

2025 年 4 月 4 日 星期五

分析师推荐

【东兴食饮】糖酒会反馈基本符合预期，平稳中有亮点（20250403）

成都糖酒会如期举行，我们观察到今年糖酒会行业整体较去年偏冷，酒厂和经销商反馈延续去年的情绪，但是我们发现一些值得关注的趋势，行业运行平稳中有亮点。

部分区域春节后宴席市场有明显好转。当前白酒的消费场景和需求正在发生深刻变革，商务宴请需求逐渐降低，宴席场景更加细分，寿宴、升学宴、升职宴，以及具有地方区域特色的文化宴席场景上涨，日常关系维护、公司小聚、家庭庆祝等情感连接场景上升，朋友饭局、独酌等小众场景逐渐显现。这种趋势反应到市场需求上，呈现出地方宴席市场复苏的迹象。目前还比较难判断这一趋势是否能延续并形成消费复苏反转，4 月份的数据观察和验证将更加关注。

去库存趋势显现。根据酒企和经销商对渠道库存的统计和反馈，认为当前渠道库存仍然较高，但是较去年库存最高时期库存有所下降。酒企普遍下调了 25 年的销售和利润目标，说明无论是地方政府还是酒企对于当前的环境预期都有所调整，更为务实。渠道有望在今年进入去库存趋势。

我们认为当前白酒基本面整体仍在磨底期，但是一些向好的迹象值得关注，如果今年渠道能够进入去库存周期，叠加下半年经济复苏，白酒行业逐渐走出底部的方向值得期待。我们建议关注 Q1 季报后白酒批价的整体表现，认为如果下半年宏观经济复苏趋势确立，白酒板块或迎来估值修复的机会，建议关注食品饮料行业的龙头企业贵州茅台。

（分析师：孟斯硕 执业编码：S1480520070004 电话：010-66554041 分析师：王洁婷 执业编码：S1480520070003 电话：021-25102900）

【东兴机械】机械行业：低空经济有望迎商业化拐点（20250402）

低空经济符合 S 型曲线增长规律，预计未来发展速度逐渐加快。2012 年开始新能源汽车在政策扶持下缓慢增长，后续仅用 4 年时间渗透率从 2020 年的 10%爆发式增长至 2024 年的 30%以上。不断出台地扶持性政策为低空经济奠定了坚实的基础，预计未来发展速度逐渐加快、规模持续扩大。中国信息通信研究院知识产权与创新发展中心预计到 2030 年，低空经济产业规模达到 2 万亿元，2035 年将超过 5.1 万亿元。

A 股港股市场

指数名称	收盘价	涨跌%
上证指数	3,342.01	-0.24
深证成指	10,365.73	-1.4
创业板	2,065.4	-1.86
中小板	6,453.32	-1.62
沪深 300	3,861.5	-0.59
香港恒生	22,849.81	-1.52
国企指数	8,420.14	-1.31

A 股新股日历（本周网上发行新股）

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

*价格单位为元/股

A 股新股日历（日内上市新股）

名称	价格	行业	上市日
----	----	----	-----

*价格单位为元/股

数据来源：恒生聚源,东兴证券研究所

专项债资金支持落地。2025 年山东省政府专项债券（十一期）将投向威海高新区低空经济产业园区一期及基础设施配套项目。经低空观察网不完全统计，2025 年 1 月初至 2 月 24 日招标采购金额超过 27 亿元，其中威海南海新区低空经济产业园基础设施改造提升项目和威海高新区低空经济产业园区一期及基础设施配套项目预算金额合计达到 8 亿元。随着专项资金支持到位，低空经济基础设施建设有望加速。

无人机和 eVTOL 飞行器市场的发展潜力较大。根据中国信息通信研究院预测，2035 年，预计我国无人机整机交付架次超过 6100 万架次，带来制造产值预计将达到 4900 亿元。根据中国信息通信研究院预测，2035 年 eVTOL（电动垂直起降飞行器）可能逐渐成为主要交通工具之一，预测到 2035 年我国交付数量达到 30 万架，市场规模达到 5700 亿元。

建议关注低空照明、飞行器电机、eVOLT 座椅三大环节：

低空照明国产化进程加速。低空照明是指用于通用机场、起降场地等低空经济基础设施，以及直升机、无人机、飞行汽车等低空飞行器领域的机场特种照明产品。根据中国信息通信研究院，预计到 2035 年，我国通用机场数量将达到 2500 个，通用机场工程费用投入预计达到 3500 亿元，已建机场总体维护费用累计达到 6500 亿元，空管系统建设费用累计投入为 280 亿元，总投入接近 1 万亿元。机场助航灯光系统是飞机起降过程中的重要安全保障设施，随着低空经济基础设施建设提速，相关照明企业有望充分受益。中国照明龙头企业逐步切入低空照明行业，有望带动低空照明国产化进程加速。

轴向磁通电机未来渗透率有望持续提升。永磁同步电机是 eVOLT 电推进动力系统主流方案。永磁同步电机按照磁通相对于电机轴的方向可划分为径向和轴向磁通电机，在径向磁通电机中，磁通量沿电机的半径流动，而在轴向通量电机中，磁通量与电机轴平行流动，即沿轴流动，径向磁通电机的扭矩与转子半径的平方成正比，而轴向电机的扭矩与转子半径的立方成正比，所以可以产生更高的扭矩。相比于径向磁通电机，轴向磁通电机更轻、更小，而且还能提供更大的扭矩和更大的功率，同功率的轴向磁通电机体积和重量下降 50% 左右，而且具有更加宽泛的高效工作区间，在确保飞行器的起降和推进能力的同时，还能有效降低电驱动系统自重，为飞行活动和续航能力提供更好保障，轴向磁通电机未来渗透率有望持续提升。

