

2025 年 4 月 2 日 星期三

分析师推荐

【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；扩大文旅旅游消费；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

A 股港股市场

指数名称	收盘价	涨跌%
上证指数	3,350.13	0.05
深证成指	10,513.12	0.09
创业板	2,104.63	0.13
中小板	6,559.83	-0.13
沪深 300	3,884.39	-0.08
香港恒生	23,202.53	-0.02
国企指数	8,531.51	-0.07

A 股新股日历（本周网上发行新股）

名称	价格	行业	发行日
信凯科技	12.80	基础化工	20250331
泰禾股份	10.27	基础化工	20250331

*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
首航新能	11.80	电力设备	20250402

*价格单位为元/股

数据来源：恒生聚源, 东兴证券研究所

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）

【东兴交通运输】低空产业：全球首张 eVTOL 运营证书落地，商业化试运营跨过最后一道槛（20250401）

事件：3月28日，合肥合翼航空有限公司收到了由中国民航局颁发的全球第一张民用无人驾驶航空器(eVTOL)运营合格证(OC)。

OC 是 eVTOL 商业化运营的最后一道门槛：2024 年 7 月，亿航智能宣布，中国民航局已受理其旗下两家子公司递交的 OC 证申请，分别是亿航旗下专注于 UAM 运营的全资子公司亿航通航，以及亿航在合肥的合资公司合翼航空。在取得 OC 证之前，亿航智能已先后获得型号合格证(TC)、标准适航证(AC)、生产许可证(PC)，OC 是 eVTOL 商业化运营的最后一个条件。获得 OC 使得亿航成为全球首个“四证齐全”的载人 eVTOL 运营公司。

合翼航空运营的 eVTOL 为亿航 EH216-S，在获得 OC 之前已经累计完成超 6 万架次安全飞行，可在城市空中交通、物流运输、观光旅游等领域发挥作用，OC 许可证标志着城市空中交通可以正式开始普通消费者的商业化进程。合翼航空负责人介绍，今后合翼航空将在合肥骆岗公园等运营点正式开展商业载人服务，合肥市民可通过购票体验低空 eVTOL 观光旅游、城市空中通勤等服务。

首张 OC 证落地将为行业带来强大的示范效应：此前行业的 OC 认证仅局限于货运场景，载人场景对于安全性与稳定性的要求更高，获取难度也明显更大。而随着首张 OC 的落地，其他运营商申请 OC 的动力将得到明显增强。此外，通过参考成功案例，OC 的申请难度预计也会相应下降。低空 eVTOL 未来有望在更多城市更多场景实现商业落地。

低空文旅类消费率先受益：本次 eVTOL 运营合格证批准亿航 EH216-S 无人机进行的是“载人类”、“留空飞行”，因此低空文旅场景率先受益。3月21日，国务院办公厅转发商务部《关于支持国际消费中心城市培育建设的若干措施》，明确提出“探索在具备安全条件的地区开通低空物流航线、开发低空旅游项目，拓展低空消费场景”，在政策面也给予了较大的支持。我们也期待后续“航线飞行”等其他类型 OC 的颁布。

低空经济产业链长，应用场景拓展将反哺制造和基建环节加速发展：低空经济包括了低空基建飞行器制造和运营保障等多个环节。目前低空经济发展还处于早期，消费场景的拓展将对低空基建与飞行器制造产业将带来明显的推动，特别是壁垒较高的制造业领域。

投资建议：相比 2024 年政策端的大力推动以及顶层规划的成型，2025 年低

空经济的重点转向实际落地。政府端，我们建议关注相关基础建设的投资进展，以及地方政府专项债券的落实；实际应用领域，我们建议关注低空经济在文旅、短途运输和专用场景下的后续进展。

