远兴能源、三友化工等；【其他】黑猫股份、振华股份、苏博特、江苏索普等。【新材料】OLED：瑞联新材、莱特光电、奥来德、万润股份、濮阳惠成；胶膜：洁美科技、东材科技、长阳科技；其他：彤程新材、阿科力、松井股份、利安隆、安利股份等。受益标的：【化工龙头白马】卫星化学等；【化纤行业】聚合顺等；【氟化工】东岳集团等；【农化&磷化工】云天化、川恒股份、苏利股份、川发龙蟒、湖北宜化、盐湖股份等；【硅】新安股份；【纯碱&氯碱】中盐化工、新疆天业等。【新材料】国瓷材料、圣泉集团、蓝晓科技等。【其他】华锦股份

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

等。

风险提示：油价大幅波动；下游需求疲软；宏观经济下行；其他风险详见倒数第二页标注 1。

【农林牧渔】中国对美关税反制跟随加码，内外围共振利多猪价——行业周报-20250406

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001 | 王高展（联系人）证书编号：S0790123060055 | 朱本伦（联系人）证书编号：S0790124060020

周观察：中国对美关税反制跟随加码，内外围共振利多猪价

美国对中国进一步加征 34% 对等关税，中国跟随反制，利多国内农产品价格。2025 年 4 月 2 日美国宣布对中国输美商品征收 34% “对等关税”，本轮加征关税后，中国输美商品累计税率达 54%。2025 年 4 月 4 日中国在 3 月加征关税基础上对美关税同步加码，自 4 月 10 日起对原产于美国的所有进口商品加征 34% 关税。据海关总署，2024 年中国自美国进口商品总值 11641 亿元人民币，其中农业食品类占比接近 20%。从核心农产品对外依存度看，2024 年我国大豆及牛肉对外依存度高，分别为 81.49%、25.22%。而单独从中国进口中对美进口依存度看，玉米、大豆及猪杂碎对美进口依存度偏高，分别为 15.20%、21.07%、27.67%，猪/牛/鸡肉分别为 6.81%、5.17%、10.75%。中美互加关税升级，利多国内农产品整体价格，对猪价的影响涉及原料成本抬升、进口猪肉及其他肉类替代，多维度利多猪价，不应因猪肉单项自美国进口占比低而被忽视。

内外围共振利多猪价，生猪板块配置价值显现。据涌益咨询，截至 2025 年 4 月 6 日，全国生猪均价 14.60 元/公斤，周环比+0.05 元/公斤，同比-0.67 元/公斤。150kg 肥猪较 120kg 标猪溢价收窄至 0.28 元/公斤。需求边际改善及前期供给缺口传导将至背景下，标肥价差季节性收窄对猪价压制有限。2025 年 3 月 20-31 日行业二育栏舍利用率 29%，低于 2024 年同期。截至 4 月 3 日，规模场 15kg 仔猪价格涨至 659 元/头，相对高位运行。二育当前入场谨慎，步入 4 月有望加速进场，仔猪价格相对高位运行反映冬季仔猪损失缺口及远月猪价支撑。国内供需看，2025 年猪价中枢有支撑且逐步进入阶段性上行期；外围看，关税驱动饲料原料价格上涨及进口肉类成本抬升。内外围共振利多猪价，生猪板块在关税等宏观冲击下避险属性及投资逻辑强化，建议积极配置。

周观点：生猪板块低位配置价值显现，宠物板块国货崛起逻辑持续强化

盈利修复向上叠加消费复苏提振，生猪板块低位配置价值显现。推荐：牧原股份、温氏股份、巨星农牧、华统股份、天康生物等。

饲料板块国内市场受益禽畜后周期，海外强劲需求支撑价格。推荐标的：海大集团、新希望等。

消费升级叠加关税壁垒，宠物板块国货崛起逻辑持续强化。推荐标的：乖宝宠物、中宠股份、佩蒂股份。

本周市场表现（3.31-4.4）：农业跑赢大盘 1.79 个百分点

本周上证指数下跌 0.28%，农业指数上涨 1.51%，跑赢大盘 1.79 个百分点。子板块来看，动物保健板块领涨。个股来看，回盛生物（+39.96%）、金河生物（+18.80%）、ST 景谷（+16.23%）领涨。

本周价格跟踪（3.31-4.4）：本周牛肉、鲈鱼等农产品价格环比上涨

生猪养殖：4 月 4 日全国外三元生猪均价 14.60 元/kg，较上周上涨 0.02 元/kg；仔猪均价 37.08 元/kg，较上周上涨 0.35 元/kg；白条肉均价 19.10 元/kg，较上周下跌 0.02 元/kg。4 月 4 日猪料比价为 4.36:1。自繁自养头均利润 47.00 元/头，环比-4.83 元/头；外购仔猪头均利润-31.97 元/头，环比-4.84 元/头。

风险提示：宏观经济下行，消费持续低迷，动物疫病不确定性等。

【医药】关注优化药品集采下的投资机会——行业周报-20250406

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 巢舒然（联系人）证书编号：S0790123110015 | 石启正（联系