低空飞行器座椅广阔的市场空间和较高的行业门槛带来投资机会。eVOLT 商业化落地的关键在于载人，而座椅作为载人关键部件，其未来发展空间广阔。假设未来 eVOLT 包含 5 个座位，按照 2 万元/座计算，一架 eVTOL 价值量可达 10 万。根据前文预测，若 2035 年我国交付数量达到 30 万架，eVOLT 座椅市场规模有望达 300 亿元。我国对旋翼类航空座椅要求较高，座椅的抗

冲击性、吸能性、约束性、阻燃性都有考核指标，其中对抗过载的要求可达 30g（承载 30 倍的重力加速度）。同时，传统座椅材料难以达到 eVOLT 对轻量化的高要求，未来碳纤维和铝合金等新材料的应用也将构成较高壁垒。

有望受益标的。以亿航智能获得全球首张 OC 证为标志，我国低空经济商业化落地进程提速。同时，随着低空经济获得专项债资金支持，其配套基础设施建设进入加速阶段。无人机和 eVOLT 作为低空经济的核心载体，未来 10 年市场规模空间广阔，有望高速增长。建议关注低空照明、飞行器电机、eVOLT 座椅三大环节，有望受益标的：木林森(002745)、东睦股份(600114)、信质集团(002664)、天成自控(603085)、安达维尔(300719)、山东矿机(002526)、威海广泰(002111)、山东章鼓(002598)。

风险提示：行业政策出现重大变化、产业发展不及预期等。

（分析师：任天辉 执业编码：S1480523020001 电话：010-66554037）

重要公司资讯

- 1、货拉拉：**货拉拉(上市主体为“拉拉科技”，海外名称“Lalamove”)更新招股书。据最新招股书，2024 年，货拉拉全球交易总额达 111.37 亿美元，同比增 18.3%。货拉拉在全球的平均月活商户达 1670 万个，平均月活司机达 170 万名，根据弗若斯特沙利文的资料，货拉拉是 2024 年全球平均月活商户最多的物流交易平台。（资料来源：同花顺 iFind）
- 2、苹果：**4 月 3 日，根据苹果公司向美国证券交易委员会（SEC）提交的文件，公司 CEO 蒂姆 库克（Tim Cook）于当地时间周三减持 10.81 万股苹果股票，套现约 2418 万美元，折合人民币约 1.76 亿元。这是库克一年之内第三次减持苹果股票，累计套现超 1.1 亿美元，折合人民币达 8 亿元。（资料来源：同花顺 iFind）
- 3、哈三联：**公司药品卡络磺钠注射液(5ml: 25mg)通过仿制药质量和疗效一致性评价。该药品用于泌尿系统、上消化道、呼吸道和妇产科出血疾病，具有显著疗效。通过一致性评价，将提升产品技术水平和市场竞争力。但未来生产和销售情况可能受市场、政策等因素影响，存在不确定性。（资料来源：同花顺 iFind）
- 4、四环生物：**经财务部门初步测算，预计 2024 年度经审计的净利润为负值且扣除后的营业收入低于 3 亿元，将触及《深圳证券交易所股票上市规则(2024 年修订)》9.3.1 条规定的对公司股票实施退市风险警示的情形，公司股票在 2024 年年度报告披露后将可能被实施退市风险警示。（资料来源：同花顺 iFind）

- 5、**特斯拉:**据乘联会数据计算,第一季度,特斯拉上海超级工厂交付 Model3 和焕新 Model Y 超 17.2 万辆,其中国内销量达到 13.72 万辆,创自 2022 年以来的第一季度最高纪录。同日,特斯拉发布 2025 年第一季度全球生产与交付报告,储能产品装机量达到 10.4 吉瓦时,同比增长 157%。(资料来源:同花顺 iFinD)

经济要闻

- 1、**美国:**4月2日,美国总统特朗普在白宫宣布对贸易伙伴征收所谓的“对等关税”措施。对所有国家的基准关税税率为 10%,于 4 月 5 日生效;同时对对美国征收更高税率的国家将收取更高的关税,其中中国面临 34%、欧盟 20%、越南 46%的惩罚性税率,加墨两国不涉及本次征税。特朗普强调,鉴于非货币的关税壁垒,关税不会“完全对等”,将收取大约一半的费用。此外,特朗普还宣布,对汽车行业的 25%特定关税于当地时间周四(4月3日)正式生效。在特朗普“对等关税”措施宣布后,美股主要指数期货集体跳水。(资料来源:同花顺 iFinD)
- 2、**国务院:**根据《中华人民共和国关税法》、《中华人民共和国海关法》、《中华人民共和国对外贸易法》等法律法规和国际法基本原则,经国务院批准,自 2025 年 4 月 10 日 12 时 01 分起,国务院关税税则委员会对原产于美国的进口商品加征关税。有关事项如下:一、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。二、现行保税、减免税政策不变,此次加征的关税不予减免。三、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。(资料来源:同花顺 iFinD)
- 3、**工信部:**1-2 月份,互联网业务收入有所下滑,利润总额降幅收窄,研发经费投入保持平稳增长,部分地区增势良好。1-2 月份,规模以上互联网和相关服务企业完成互联网业务收入 2321 亿元,同比降 0.5%;规模以上互联网企业实现利润总额 193.4 亿元,同比降 6.2%;规模以上互联网企业共投入研发经费 124.5 亿元,同比增 2.8%,增速与 2024 年全年持平。(资料来源:同花顺 iFinD)
- 4、**财新:**4月3日公布的3月份财新中国通用服务业经营活动指数(经季节性调整)为 51.9,超过2月份,连续 27 个月运行在 50.0 的临界值上方。最新指数也是近三个月的高点。财新智库高级经济学家王喆表示,服务业 PMI 自 2023 年初以来继续位于荣枯线之上,市场景气度持续恢复。(资料来源:同花顺 iFinD)
- 5、**金融监管总局等:**金融监管总局、中国人民银行、中国证监会联合发布