风险提示：产业政策不及预期、基础建设落地进度不及预期、应用场景需求端不及预期、安全风险等。

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

重要公司资讯

- 1、民生银行：**4月1日下午，通过网络直播召开2024年业绩交流会。截至2024年底，东方集团在该行的关联贷款规模余额为76.94亿元，与上年末相比减少约19亿元。从占比来看，该关联贷款在本行总体贷款中占比较低，风险敞口处于可控范围，对该行经营不会产生重大实质性影响。诉讼方面，已向北京金融法院就东方集团相关欠款提起诉讼，并收到《受理案件通知书》，后续将依法维护自身合法权益。（资料来源：21世纪经济报道，同花顺 iFind）
- 2、华为：**2024年，华为联接产业克服行业投资周期低谷，经营结果保持稳健；计算产业得益于提前十年的布局，抓住AI机会取得较大增长；终端重回增长快车道，鸿蒙生态正在取得历史性突破；华为云持续优化业务结构；数字能源坚持质量优先；智能汽车解决方案首次实现当年盈利。财报显示，2024年智能汽车解决方案业务收入263.53亿元，同比大增474.4%。（资料来源：同花顺 iFind）
- 3、中芯国际：**股东鑫芯（香港）投资有限公司于2025年3月28日通过集合竞价方式减持公司1130万股港股，减持比例为0.14%。减持后，鑫芯香港持有中芯国际（+0.41%）5.51亿股港股，占公司总股本的比例为6.91%。此次权益变动不触及要约收购，不涉及披露权益变动报告书，且不改变公司无控股股东、无实际控制人的状态。（资料来源：同花顺 iFind）
- 4、万科A：**近日在机构调研时表示，关于2025年的债务应对，一方面，公司将继续通过加速销售回款、动态管控开发、合理平衡收支节奏，力争经营性现金流为正。同时，进一步发挥好经营服务类业务的内生造血功能。另一方面，万科（-0.99%）拥有多元化的优质资产池，部分已通过大宗交易、REITs等方式实现价值释放，公司将继续平衡流动性需求与长期持有价值，将灵活采用资产证券化、市场化转让、战略引战等策略，适时补充流动性，支持资产价值最大化兑现。在债务偿还的安排方面，除了经营和交易创造的现金流之外，公司将继续积极争取与金融机构的合作与支持，稳定银行存量融资规模，同时利用好政策工具箱，继续争取增量流动性机会，妥善做好到期安排。（资料来源：同花顺 iFind）

- 5、**宏景科技**：签署 3.12 亿元算力服务采购框架协议。公司与中国移动宁夏公司签署了《中国移动宁夏公司 2025 年算力服务引入采购框架协议》，本框架协议含税总金额上限为 3.12 亿元。合同自各方盖章之日起生效。合同期限为自框架协议签订之日起 25 个月或框架协议有效期内订单累计金额达到上限止。（资料来源：同花顺 iFinD）

经济要闻

- 1、**外交部**：4 月 1 日下午，外交部举行例行记者会，有记者就解放军位台岛周边联合演训进行提问。外交部发言人郭嘉昆：东部战区和国务院台办已经对外发布了消息。中方有关联合演训是对“台独”分裂势力的严重警告和有力遏制，是捍卫国家主权、维护国家统一的正当必要行动。台湾是中国领土不可分割的一部分，台湾问题纯属中国内政，不容任何外部势力干涉。民进党当局顽固坚持“台独”立场，妄图“倚外谋独”、分裂国家，是螳臂当车、注定失败。中国终将统一、也必将统一的历史大势不可阻挡。（资料来源：同花顺 iFinD）
- 2、**商务部**：3 月 28 日，全国消费品以旧换新工作推进电视电话会在京召开。商务部副部长盛秋平出席会议并讲话。会议强调，要加强统筹协调，加快工作推进，确保各项任务落地；强化数字赋能，推动智能终端消费品广泛使用，换出新质生产力；深化改革创新，真抓实干，全力破解制约政策成效的各项堵点卡点。（资料来源：同花顺 iFinD）
- 3、**国家金融监督管理总局办公厅等**：三部门印发《银行业保险业科技金融高质量发展实施方案》，其中提到，鼓励银行机构与资产管理机构、创业投资基金、政府引导基金、产业投资基金等加强信息共享和项目推介，探索同各类科技创新基金全流程合作，开展“贷款+外部直投”等业务，优选被投企业做好信贷支持。鼓励保险机构按照市场化原则，通过多元化投资工具加大对创业投资等投资机构的支持力度，发展长期资本和耐心资本。（资料来源：同花顺 iFinD）
- 4、**国家发展改革委**：1—2 月，汽车以旧换新超过 107 万辆，带动新车销售额度达 1165 亿元；国内乘用车零售量同比增长 1.2%，其中 2 月份同比大幅增长 26%。家电以旧换新申请量超过 2000 万台，限额以上单位家电类商品零售额达 1537 亿元，同比增长 10.9%，消费者购买 1 级能效家电销售额占全部家电销售额的 80%。手机购新补贴效果尤为亮眼，限额以上单位通讯器材类商品零售额同比大幅增长 26.2%，6000 元以下手机销售量和销售额分别达 4422 万部、1126 亿元，折合日均销售量和销售额约 75 万部、19 亿元，同比增长 8.8%、19.3%。电动自行车以旧换新达 117 万辆，带动新车销售额度达 35 亿元。（资料来源：同花顺 iFinD）