人) 证书编号: S0790125020004

医药集采政策优化基调明确, 关注相关投资机会

近几年国家通过集中带量采购政策推动药品和耗材价格合理化, 以降低药品价格、减轻患者负担, 同时确保药品质量和供应稳定。同时, 为进一步优化集采机制, 2025 年 2 月国务院办公厅的《2025 年稳外资行动方案》中首次提出优化药品带量采购政策, 便利创新药加快上市, 进一步提高医疗器械产品采购的可预期性; 随后在 3 月 5 日的《2025 年国务院政府工作报告》中提及强化基本医疗卫生服务, 其中点明要进行药品集采政策优化。针对中药和高值耗材的特殊性,《关于提升中药质量促进中医药产业高质量发展的意见》提出要优化中药集中采购和招标采购政策, 实现优质优价。我们认为通过透明化、科学化、执行力强化等多维度优化, 集采政策将实现价格合理化与医疗质量保障的双赢, 推动生物医药产业高质量发展。

从投资上, 我们认为优化药品集采有望稳定制药公司预期, 助力行业长远健康发展, 并有望提升医药板块整体估值水平。推荐以下方向: (1) 国内政策支持并逐步引领全球的创新药。推荐标的: 科伦博泰、信达生物、泽璟制药、诺诚健华、康诺亚、和黄医药、三生国健、艾迪药业; (2) 前期过度担忧集采的精麻药, 估值有望提升。

推荐标的: 人福医药、恩华药业等; (3) 仿制药竞争格局好, 创新药已经进入收获期。推荐标的: 三生制药、恒瑞医药、海思科、京新药业、汇宇制药等; (4) 竞争格局好, 放量稳健的中药。推荐标的: 佐立药业、方盛制药等。

4 月第 1 周医药生物上涨 1.20%, 线下药店板块涨幅最大

从月度数据来看, 2025 年初至今沪深整体呈现下行趋势。2025 年 4 月第 1 周公用事业、农林牧渔行业涨幅靠前, 汽车、电力设备跌幅靠前。本周医药生物上涨 1.2%, 跑赢沪深 300 指数 2.57pct, 在 31 个子行业中排名第 3 位。

本周线下药店板块涨幅最大, 上涨 4.15%; 化学制剂板块上涨 3.92%, 医疗耗材板块上涨 1.66%, 其他生物制品板块上涨 1.57%, 中药板块上涨 1.53%; 医疗研发外包板块跌幅最大, 下跌 3.19%, 医疗设备板块下跌 1.48%, 医院板块下跌 0.15%, 体外诊断板块下跌 0.03%, 医药流通板块上涨 0.37%。

推荐及受益标的

推荐标的: 制药及生物制品: 泽璟制药-U、诺诚健华、科伦博泰生物-B、和黄医药、海思科、艾力斯、艾迪药业、兴齐眼药、人福医药、恩华药业、京新药业、健康元; 中药: 东阿阿胶、佐力药业、羚锐制药、悦康药业、方盛制药、江中药业、天士力; 科研服务: 奥浦迈、昊帆生物、阿拉丁、百普赛斯、毕得医药、皓元医药; 原料药: 普洛药业、健友股份、华海药业、奥锐特、博瑞医药; 医疗器械: 奥泰生物、安杰思、英科医疗、万孚生物、可孚医疗、圣湘生物、迈瑞医疗、开立医疗、澳华内镜、康拓医疗; CXO: 药明康德、药明联合、药明生物、泰格医药、博腾股份、泓博医药; 医疗服务: 爱尔眼科、通策医疗、美年健康、海吉亚医疗、锦欣生殖; 零售药店: 益丰药房。

风险提示: 产品临床研发失败、产品安全性风险、行业竞争格局恶化

【食品饮料】酒企目标低调务实, 零食多线发力值得关注——行业周报-20250406

张宇光(分析师) 证书编号: S0790520030003 | 张思敏(联系人) 证书编号: S0790123070080

核心观点: 白酒务实基调明确, 零食国内外市场多点发力

3 月 31 日-4 月 3 日, 食品饮料指数涨幅为 0.1%, 一级子行业排名第 8, 跑赢沪深 300 约 1.4pct, 子行业中零食(+7.2%)、软饮料(+6.5%)、啤酒(+3.6%)表现相对领先。贵州茅台发布 2024 年年报, 全年收入与利润增速分别为 15.7%与 15.4%, 基本符合此前业绩预告。同时公布 2025 年总营收目标增长 9%。我们认为该目标的制定

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

12 / 21

具有战略意义，也为白酒行业 2025 年发展奠定基调。首先白酒行业需求近年来持续下滑，制定与需求匹配的供给量是当前行业形成的共识。飞天茅台酒 2024 年批价回落较多，本质上是供需错配的结果。2025 年如果保持批价稳定，市场投放量不宜过多。同时贵州茅台又承担贵州经济建设重任，是贵州省经济的后盾。9%的目标即体现了市场收缩供给的战略，又可以满足对于省内经济的支持，是平衡市场供需与经济综合发展的结果。同时该保守目标的制定，也对其他酒企具有引导作用，预计 2025 年白酒产业发展基调是供需平衡，多数酒企应主动收缩市场投放，维持渠道秩序良性发展。从产业需求变化、供给收缩、酒企业绩节奏等角度分析，我们判断当前行业基本处于自身周期底部位置，行业自身的内生变化则来自于供给收缩后的渠道减负以及价格回暖，底部区间值得积极配置。