《关于推进金融纠纷调解工作高质量发展的意见》。工作目标：利用 3 年时间，夯实金融纠纷调解各项工作基础，拓展金融纠纷调解功能作用，提升金融纠纷调解工作整体效能，基本实现金融纠纷调解制度完备精细、金融纠纷调解组织规范专业、金融纠纷调解渠道畅通高效、各方参与金融纠纷调解工作主动充分、人民群众满意度和获得感显著提升的工作格局。（资料来源：同花顺 iFinD）

- 6、**财政部**：4 月 2 日，中华人民共和国财政部代表中央政府在英国伦敦成功簿记发行了 60 亿元人民币绿色主权债券。其中，3 年期 30 亿元人民币，发行利率为 1.88%；5 年期 30 亿元人民币，发行利率为 1.93%，均低于香港二级市场同期限国债利率水平。国际投资者认购踊跃，投资者类型丰富，地域分布广泛。总申购金额 415.8 亿元人民币，是发行金额的 6.9 倍。（资料来源：同花顺 iFinD）
- 7、**商务部**：商务部新闻发言人何亚东表示，3 月 30 日，第 13 次中日韩经贸部长会议在韩国首尔举行。会议围绕落实第九次中日韩领导人会议经贸领域重要共识，就深化贸易投资合作、加强区域及多边合作等深入交换意见，达成广泛共识，为第十次领导人会议贡献经贸成果。三国经贸部门将在世界贸易组织、区域全面经济伙伴关系协定、亚太经济合作组织等区域及多边框架下开展合作。下一步，商务部将会同韩、日经贸部门认真落实好会议共识，推动各领域经贸合作持续走深走实，携手应对全球经济新挑战，共同为区域乃至世界经济发展注入新动力。（资料来源：同花顺 iFinD）
- 8、**韩国**：尹锡悦弹劾案宣判，尹锡悦被弹劾下台。尹锡悦将失去司法豁免权，检方或加速办理尹锡悦涉及内乱罪的刑事案件，最高可判无期徒刑。尹锡悦的妻子金建希涉及的贪腐案或将同步发酵。尹锡悦被罢免后，他与妻子金建希可能面临“权利滥用”“经济犯罪”和“选举干预”一系列的司法调查与指控，尹锡悦的刑期有可能创下韩国前总统获刑的新高。（资料来源：同花顺 iFinD）
- 9、**美国**：美国供应管理协会(ISM)发布 3 月服务业 PMI 指数，从上月的 53.5%下降至 50.8%，仍处于扩张区间，但已创下自去年 6 月以来的最低水平。分项数据显示，新订单指数下降 1.8 个百分点至 50.4%。就业指数下跌 7.7 个百分点至 46.2%，创下近一年以来的最低水平。支付价格指数降 1.7 个百分点至 60.9%，仍高于长期均值。最新数据并未完全反映特朗普政府新宣布的关税政策对全球市场的影响，ISM 服务业商业调查委员会主席 Steve Miller 表示，本月报告因关税导致成本上升的企业数量大幅增加。（资料来源：同花顺 iFinD）
- 10、**欧元区**：欧元区通胀率在 3 月放缓至 2.2%，低于 2 月的 2.3%，核心通

胀率从 2.6% 降至 2.4%，低于预期的 2.5%。通胀放缓主要由于能源成本大幅下降和服务通胀放缓，这可能为欧洲央行 4 月降息提供支持。欧洲央行自去年 6 月以来已降息六次，市场预期 4 月 17 日可能再次降息。尽管美国关税言论和潜在报复措施对欧元区经济构成威胁，欧洲央行副行长 Luis de Guindos 认为，经济增长受挫将抵消额外的价格压力。（资料来源：同花顺 iFind）