- 5、**央行：**今日进行 649 亿元 7 天期逆回购操作。央行公告，为维护银行体系流动性合理充裕，2025 年 4 月 1 日，人民银行以固定利率、数量招标方式开展了 649 亿元逆回购操作，期限为 7 天，操作利率为 1.50%，投标量和中标量均为 649 亿元。同花顺 iFinD 数据显示，今日有 3779 亿元 7 天期逆回购到期。。（资料来源：同花顺 iFinD）
- 6、**工信部：**1—2 月规模以上电子信息制造业增加值同比增长 10.6%。2025 年 1—2 月，我国电子信息制造业生产增长较快，出口持续回升，效益有所下滑，投资增速小幅回落，行业整体发展态势良好。1—2 月，规模以上电子信息制造业增加值同比增长 10.6%，增速分别比同期工业、高技术制造业高 4.7 个和 1.5 个百分点。主要产品中，微型计算机设备产量 4700 万台，同比增长 7.2%；手机产量 2.17 亿台，同比下降 6.1%，其中智能手机产量 1.62 亿台，同比下降 6.8%；集成电路产量 767 亿块，同比增长 4.4%。规模以上电子信息制造业累计实现出口交货值同比增长 5.9%，较 2024 年提高 3.7 个百分点。规模以上电子信息制造业实现营业收入 2.32 万亿元，同比增长 9.2%；营业成本 2.06 万亿元，同比增长 9.6%；实现利润总额 387 亿元，同比下降 9.4%；营业收入利润率为 1.67%。电子信息制造业固定资产投资同比增长 9.6%，较 2024 年回落 2.4 个百分点，比同期工业投资增速低 1.9 个百分点，比同期高技术制造业投资增速高 9.6 个百分点。（资料来源：同花顺 iFinD）
- 7、**中国国家金融监管总局：**普惠金融司司长蒋平 2 日在北京透露，截至 2 月末，全国普惠型小微企业贷款余额 33.9 万亿元，其中信用贷占比达 27.6%，比重逐年上升。（资料来源：中国新闻网，同花顺 iFinD）
- 8、**国家发改委：**公布首批车网互动规模化应用试点。国家发改委等四部门发布《关于公布首批车网互动规模化应用试点的通知》，经专家评审，列入首批车网互动规模化应用试点范围的为上海市等 9 个城市以及“北京市基于新型储能的 V2G 车网互动协同调控试点项目”等 30 个项目。（资料来源：同花顺 iFinD）
- 9、**PMI：**中国 3 月财新制造业 PMI51.2, 前值 50.8。（资料来源：同花顺 iFinD）
- 10、**中办、国办：**近日印发《关于完善价格治理机制的意见》。其中提出，规范市场价格行为。强化事前引导预防和事中事后监管，维护市场价格秩序。综合运用公告、指南、提醒告诫、行政指导、成本调查等方式，推动经营主体依法经营。防止经营者以低于成本的价格开展恶性竞争。对实行市场调节价但与群众生活关系密切的少数重要商品和服务，探索制定价格行为规则、监管办法。（资料来源：同花顺 iFinD）

每日研报

【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。

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）

【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。