零食板块低点已过，多线发力重点关注。近期零食板块部分标的股价超额收益明显，卫龙、盐津、甘源表现亮眼。其中卫龙、盐津是受到魔芋品类趋势的正面影响，预计近期魔芋品类空间有望超过辣条，品类趋势打开板块估值。此外三家公司均已逐步拓展海外业务，其中卫龙抓住印尼禁供辣条机会布局当地产业整合，盐津在泰国布局魔芋产品、在印尼布局烘焙产品，而甘源在东南亚多国均有销售，零食出海产业趋势初具苗头。短期看，预计甘源食品一季度在高基数以及传统渠道改革调整背景下略有压力。但公司具备较强产品力，研发渠道定制差异化产品，近期逐步调整组织架构，增加基层人员，提升公司服务终端网点能力，改革动作预计持续上半年。除传统渠道外，会员超市和零食量贩保持稳健合作，后续仍有新品预期，助力公司持续增长。考虑到东南亚出海持续推进，海外市场可能贡献重要增量，我们仍建议积极关注零食板块的投资机会，重点关注甘源食品。

推荐组合：山西汾酒、贵州茅台、甘源食品、西麦食品

(1) 山西汾酒：汾酒短期面临需求压力，但中期成长确定性较高。汾牌产品结构升级同时杏花村、竹叶青同时发力，全国化进程加快。(2) 贵州茅台：公司将深化改革进程，以更加务实的姿态，强调未来可持续发展。公司分红率提升，此轮周期后茅台可看得更为长远。(3) 甘源食品：公司持续保持营收稳定增长，出海战略初见成效，看好公司出海战略下的中长期发展。(4) 西麦食品：燕麦主业稳健增长，线下基本盘稳固，新渠道开拓快速推进。原材料成本迎来改善，预计盈利能力有望提升。

风险提示：经济下行、食品安全、原料价格波动、消费需求复苏低于预期等。

【电力设备与新能源】低空经济行业周报：（4 月第 1 周）中创航空斩获 120 套无人机订单，峰飞联手合肥加速应用端探索——行业周报-20250406

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001

中创航空斩获印尼 120 套无人机订单，峰飞联手合肥加速应用端探索

3 月 30 日，绿能慧充子公司中创航空（持股 57%）与印尼 PT.APD 就 120 套无人直升机订单项目正式签署《代理合作协议》及《ZC 系列无人直升机系统谅解备忘录》，后续订单交付有望贡献业绩增量。合肥持续领衔低空场景落地探索，继 3 月 28 日合翼航空取得 OC 证后，4 月 2 日，合肥与峰飞航空签署合作协议，将采购并首试首用一批峰飞航空大型智能 eVTOL 产品，进一步推动 eVTOL 在空中物流、应急消防救援、空中观光以及载人交通接驳等应用场景应用的探索。峰飞自主研发的 V2000CG 凯瑞鸥是全球唯一获得 TC 型号合格证和 PC 生产许可证的吨级 eVTOL 航空器，其 5 座载人版机型（V2000EM “盛世龙”）正在进行适航审定，预计 2026 年完成取证。我们认为，低空经济已经迎来从宏观（国家层面产业规划）到中观（各地地方补贴）再到微观（基建主机招标、应用场景打造）的纵向落地，建议关注低空经济后续板块行情，推荐标的卧龙电驱、绿能慧充，受益标的：(1) 低空制造：万丰奥威、宗申动力等；(2) 低空基建：莱斯信息、深城交等；(3) 低空运营：深圳机场、中信海直、祥源文旅、岭南控股、西域旅游等。

本周板块行情

3 月 31 日-4 月 4 日低空经济 A 股相关标的平均涨跌幅为-1.6%，跌幅较上周收窄，其中涨幅前五标的分别为岭南控股（+26.3%）、应流股份（3.7%）、宝武镁业（+3.6%）、广电计量（+3.3%）、多浦乐（+3.3%）；跌幅前五

的标的分别为卧龙电驱 (-10.8%)、珠海冠宇 (-9.3%)、川大智胜 (-8.1%)、保隆科技 (-7.0%)、川大智胜 (-6.9%)。美股方面，受宏观层面关税政策影响，相关标的普遍下跌。

工信部提出打造低空经济新增长引擎，低空投资维持高热度

宏观层面，低空经济将持续具备新增长动能，4月1日，工信部副部长辛国斌在赛迪论坛上宣布，2025年将培育新兴产业打造新动能，如生物制造、商业航天、低空经济等。中观层面，各地持续推动低空应用场景落地，4月2日，山东省人民政府在新闻发布会上宣布，计划打造30个低空经济特色化示范场景；同日，郑州低空经济产业园区落地，旨在推动低空经济发展；4月1日，嘉兴市低空经济投资发展有限公司。此外，低空经济相关资本开支拓展至数据中心领域，3月31日，四川首个基于低空经济的大型智算中心开工，总投资50亿元，规划算力为1.2万P，预计2025年12月底投产。微观方面，上市公司持续布局低空领域，应流股份子公司获得A1类通航机场使用许可证，为eVTOL制造、维护、试飞等奠定基础；低空赛道投资仍然维持高热度，4月1日，小鹏汇天获五家银行联合银团贷款，规模为12.6亿元，位居飞行汽车领域全球首位。