每日研报**【东兴策略】总量双周报：业绩为王，关注低估值蓝筹股（20250402）**

主要观点：

宏观：一季度数据边际转暖，外部不确定性上升。总量上，实体经济延续宏观政策转向后的部分转暖，包括制造业 PMI 的回升、商品房销售略有好转、社融新增触底略有回升。结构上，当前经济仍处于直接受益于经济政策的行业，如以旧换新相关行业的消费品，但普遍性的经济好转尚需时日。2 月 CPI 再次回落，PPI 也仍处于负值区间。政策上，针对两会报告中全方位扩大国内需求，特别是补消费短板的精神，3 月 17 日中办、国办印发《提振消费专项行动方案》。其主要内容包括，促进工资性收入合理增长，拓宽财产性收入渠道；扩大文体旅游消费；加大消费品以旧换新支持力度，更好满足住房消费需求，延伸汽车消费链条；研究建立育儿补贴制度等。《方案》从收入、消费品供给端等多方面入手，提振国内需求，体现了内需成为经济发展的内生动力和稳定锚的政策基调。未来两周，建议关注 4 月 2 日美国全面对等关税政策落地时，国内对冲关税的宏观政策力度，如货币、财政政策是否有充分的应对。随着关税进一步抬高，出口以及汇率或有所承压。海外：美联储偏鸽，市场聚焦 4 月 2 日美国全面对等关税落地情况。鲍威尔认为关税引起的通胀为一过性是基本情景，但不确定性显著提升。美联储整体偏鸽，不会用加息应对关税引发的价格上涨。我们猜测，若关税引发通胀上涨尚未回落而经济活动放缓，美联储可能仍会选择先行降息。市场聚焦 4 月 2 日美国全面对等关税落地情况。全面关税造成的不确定性增加了资本市场对美国衰退的担忧，也将降低实业投资意愿。4 月 2 日或为美国资本市场短期震荡转折点。

策略：业绩为王，关注低估值蓝筹股。业绩为王，进入重要观察期。我们在年度策略报告中提到 4 月是一个重要的观察点，市场大周期维度进入牛市周期，2025 年市场将会呈现结构性慢牛特征，我们提出的影响市场核心三要素，基本面、政策和外部因素，在目前时点都面临重要变化。首先，从基本面来看，3 月经济数据是否继续向好，尤其是 PMI 数据是否进一步走强，是观察经济的重要指标，上市公司财报披露期，市场对业绩的关注度急剧上升，尤其是业绩暴雷和财务造假事件频出，中小盘个股跌幅明显，大盘蓝筹公司业绩是否符合预期，也是决定未来市场走向的核心要点，都需要 4 月逐步观察；其次，从政策角度来看，市场关注的降准降息仍在等待，随着经济数据逐步披露，政策端发力的强度如何仍值得关注，周末财政部等注资大行消息落地，让市场对政策后续发力充满期待；再次，从外部因素来看，最重要的节点是 4 月 2 日美国关税落地，是否存在加码，存在不确定性。基于以上因素，市场在上周开始逐步走弱，市场成交逐步萎缩，从市场表象来看，两大核心板块人工智能和机器人出现明显调整，热点轮转加快，实质上就是市场进入重要观察期，整体市场风险偏好降低，市场更加关注确定性，指数也体现出大盘优于中小盘，低估值优于高估值，这个时间段可能会持续一段时间。

关注低估值蓝筹股，同时，逢低布局前期核心板块。从日历效应来看，根据历史数据和市场分析，4 月期间低估值明显跑赢其他行业，但也仅限于当月，因此阶段性关注低估值蓝筹股有望短期跑赢市场，尤其是较高分红率个股市场关注度较高，同时，应结合行业趋势判断持股周期，以银行、煤炭、公用事业、顺周期为代表的高分红低估值板块，其行业逻辑并不相同，行业前景偏弱的方向弹性可能偏小。同时，对于前期宏大叙事的两个核心板块人工智能和机器人，随着市场短期更加关注业绩，短期大部分难以产生明显利润的公司可能出现明显调整，从中期角度仍具备较好配置价值，可以更加关注产业发展动向进行合理布局。

投资建议：本周进入重要观察时点，建议主要配置低估值蓝筹公司，谨慎参与中小盘题材类个股。在市场量能未能有效放大的前提下，以防守为主，可重点关注银行、家电、交运、公用事业等传统低估值高分红行业。

债券市场：利率区间震荡，短端相对更优。过去两周，得益于央行在税期投放流动性稳定资金面以及权益市场表现走弱，债券市场利率呈现震荡下行走势。十年期国债收益率下行 2BP、一年期国债下行 3BP，期限利差收窄。短期来看，央行投放和机构行为将影响债市走向，结合央行近期表态，长债难现通畅的单边下行行情。短期内，十年期国债或区间震荡。3月18日中国人民银行货币政策委员会 2025 年第一季度例会召开，强调了对利率政策的执行和监督，体现了央行对货币利率政策态度偏强硬，继续强调防范资金空转，当前央行政策目标中防风险和稳汇率重要性更高，一方面或是考虑利率快速大幅下行积聚过多金融市场风险，另一方面也要防范利率上行过多形成负反馈以及对财政配合不到位。从央行操作来看，央行在税期之后仍进行大额投放，体现了央行稳定资金和对目前 10 年国债点位的认可，但也没有明确要降低资金利率的信号。短期内资金面延续紧平衡，十债收益率大概率 1.8-1.9% 区间范围内震荡，难有趋势性行情。二季度进入政策成效验证期，需重点跟踪基本面数据。去年 9 月底以来一系列货币、财政、地产、资本市场等多领域的组合拳配合，有望带动消费、投资和全社会风险偏好的提高。政策成效逐步进入验证期，二季度需重点关注 CPI 等价格指标变化，尤其是中上游价格指标。结合银行负债成本判断当前债券市场利率仍隐含一定降息预期，若基本面阶段性改善逻辑成立，债市或发生调整。但地产、人口等结构性问题尚难根本性解决，叠加出口存不确定性，信用难以明显走强，机构资产配置需求仍存，债市回调将是较好配置窗口。