风险提示：产业政策落地速度不及预期，低空应用场景在C端普及不及预期。

【煤炭开采】美国关税超预期致市场趋于避险，重视煤炭攻守兼备——行业周报-20250406

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

本周要闻回顾：美国关税超预期致市场趋于避险，重视煤炭攻守兼备

本周港口煤价企稳，其中CCTD动力煤Q5500报价676元/吨，环比持平，秦皇岛港Q5500山西产动力末煤报价665元/吨，环比持平。从供给端来看，截至3月30日，晋陕蒙三省442家煤矿开工率82.1%，环比持平；受大秦线检修影响，港口库存持续下降，截至4月3日，环渤海港库存3027.1万吨，环比下降96.2万吨，跌幅3.08%；截至3月31日，进口印尼3800大卡华南到岸价为467元/吨，较同品种内贸煤价格优势为-17元/吨，进口澳洲5500大卡华南到岸价为695元/吨，较同品种内贸煤价格优势为18元/吨，终端对进口煤的需求较为有限。从需求端来看，截至4月2日，沿海八省电厂日耗合计184.4万吨，环比下跌7.6万吨，跌幅3.96%；非电煤中甲醇开工率80%，环比上涨4.3pct，尿素开工率85.89%，环比下跌0.34pct，水泥开工率47.98%，环比上涨2.35pct。短期煤价仍处于磨底期，后续政策面和基本面变化有望进一步支撑煤价企稳反弹：（1）长协价上限支撑及煤企自救行为：近期港口现货价格已跌至港口年度长协上限770元/吨的临界值，若现货煤价进一步下跌，电厂购买现货意愿将有望增强，并且若煤价大幅跌破770元/吨，煤企或采取限产保价等自救行为；（2）年度长协体制维护：自2017年开始构建的年度长协煤机制卓有成效，政策一直向“煤电双方盈利平衡”努力，而不是“煤和电顾此失彼”，煤电之间存在盈利均分的平衡点，价格也会出现止跌企稳；（3）煤电价格联动机制：电厂历年不是天然的空头，尤其是政策出台的303号文和1439号文，共同构筑了“保煤价即是保电价”导向，而触发点位恰为770元/吨；（4）疆煤外运成本支撑：运输成本的刚性使疆煤出疆存在盈亏线，快速下跌煤价会触发疆煤发运量的减少，从而减少内地煤炭供给；（5）煤油价格联动：我们梳理测算，68美元/桶原油和770元/吨港口煤价做烯烃成本对等，在当前80美元/桶原油而770元/吨煤价下，煤化工成本优势明显。回溯2023年6月，秦港平仓价跌至759元/吨后迅速回升至770之上，彼时看到上述政策面和基本面的变化，当前煤价亦迎来企稳反弹。2025年4月2日，特朗普宣布美国对贸易伙伴设立10%的“最低基准关税”，同时对中国加征34%“对等关税”，加征幅度超市场预期。考虑到关税政策或对中国出口及国内经济造成影响，降准降息有望加速落地，利率下行叠加市场风格转向防御属性或利好红利风格；此外为对冲进口影响，国内消费、地产及基建投资政策或有加码，有望进一步拉动国内煤炭需求。

投资逻辑：煤炭黄金时代2.0，煤炭核心价值资产有望再起

煤炭股稳健红利投资逻辑：当前国内经济运行偏弱，海外面临特朗普上台之后关税政策打压，美国处于降息周期且国内利率也进入下行通道，煤炭稳健红利仍可配置，此外保险资金已在24年11月底完成考核，当前已开始新的布局期，煤炭等红利板块且国资背景风险小，或成为险资布局的首选方向。煤炭股周期弹性投资逻辑：3月两会召开之后，无论动力煤还是炼焦煤价格均处于低位，随着供需基本面的持续改善，两类煤种有望企稳反弹，其中动力煤存在区间内弹性而炼焦煤是完全弹性；当前宏观政策已表现力度很大，市场更期待政策落地后反映在