银行：继续看好中长期资金入市带来的配置价值。2025 年政府工作报告对于宏观政策定调积极，预计在积极财政政策下，银行全年资产规模增长有望保持平稳；货币政策适度宽松、利率传导机制进一步畅通下，净息差压力可控、预计全年降幅收窄；房地产、地方平台、经营贷等重点领域风险预期改善，预计银行盈利有望保持平稳，看好经济预期边际改善带来的估值修复。中期来看，在利率中枢下行趋势下，银行高股息配置价值继续突出。资金层面，政策持续鼓励中长线资金入市，预计未来保险资金、ETF 被动资金将延续稳定增长，有助于支撑银行估值。我们建议关注两条投资主线：①中长期资金入市、指数化投资支撑银行配置价值。利率下行趋势下，高股息选股逻辑仍可延续。②逆周期调节政策成效逐步显现之下，银行个股基本面预期改善带来估值进一步修复，建议关注有业绩释放空间的优质区域行。

地产：二手房销售强于新房，深圳开始探索房票制度。新房及二手房增速较上月有所降低，二手房销售持续强于新房，深圳开始探索房票制度。39 城新房年内累计销售面积(1/1-03/28)同比增速为 10.3%，前值(1/1-03/21)为 10%。当月累计销售面积同比增速为 17.4%，上个月整月为 41.8%。19 城二手房年内累计销售面积(1/1-03/28)同比增速为 31.8%，前值(1/1-03/21)为 33.1%。当月累计销售面积同比增速为 33.8%，上个月整月为 86%。17 城新房及二手房年内累计销售面积(1/1-03/28)同比增速为 13.7%，前值(1/1-03/21)为 13.8%。当月累计销售面积同比增速为 23.5%，上个月整月为 53.7%。四大一线城市均已开始探索房票制度。深圳市住建局印发《关于规范城市更新实施工作的若干意见》，其中提到，建立房票制度，探索城市更新项目补偿安置多元化路径。此前，广州已经出台《广州市房票安置实施方案》，北京通州和上海金山、青浦也已发布房票政策。投资建议：多种政策工具的协同发力有望推动房地产市场逐步企稳。短期关注政策宽松带来的估值修复机会，中长期聚焦具备核心城市资源和不动产运营能力的龙头企业。推荐保利发展；华润置地、招商蛇口、绿城中国、越秀地产等也有望受益。市场止跌回稳与“白名单”持续发力，对仍然具备市场化经营能力的优质房企，具有很好的信用支持作用，龙湖集团、新城控股等有望受益。

证券：近两周权益市场交易活跃度呈现下降趋势，其中沪深京三市成交额回落至 1.1-1.2 万亿区间，这或和季末流动性下降有关，但两融余额保持在 1.9 万亿上方。证监会发布《关于修改〈证券发行与承销管理办法〉的决定》，主要内容包括两点：1.增加银行理财产品、保险资产管理产品作为 IPO 优先配售对象；2.禁止参与 IPO 战略配售的投资者在承诺的限售期内出借股份。上述两点修订在自 IPO 阶段引入银行理财、保险资管等中长期投资者的同时，降低涉及卖空、量化等增加市场波动行为的发生频率，有助于持续优化 IPO 生态，保护中小投资者权益。同时，伴随着国家对于科技创新的日益重视，证券行业有望持续受益于科技企业全方位的成长，多项业务增量空间打开。同时，多家券商陆续接入 DeepSeek 等 AI 模型，或意味着券商金融科技投入进入新阶段，更多创新业态有望加速形成，行业 ROE 提升空间打开。其中，头部券商的资本优势和平台优势在业务和 AI 高度对接的时代有望更为充分的体现。建议持续关注头部券商和行业 ETF 的投资价值。

保险：考虑到 2024 年负债投资两端的较高基数，2025 年保险公司的业绩增速和价值增速大概率较 2024 年收窄。险企负债端和宏观经济及居民可支配收入增速有较高的正向相关性，亦会受到居民大类资产配置结构的影响，相较之下，投资端方面的催化更为直接和迅速。我们认为，随着权益市场的逐步回暖，叠加黄金等另类资产投资品的加入，有望平抑固定收益市场调整对投资端的影响，险企长期面临的“资产荒”和利差损压力均有望得到缓解。同时，险企通过举牌高股息上市公司等方式，有望有效降低投资端收益率波动，推动自身核心价值指标稳健增长。建议持续重点关注上市头部险企的投资价值，以及保险 ETF 的投资价值。

风险提示：经济数据大幅低于预期，外部环境恶化等。

（分析师：林阳 执业编码：S1480524080001 电话：021-65465572 分析师：康明怡 执业编码：S1480519090001 电话：021-25102911 分析师：林瑾璐 执业编码：S1480519070002 电话：021-25102905 分析师：陈刚 执业编码：S1480521080001 电话：010-66554028 分析师：刘嘉玮 执业编码：S1480519050001 电话：010-66554043 分析师：田馨宇 执业编码：S1480521070003 电话：010-66554013）