需求上的真实效果，2025 年“两会”之后，政策方案落实以及开春施工季的来临，煤炭的需求和价格均有望体现出向上趋势，煤炭股周期属性将显现。煤炭板块有望迎来重新布局的起点：一是宏观政策利多和资本市场支持力度。2024 年 9 月 24 日以来，高层持续出台稳增长政策，降准降息，且加大房地产的支持政策，力度和密集程度高于以往，且强化对资本市场的重视和政策支持；二是高分红且多分红已成趋势。2024 年以来多家上市煤企公告中期分红方案（兖矿能源/陕西煤业/电投能源/冀中能源/上海能源/中煤能源/辽宁能源），凸显 2024 年市值管理改革对央企国企分红政策的促进作用；煤炭板块作为国资重地，积极响应政策号召，且有从央企向地方国企推开之势，未来分红比例及频次均有望持续提升，煤炭板块高分红高股息投资价值更加凸显。三是产业资本入局预示行情底部来临。2024 年下半年来，广汇能源、兖矿能源、平煤股份、淮北矿业等相继披露股东增持和上市公司回购方案，或预示产业资本认可当前为板块价值底部，且增持成本显著低于一级市场购买或二级资产注入，复盘历史股东增持后市场表现，后续股价上行概率或明显提高。四主线精选煤炭个股将受益：主线一，红利逻辑：【中国神华、陕西煤业、中煤能源（分红潜力）】；主线二，周期逻辑：【平煤股份、淮北矿业】；主线三，多元化铝弹性：【神火股份、电投能源】；主线四，成长逻辑：【广汇能源、新集能源】。

风险提示：经济增速下行风险，供需错配风险，可再生能源加速替代风险。

【地产建筑】新房成交面积同比增长，南京全市范围取消限售——行业周报-20250406

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002 | 胡耀文（分析师）证书编号：S0790524070001 | 杜致远（联系人）证书编号：S0790124070064

核心观点：新房成交面积同比增长，南京全市范围取消限售

本周我们跟踪的 68 城新房成交同比增长，环比下降，20 城二手房成交面积同比增长，环比下降。土地成交面积环比增长，溢价率环比增长。国内信用债发行规模环比增长。本周住房和城乡建设部发布新规，新规范以住宅项目整体为对象，以安全、舒适、绿色、智慧为目标，在规模、布局、功能、性能和关键技术措施等方面，对住宅项目的建设、使用和维护作出规定。本周南京全市范围内取消限售，商品住房在取得不动产权登记证书后即可上市交易。2025 年前两月销售初步企稳，在更加积极的财政政策、适度宽松的货币政策下，存量收储及城中村改造工作有望加速推进，改善现有住房供求关系，加快止跌回稳进程，维持行业“看好”评级。

住建部新规规范住宅建设，南京全市范围取消限售

中央层面：住建部：住房和城乡建设部发布《关于发布国家标准<住宅项目规范>的公告》，新规范以住宅项目整体为对象，以安全、舒适、绿色、智慧为目标，在规模、布局、功能、性能和关键技术措施等方面，对住宅项目的建设、使用和维护作出规定。

地方层面：南京：自 2025 年 3 月 31 日起，南京全市范围内取消限售，商品住房在取得不动产权登记证书后即可上市交易，有效满足居民各类住房置换需求。

市场端：土地成交面积同比增长，杭州土拍市场火热

销售端：根据房管局数据，2025 年第 14 周，全国 68 城商品住宅成交面积 257 万平米，同比增加 29%，环比下降 37%；从累计数值看，年初至今 68 城成交面积达 3322 万平米，累计同比持平。全国 20 城二手房成交面积为 180 万平米，同比增速+40%，前值+14%；年初至今累计成交面积 2651 万平米，同比增速+23%，前值+22%

投资端：2025 年第 14 周，全国 100 大中城市推出土地规划建筑面积 2119 万平方米，成交土地规划建筑面积 2336 万平方米，同比下降 39%，成交溢价率为 23.1%。一线城市成交土地规划建筑面积 96 万平方米，同比增加 30%；二线城市成交土地规划建筑面积 906 万平方米，同比下降 26%；三线城市成交土地规划建筑面积 1334 万平方米，同比下降 48%。广州：广州迎来 2 宗涉宅用地出让，分别位于天河区和番禺区，总土地出让面积 37394.24 m²，总规划建筑面积 78301.17 m²，总起始价 16.58 亿元。最终天河区地块溢价成交，番禺区地块底价成交，共收

金 16.88 亿元。

融资端：国内信用债发行规模同比下降

2025 年第 14 周，信用债发行 37.2 亿元，同比减少 32%，环比增加 43%，平均加权利率 2.97%，环比增加 30BP。信用债累计发行规模 940.1 亿元，同比减少 32%。

风险提示：市场信心恢复不及预期，政策影响不及预期。

【计算机】周观点：重视信创的投资机会——行业周报-20250406

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 刘逍遙（分析师）证书编号：S0790520090001

市场回顾：本周（2025.3.31-2025.4.3），沪深 300 指数下跌 1.37%，计算机指数下跌 1.87%。

周观点：重视信创的投资机会

（1）全球贸易紧张局势升级，科技自主可控迫在眉睫

2025 年 4 月 2 日，美国总统特朗普在白宫签署行政令，宣布对中国输美商品加征 34% 的“对等关税”，创下中美贸易摩擦以来单次税率新高。4 月 4 日，中方接连表态并发布反制行动。国务院关税税则委员会发文称，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加征 34% 关税。商务部、海关总署发布公告，公布对部分中重稀土相关物项实施出口管制的决定。与此同时，商务部发布公告，将 16 家美国实体列入出口管制管控名单。在全球贸易摩擦不断升级的背景下，科技关键核心技术产品自主可控成为重中之重。

（2）国家财政重点支持，党政信创有望加速推进

2025 年中央经济工作会议指出，要增加发行超长期特别国债，持续支持“两重”项目和“两新”政策实施。2025 年新一批超长期特别国债的申报工作正在开展中，主要聚焦基础研究和关键核心技术攻关、人工智能+应用攻关工程、数据资源战略储备、关键设施一体化防护、生物制造领域技术创新、粮食与能源资源安全等重大示范项目。在财政支持下，2025 年党政信创有望加速推进。

（3）国产软硬件逐渐迈入“好用”阶段，替换节奏有望加速

国产算力：以华为昇腾、海光、寒武纪为代表的国产 AI 算力正在崛起；操作系统：Windows7 和 CentOS8 等停服，Google 计划终止开源 Android 项目（AOSP），加速国产操作系统全面替换。华为主导开发的 openEuler 成为国产服务器操作系统的中流砥柱，同时 HarmonyOSNEXT 开启智能终端操作系统新纪元。数据库：以 TiDB、openGauss、OceanBase、PolarDB 为代表的开源数据库广泛应用，达梦数据、人大金仓等国产数据库公司快速崛起，数据库的替换正从非核心、次核心系统向核心系统突破。此外，ERP、工业软件等核心软件也取得快速突破，国产化率逐年提升。国产软硬件逐渐从“可用”迈入“好用”阶段，替换节奏有望加速。

投资建议

我们认为随着全球贸易环境变化，科技自立自强成为发展的必由之路，国产软硬件正在崛起，替代节奏有望加速。国产算力推荐海光信息、中科曙光、神州数码，受益标的景嘉微、中国长城、龙芯中科、安博通、拓维信息等；信创板块推荐金山办公、达梦数据、太极股份、顶点软件、卓易信息、软通动力、华大九天、中望软件、中控技术、润和软件、中国软件国际、普元信息、宝兰德、普联软件、启明星辰、天融信、安恒信息、深信服等，受益标的中国软件、麒麟信安、中孚信息、诚迈科技、宝兰德、吉大正元、海量数据等。

风险提示：宏观经济环境下行风险；政策落地不及预期等。

【地产建筑】汇添富上海地产租赁住房 REIT 正式上市，保障房 REIT 表现持续优异——行业周报-20250406

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002 | 胡耀文（分析师）证书编号：S0790524070001 | 杜致远（联系人）证书编号：S0790124070064

汇添富上海地产租赁住房 REIT 正式上市，保障房 REIT 表现持续优异

2025 年第 14 周，中证 REITs（收盘）指数为 868.54，同比上涨 8.11%，环比下跌 0.23%；中证 REITs 全收益指数 1078.09，同比上涨 17.7%，环比上涨 0.63%。本周 REITs 市场交易规模成交量达 6.11 亿份，同比增长 18.64%；成交额达 26.7 亿元，同比增长 23.96%；区间换手率 3.32%，同比下降 21.14%。本周保障房、环保、高速公路、产业园区、仓储物流、能源、消费类 REITs 一周涨跌幅分别为+2.29%、+0.16%、-0.39%、+0.58%、-1.04%、-0.97%、+1.03%；一月涨跌幅分别为+5.01%、+0.96%、+1.75%、+2.75%、+0.67%、+3.13%、+4.24%。我们认为，债券市场利率中枢下行压力下，“资产荒”逻辑有望继续演绎，REITs 作为高分红、中低风险的资产，在政策力度加强以及社保金和养老金入市预期下，有望持续提升配置性价比，板块具备较好的投资机会，维持行业“看好”评级。

汇添富上海地产租赁住房 REIT 正式上市，凯德商业 ABS 项目获上交所受理

汇添富上海地产租赁住房 REIT 在上海证券交易所正式上市，项目初始估值合计 13.51 亿元，回复上交所问询调整后标的资产估值由首次申报时的 13.51 亿元调整为 12.31 亿元，较首次申报下降 1.20 亿元（下调 8.88%）。上海证券交易所信息披露显示，中金凯德商业持有型不动产资产支持专项计划项目状态更新为“已受理”，拟发行总额为人民币 30 亿元，债券品种为资产支持证券（ABS），计划管理人为中国国际金融股份有限公司。

一周行情：保障房 REITs 单周上涨 2.29%，单月累计上涨 5.01%

2025 年第 14 周，中证 REITs（收盘）指数为 868.54，同比上涨 8.11%，环比下跌 0.23%，2024 年年初至今累计上涨 14.82%，同期沪深 300 指数累计上涨 12.54%，累计超额收益+2.28%；中证 REITs 全收益指数 1078.09，同比上涨 17.7%，环比上涨 0.63%，2024 年年初至今累计上涨 25.1%，同期沪深 300 指数累计上涨 12.54%，累计超额收益+12.56%。本周保障房、环保、高速公路、产业园区、仓储物流、能源、消费类 REITs 一周涨跌幅分别为+2.29%、+0.16%、-0.39%、+0.58%、-1.04%、-0.97%、+1.03%；一月涨跌幅分别为+5.01%、+0.96%、+1.75%、+2.75%、+0.67%、+3.13%、+4.24%。