【东兴电力设备及新能源】光伏行业：抢装带动产业链价格小幅回升——光伏行业跟踪报告（20250402）

产业链价格表现：3 月受益抢装需求，光伏各产业链价格均小幅上涨。截止 3/26，硅料致密块料、颗粒块料价格分别为 40 元/kg、38 元/kg，较 2 月底分别上涨 2.6%、2.7%，考虑 4 月硅片厂家排产小幅增长的同时，硅料排产也同比增长，预计硅料价格持稳为主。硅片 M10N、G12N 规格价格分别为 1.20、1.55 元/片，上涨 1.7%、0%，4 月需求支撑下价格仍乐观，但抢装过后，价格或有所回落。电池片 M10N、G12N 价格分别为 0.305、0.300 元/w，上涨 5.2%、1.7%，上下游价格上涨带动电池片涨幅。组件 perc、topcon 价格分别为 0.65、0.74 元/w，上涨 0%、6.5%，topcon 组件涨势预计已逼近高点。

出口数据：InfoLink 海关数据显示，2025 年 1 月中国共出口约 22.26GW 的光伏组件，与 2024 年 1 月的 21.91GW 相比上升 2%；2 月则出口约 16.26GW 的光伏组件，与去年二月的 21.19GW 相比下降 23%。截至今年 2 月底，中国 1-2 月共出口约 38.52GW 的光伏组件，同比去年 43.11GW 下降 11%。受抢装影响，企业策略性调整优先满足中国国内市场需求，预计 3-4 月中国出口海外量体或将进一步下降，影响今年上半年整体海外拉货

动能。

重点政策：新政推动抢装，带动 3 月排产提升。1 月 17 日，国家能源局正式印发《分布式光伏发电开发建设管理办法》。2 月 9 日，国家发改委与能源局联合印发《关于深化新能源上网电价市场化改革促进新能源高质量发展的通知》。为了让存量项目平稳过渡，这两项政策分别以 4 月 30 日和 5 月 31 日为时间节点，对光伏项目进行了“新老划段”：1) “430”抢全额，4 月 30 日及以前完成并网，并低于 20MW 的光伏电站，依然可以全额上网；5 月 1 日及以后完成并网的项目，6MW 以下的户用项目可以全额上网，工商业项目全部自发自用，余电上网；6MW 以上的大型工商业项目原则上全部自发自用。2) “531”抢电价，5 月 31 日之前并网的老项目可以继续执行现行保障性政策，5 月 31 日之后，增量项目的发电量全部进入市场交易，通过竞价形成电价，并建立“新能源可持续发展价格结算机制”，不再享受国家补贴。集中式电站项目因建设周期长、前期筹备工作复杂等因素，预期带来的增幅相对有限“抢装潮”多在分布式光伏项目。受益抢装潮，预计 3 月各环节排产将持续复苏，根据 lifolink 的调研数据，预计 3 月硅料、硅片、电池组件排产将分别环比上升约 6%-7%/3%/22%/24%不等，电池片，组件环节生产复苏明显。

投资策略：新政策驱动了“531”光伏抢装，使得当前产业链的价格略有上涨，边际上将带来产业链上下游各环节的利润修复。但由于抢装是下半年的需求前置，新政实施后，电价的不确定性叠加整体上网均价的下降预期，或使得下半年分布式项目投资意愿大幅下降，且当前来看，整体产业链仍处于产能过剩的大格局之下，在需求没有大幅增长的背景下，落后产能出清尚待时日，产业链利润修复的力度和持续性仍有待观察。我们认为，技术迭代快的电池片和高启停成本的硅料环节，尾部产能有望加速出清，随着行业供给侧自律力度加码，优势辅材龙头也将受益。相关标的通威股份、通灵股份、宇邦新材、福斯特等。

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

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

【东兴房地产】房地产百强房企 1-3 月销售数据点评：3 月操盘金额同比转跌，市场仍面临压力（20250402）

根据克而瑞的数据，2025 年 3 月 top100 房企销售金额同比下滑 11.3%，单月销售转跌。3 月单月销售同比增速最高的 5 家房企为越秀/电建/路劲/华发/阳光城。

操盘销售额 top100：

1-3 月，top100 房企实现销售金额（操盘）7,335.0 亿元，同比增速为-5.9%，前值为-1.2%。其中，3 月单月实现销售金额（操盘）3,177.4 亿元，同比增速为-11.3%，前值为 1.3%。

1-3 月，top10/top11~top20/top21~top30/top31~top50/top51~top100 房企的销售金额（操盘）同比增速分别为-8.7%/0.0%/-9.9%/3.7%/-6.7%。其中，3 月单月同比增速分别为-17.5%/-1.7%/-4.8%/23.1%/-22.3%。

1-3 月，top10/top11~top20/top21~top30/top31~top50/top51~top100 房企的销售金额（操盘）分组累计占比分别为 50.3%/17.6%/8.3%/11.2%/12.6%。去年同期，分组累计占比分别为

51.9%/16.5%/8.7%/10.2%/12.7%。

重点房企销售：

1-3 月，51 家主流房企中，销售金额（全口径）最大的 5 家房企为保利/华润/中海/绿城/招商，销售金额分别为 630/512/464.2/362.6/350.7 亿元。

1-3 月，51 家主流房企中，销售均价（全口径）最高的 5 家房企为滨江/越秀/绿城/融创/保利置业，销售均价分别为 4.11/3.68/3.48/3.28/2.78 万元/平。