一级跟踪：16 只 REITs 基金等待上市，发行市场持续活跃

2025 年第 14 周，共有 16 只 REITs 基金等待上市。本周汇添富上海地产租赁住房 REIT 正式上市。

风险提示：（1）公募 REITs 价格变动及运营风险；（2）调控政策超预期变化，行业波动加剧；（3）各类别资金入市进度不及预期；（4）项目长期分派率不及预期。

【通信】算力重要性日益凸显，卫星互联网持续落地——行业周报-20250406

蒋颖（分析师）证书编号：S0790523120003 | 雷星宇（联系人）证书编号：S0790124040002 | 陈光毅（联系人）证书编号：S0790124020006

阿里 Qwen3 有望发布，腾讯会议突发崩溃，GPT-4o 用户数持续增长

据虎嗅网报道，距离 Qwen2.5 发布 7 个月后，阿里即将在 2025 年 4 月第二周发布新模型 Qwen3，这将是阿里在 2025 年上半年最重要的模型产品。4 月 2 日，腾讯会议突发崩溃，部分用户出现在开会时被踢出会议、无法创建新的会议等情况，经过抢修后现已正常恢复服务。IDC 作为基础设施底座，在应用运行中起到关键作用，基础算力设施仍需持续建设。

4 月 1 日，GPT-4o 上线文生图功能，一小时内新增 100 万用户，用户需求超 OpenAI 预期，持续带动算力需求，OpenAICEO 表示急需 10 万张 GPU 可交付算力资源，同时宣布将在未来开源首个推理模型。据智东西报道，OpenAI 宣布完成 400 亿美元（约合人民币 2905 亿元）新融资，本轮融资中约有 180 亿美元将会投入到 OpenAI 的“星际之门”项目中，打造美国当地的 AIDC。海外 AI 持续发展，算力资源仍然稀缺，AIDC 或将持续加速建

设，算力产业链维持高景气度。

卫星互联网建设逐步落地，重视商业航天产业发展

2025 年 4 月 1 日，我国在酒泉卫星发射中心使用长征二号丁运载火箭，成功发射卫星互联网技术试验卫星，主要用于开展手机宽带直连卫星、天地网络融合等技术试验验证。我们认为国内卫星制造及火箭发射能力正逐步增强，卫星互联网系统正进入加速组网阶段，需重视相关建设落地及技术突破的产业机遇。

持续看好国产 AIDC 产业链及国产自主可控和卫星产业链

我们继续看好五大产业方向：AIDC 机房建设（AIDC 机房、柴油发电机、风冷&液冷等）、IT 侧（国产算力芯片、服务器及电源）、网络侧（交换机及芯片、光通信、AEC 铜连接、CDN 等）、云计算（公有云、私有云、算力租赁）。一、AIDC 机房建设（AIDC 机房、柴油发电机、风冷&液冷等）。推荐标的：润泽科技、英维克、宝信软件等；受益标的：新意网集团、科泰电源、金盘科技等。二、IT 侧（国产算力芯片、服务器及电源）。推荐标的：紫光股份、中兴通讯；受益标的：寒武纪、海光信息、浪潮信息、华勤技术、欧陆通等。三、网络侧（交换机及芯片、光通信、AEC 铜连接、CDN 等）。推荐标的：紫光股份、中兴通讯、盛科通信、中际旭创、新易盛等；受益标的：锐捷网络等、博创科技、瑞可达、华丰科技、网宿科技等。四、云计算（公有云、私有云、算力租赁）。受益标的：中国移动、中国电信、中国联通、云赛智联、润建股份、宏景科技、海南华铁、大名城等。五、卫星互联网：受益标的：海格通信、铖昌科技、臻镭科技、盛路通信、航天环宇、信科移动-U、创意信息、佳缘科技、天银机电、航天电子、光库科技、西测测试、震有科技、华力创通、盟升电子、上海瀚讯、信维通信、中国卫星等。

风险提示：5G 建设不及预期、AI 发展不及预期、中美贸易摩擦

【银行】增资国有行后的投资策略：稳健红利与估值修复——行业深度报告-20250403

刘呈祥（分析师）证书编号：S0790523060002 | 丁黄石（分析师）证书编号：S0790524040004 | 朱晓云（分析师）证书编号：S0790524070010

四家国有大行获 5200 亿元注资支持，大幅提升资本实力

注资规模考虑各行资本充足性，注资价格兼顾各方股东利益。此次定增，建行、中行、交行、邮储分别获注资 1050/1650/1200/1300 亿元，其中 5000 亿元由财政部发行特别国债认购，剩余 200 亿元来自交行、邮储各自国有企业股东自有资金。注资规模主要考虑各行资本充足性，交行、邮储注资前核心一级资本充足率相对较低，注资后两家银行资本指标提升幅度更大。财政部于定增后成为交行控股股东，中行、建行控股股东仍为中央汇金未变，参与定增的邮储银行国有企业股东持股比例略下降。价格上，四家银行分别以 0.73、0.74、0.67 和 0.76 倍 PB 注资，溢价率 8%~22%，受摊薄影响更明显的交行、邮储溢价率跟高。溢价注资体现了增资股东对银行投资价值的认可，同时保护了原股东的利益。