1-3 月，51 家主流房企中，销售金额（全口径）同比增速最高的 5 家房企为电建/华发/铁建/越秀/保利置业，同比增速分别为 62.6%/44.8%/43.2%/42.0%/31.5%。

3 月单月，51 家主流房企中，销售金额（全口径）同比增速最高的 5 家房企为越秀/电建/路劲/华发/阳光城，同比增速分别为 58.0%/41.2%/31.9%/29.0%/21.5%。

投资建议：

我们认为，当前核心城市虽然有止跌回稳的态势，但整体市场仍面临压力。短期关注政策宽松带来的估值修复机会，中长期聚焦具备核心城市资源和不动产运营能力的龙头企业。推荐保利发展；华润置地、招商蛇口、绿城中国、越秀地产等也有望受益。市场止跌回稳与“白名单”持续发力，对仍然具备市场化经营能力的优质房企，具有很好的信用支持作用，龙湖集团、新城控股等有望受益。

风险提示：盈利能力继续下滑的风险、销售不及预期的风险、资产减值的风险。

（分析师：陈刚 执业编码：S1480521080001 电话：010-66554028）

【东兴交通运输仓储】北京首都机场股份(00694.HK)：税前亏损显著缩窄，所得税增长拖累业绩(20250402)

事件：24 年公司实现营收 54.92 亿元，同比增长 20.5%，其中航空性收入 26.68 亿元，同比增长 27.2%，非航收入 28.25 亿元，同比增长 14.7%。公司税前净亏损 6.29 亿元，较 23 年同期的亏损 17.19 亿元明显减少。但由于确认为递延所得税资产的税项亏损大额转回，导致 24 年公司所得税高达 7.60 亿元，税后净亏损 13.90 亿元，较去年同期的 16.97 亿元减亏 18.1%。

业务量稳健恢复，航空性收入增长较明显：24 年公司旅客吞吐量 6737 万人次，同比增长 27.4%，带动航空性收入增长约 27.2%，达到 26.68 亿元。其中，国内航线吞吐量（包含港澳台）同比增长 17.4%，国际航线旅客吞吐量同比增长 103.0%。航空性收入中，飞机起降相关收入同比增长 20.8%，旅客服务收入同比增长 35.2%。旅客服务收入增长较快主要系国际航班旅客服务费率高于国内航班，而国际旅客吞吐量同比增幅较大。

特许经营收入增长受限，主要系免税业务短期依旧承压：24 年公司非航收入 28.24 亿元，同比增长约 14.7%，其中特许经营收入 15.70 亿元，同比增长 12.2%。特许经营业务中最主要的两部分为广告和零售收入，其中广告收入 7.02 亿元，同比增长 5.9%，零售（免税）业务全年收入 5.12 亿元，同比增长 10.0%。免税收入增速明显低于国际旅客量增速，主要系免税业务扣点率下调的影响。

成本管控有力，特许经营管理费明显下调：公司 24 年营业成本共计 58.57 亿元，同比减少 1.0%。其中特许经营委托管理费 2.74 亿元，同比下降 18.7%，降幅较为明显。一般情况下公司特许经营委托管理费随特许经营收入增长而增长，24 年公司持续开展谈判工作，对零售和广告业务的委托管理费比例进行了下调，使得委托管理费用逆势减少。其余成本项目中，修理维护、水电力以及不动产税有所增长，绿化环卫和一般费用、行政费用下降较明显。总的来说，公司 24 年实现了较好的成本管控，是公司税前能够大幅减亏的重要因素。

国际枢纽地位不改，预计 25 年接近盈亏平衡：首都机场虽然受到疫情与大兴机场分流的双重影响，业绩恢复较为缓慢，但长期看，公司国际航空枢纽的地位并未改变，随着后续国际航线继续恢复，盈利能力也将相应提升。24 年若不考虑所得税因素，公司已经大幅减亏，我们预计 25 年公司能够接近盈亏平衡。

盈利预测与评级：我们预计公司 25-27 年净利润分别为-1.40 亿，3.61 亿与 7.59 亿元。首都机场国际航空枢纽的地位难以动摇，长期看依旧具备优秀的商业价值，后续盈利能力将逐步释放，故我们维持公司“推荐”评级。

风险提示：需求恢复不及预期；免税销售不及预期；成本增长超预期。

（分析师：曹奕丰 执业编码：S1480519050005 电话：021-25102904）

【东兴新能源光伏】金力永磁（300748.SZ）：产销持续增长，稀土价格调整拖累业绩——2024 年年报业绩点评（20250402）

财务要点：公司披露 2024 年年报，实现收入 67.63 亿元，同比增长 1.13%；实现归母净利润 2.91 亿元，同比下滑 48.37%。

稀土价格调整拖累业绩。24 年稀土原材料呈下跌趋势，以金属镨钕为例，24 年均价 49 万元/吨，较 23 年 65 万元/吨均价下降约 25%，尽管 24 年公司高性能稀土永磁材料总销量 2.09 万吨，较去年增长 37.88%，但价跌抵消量增。净利润增速与营收增速不匹配，主要是由于原材料成本变动滞后，叠加行业竞争加剧等因素影响，2024 年度毛利率 11.13%，较 2023 年同期毛利率 16.07%减少 4.94 个百分点。随着锁价订单执行，公司盈利能力已在三四季度逐步改善，展望今年，稀土价格触底持稳后，公司盈利能力有望稳中有升。

产能扩张助力产销增长，市场地位持续巩固。公司当前具备 3.8 万吨/年的高性能钕铁硼永磁材料生产能力，25 年底在建成 4 万吨/年产能的基础上，将新建 2 万吨磁材产能。24 年公司新能源汽车及汽车零部件领域收入达到 33.14 亿元，占磁材销售的收入比例继续提升至 56.1%，变频空调、风力发电营收占比分别为 26.1%、8.4%。根据弗若斯特沙利文的报告，预计 23 至 28 年全球稀土永磁材料消费量的复合年增速为 17.2%，人形机器人、低空飞行器未来也将贡献增量，公司作为全球钕铁硼磁材的领先供应商，伴随产能扩张及行业需求增

长，公司在新能源汽车、空调、风电等下游领域将持续巩固市场地位。

技术领先的稀土永磁强者，人形机器人有望成未来增长点。公司研发能力强，技术领先，晶界渗透等核心技术获客户认可。2024 年，公司使用晶界渗透技术生产的高性能稀土永磁材料产品占比超 90%。公司积极配合世界知名科技公司的人形机器人磁组件研发，在墨西哥投资建设了“年产 100 万台/套磁组件生产线项目”，2024 年磁组件产品已实现小批量的交付。随着机器人量产元年到来，公司磁组件业务远期增长可期。

盈利预测：预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 5.16/7.02/8.59 亿元，EPS 分别为 0.38/0.51/0.63 元，对应 2025.3.31 收盘价 19.50 元，PE 分别为 52/38/31。维持公司“推荐”评级。

风险提示：下游需求或不及预期；原材料价格或大幅波动。

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

【东兴交通运输仓储】中谷物流（603565.SH）：业绩与分红皆超预期（20250402）

事件：中谷物流 24 年实现营收 112.58 亿元，同比下降 9.49%，实现归母净利润 18.35 亿元，同比增长 6.88%，扣非后归母净利润 10.99 亿元，同比增长 6.18%。其中四季度单季实现归母净利润 7.27 亿元，同比增长 38.3%，扣非后归母净利润 4.91 亿元，同比增长 79.2%。

24Q4 业绩超预期，主要系内贸运价底部反弹叠加外贸运价上涨：公司 Q4 单季归母净利润 7.27 亿元，同比增长 38.3%，业绩大幅增长主要系两方面原因。

内贸方面，PDCI 综指 24Q4 均值为 1287.5 点，较 Q3 环比提升 34.4%，较 23Q4 同比提升 8.7%，Q4 是内贸传统旺季，运价指数上涨带动内贸业务回暖。

外贸租船方面，公司全年来自海外的收入共计 17.4 亿元，同比增长 41.4%，主要系公司外贸租船收入。24 年年中以来外贸集装箱运价尤其是欧线运价涨幅较大，主要系红海事件导致集装箱船绕行，运距拉长带来供给紧张。公司对此优化运力部署，增加了对外贸市场的运力布局。外贸租船收入增长。

非经常损益增量主要来自船舶出售：公司 24 年非经常性损益 7.36 亿元，较 23 同期的 6.82 亿元增长 7.9%。其中资产处置收益 3.92 亿，较 23 年同期的 2.79 亿明显提升，资产处置收益主要来自公司出售船舶资产；24 年公司收到政府补助 3.80 亿，较 23 年同期的 4.96 亿元有所下降，主要系公司将更多运力对外出租，导致公司完成运输量 1129 万 TEU，同比下降 24%，与之相关的政府补助也相应下降。

财务费用明显下降主要系美元利息收入上升：24 年公司财务费用-0.24 亿元，较 23 年同期的 1.27 亿元明显下降。财务费用下降主要系美元利息收入增长，受此影响，公司 24 年利息收入由 23 年的 1.3 亿元提升至 2.64 亿元。年报显示，公司目前货币资金 77.7 亿元，交易性金融资产 45.6 亿元，公司现金储备充足，预计后续年度财务费用都会维持较低水平。

分红比例超 90%，超市场预期：公司 24 年每股分红（含税）0.79 元，合计 16.6 亿元，占归母净利润的 90.4%，

分红比例超市场预期，体现出公司对回馈中小股东的重视，以及对后续稳定经营的信心。公司高额的现金储备则为持续高分红提供保障。

公司盈利预测及投资评级：展望 25 年，我们预计随着供给端增速下降，内贸运价稳中向好；外贸方面，红海能否通航目前依旧存在较大的不确定性，但短期看由于中东地缘格局并未明显改善，运价可能还会在较高水平维持一段时间，公司外贸租船业务有望继续受益。

我们预计公司 2025-2027 年净利润分别为 17.72、18.83 和 20.60 亿元，对应 EPS 分别为 0.84、0.90 和 0.98 元。我们对 25 年业绩预测较为谨慎（较 24 年下降），主要是考虑到 24 年公司资产处置收益较高，但该项目后续存在不确定性。我们认为公司的高分红政策是可持续的，且目前股息率较高，具备较强吸引力，故我们维持公司“推荐”评级。

风险提示：宏观经济增长不及预期、运价大幅波动、多式联运及“散改集”推进不及预期。

（分析师：曹奕丰 执业编码：S1480519050005 电话：021-25102904）

分析师承诺

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

风险提示

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

免责声明

以上内容来源于东兴证券研究报告的观点。

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

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

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

行业评级体系

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

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

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

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。