此次定增目的：第一、银行资本内源性补充承压，以定增方式外源性补充资本，持续满足监管要求；第二、国有大行是支持实体经济的主力军，定增后信贷投放能力增强，同步提升政策导向领域资源配置力度；第三、国有行抵御非预期损失的能力上升，进一步推动国有行化解地产、地方隐债等领域的风险。

ROE、股息率受摊薄影响有限，预计资本补充可支撑银行 5 年以上规模扩张

定增短期摊薄 ROE、股息率，长期提升银行资产投放及盈利能力。测算定增后，建行、中行、交行、邮储 2025 年 ROE 降幅分别为 0.18/0.32/0.54/0.73pct，A 股股息率下降 0.21/0.37/0.81/0.86pct，H 股股息率下降 0.28/0.49/0.93/0.98pct，降幅均低于 1pct 符合市场预期。资本方面，定增后四家行核心一级资本充足率静态提升 0.49-1.51pct；动态测算下，2030 年建行、中行、交行、邮储核心一级资本充足率分别为 13.49%、11.50%、9.89%、9.63%，高于各自监管要求 4.49/2.50/1.39/1.63pct，资本缓冲区间充足，可满足四家行至少 5 年的规模扩张。

信贷优先投向政策支持领域，AIC 股权投资、债券配置能力同步提升

政策支持领域投放加码，利率风险改善承债能力提升。资本补充后，四家国有行经营行为或有如下变化：第一、资本能力夯实，净息差资本平衡线放宽，信贷资源持续向普惠、绿色等领域倾斜；第二、AIC 子公司对科创、战略性新兴产业股权投资范围扩容、规模扩张；第三、持续推动房地产、地方隐债等领域风险化解；第四、利率风险指标改善，注资 5000 亿约改善大行 $\Delta EVE0.06-1.87pct$ ，释放长债、信用债承接空间。

投资建议：红利价值依旧，增长动能稳固

增资后国有行股息率受摊薄影响有限，三年股东回报规划方案亦打开了分红上限，银行股仍具红利价值；同时资本增强延续了规模扩张动能，盈利或同步增长，伴随风险化解银行股 PB 估值有望进一步修复。外围环境不确定下，以国有行为代表的红利类资产仍有支撑，推荐港股中信银行，受益标的农业银行。同时，关注经济复苏过程中客群基础好，财富业务突出的股份行，以及具有区位优势的城市商行，推荐苏州银行，受益标的招商银行、宁波银行、江苏银行。

风险提示：宏观经济下行、定增方案不及预期、海外经济不确定性外溢。

【通信】光铜共进，AEC 等或受益于 AI 高速短距连接需求——行业深度报告-20250403

蒋颖（分析师）证书编号：S0790523120003

在 AI 浪潮中，铜互连因其低成本和低功耗优势在短距离连接中份额提升

随着生成式人工智能（AIGC）技术的逐步成熟，基于“大数据+大计算量”模型的新兴应用不断涌现，显著推动了算力需求的持续攀升。作为计算能力的核心载体，数据中心在算力高需求的驱动下，其相关的服务器领域及上下游产业预计将在未来几年内迅速扩展。铜连接方案因其低成本和低功耗的优势，预计将在数据中心短距离连接中的市场份额有所提升。

GB200 大量应用铜连接方案，AI 推动高速铜缆行业需求高增

随着数据中心设备间数据传输速率和带宽的不断提升，选择合适的互联方案已成为市场关注的焦点。光纤和铜缆因其抗干扰性和保密性，已成为主要传输媒介。尽管光纤因传输距离远的优势在通信行业被广泛采用，铜连接方案在数据中心设备内的短距离连接（如交换机到服务器）中，逐渐获得了更大的市场份额。在 NVIDIA GB200 解决方案的一个重要变化在于交换机和计算节点在单个机柜内的互连，交换机的内部连接采用铜缆连接，而不是之前的 PCB-光模块-电缆连接。

AEC 作为数据中心内部高速短距连接技术，逐渐成为业界关注的焦点

AEC 的核心在于通过内置的信号增强芯片，提升铜缆的传输距离和信号质量，使其在数据中心内部高速互联中发挥着重要作用。当前，我国 AEC 正处于快速发展阶段，众多企业纷纷布局 AEC，以期在未来的数据中心市场中获得竞争优势。展望未来，随着 AI 技术的不断发展和数据中心算力需求的持续增长，AEC 有望在数据中心内部高速短距连接领域取得更大的突破，同时也为我国算力产业链的发展注入活力。

投资建议：

受益标的为 AEC 产业链各环节龙头公司：立讯精密和兆龙互联。

风险提示：技术差距风险、国际标准制定风险、市场竞争风险、原材料价格波动风险、下游需求波动风险。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

¹ 根据新凤鸣 2024 年三季报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团有限责任公司控股孙公司共青城胜帮投资管理有限公司持有新凤鸣 5.43% 的股份。尽管开源证券与共青城胜帮投资管理有限公司分别属于陕西煤业化工集团有限责任公司的控股子公司和孙公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对共青城胜帮投资管理有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与新凤鸣不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn