

财报和中观景气改善的交集

华泰研究

2025年5月15日 | 中国内地

策略月报

研究员	何康, PhD
SAC No. S0570520080004	hekang@htsc.com
SFC No. BRB318	+(86) 21 2897 2202
研究员	方正楠
SAC No. S0570524060001	fangzhengtao@htsc.com
	+(86) 21 2897 2228
研究员	王伟光
SAC No. S0570523040001	wangweiguang@htsc.com
	+(86) 21 2897 2228
研究员	孙瀚文
SAC No. S0570524040002	sunhanwen@htsc.com
SFC No. BVB302	+(86) 21 2897 2228

核心观点

我们的中观景气模型显示, 4月全行业景气指数继续下行, 与PMI回落相印证, 但斜率有所放缓。结合景气趋势、前瞻指标和一季报, 财报和中观景气改善能够交叉验证的品种包括: 1) TMT中的元件-存储链、通信设备(数通链)、计算机设备、软件开发; 2) 部分制造业率先迈过产能周期拐点, 或产能加速出清、且需求有企稳迹象, 包括军工电子、航空装备、通用设备、农业机械、电池、风电设备、光伏设备等; 3) 内需消费中必选和大众消费品景气率先回升, 包括乳制品、餐饮-调味品、个护用品等; 4) 部分周期品涨价或价格企稳, 包括贵金属、稀土、钢铁、水泥等。

TMT: 元件-存储链、通信设备等景气爬坡, 计算机景气底部回升

AI产业周期驱动上游算力和基建需求: 1) 元件-存储链: 上游PCB台股3月营收同比维持高增, 前瞻指标北美PCB订单出货比指引Q2景气或仍上行; 中游存储器周期有企稳回升迹象, DXI指数同比增速连续2个月回升, DRAM价格同比降幅收窄; 2) 通信设备(数通链): 3月服务器BMC芯片龙头信骅营收同比上行, 机壳龙头勤诚营收同比维持高增, 智能设备销售量同比增速回升。此外, 计算机景气或底部回升: 1) 计算机设备: 3月计算机设备工业增加值、营收、利润同比均回升, 其中安防设备内外需改善; 2) 软件: 3月软件产品收入同比增速回升, 软件业用电量指引景气或回升。

制造: 军工、通用设备、农机等景气爬坡, 新能源景气回升

制造景气延续分化, 其中边际改善较明显的包括: 1) 军工电子: 台股MLCC营收同比增速年初以来显著回升, 一季报显示或进入技术性主动补库、产能周期进一步出清; 2) 航空装备: 4月军工级海绵钛价格同比降幅继续收窄; 前瞻来看, 25Q1军工电子/航空装备合同负债+预收账款同比增速回升, 或反映在手订单改善; 3) 通用设备: 3月国内金属加工产量同比增速回升, 前瞻指标日本机床出口订单额同比大幅回升; 4) 农业机械: 3月大中型拖拉机产量同比转正, 农业机械出口额同比增速回升; 5) 新能源: 风电供需双向改善, 电池、光伏需求有企稳迹象, 供给进一步出清。

消费: 乳制品、调味品、个护用品等景气改善

消费复苏通常呈现必选品/大众品→小件可选→大件可选/高端消费的顺序, 随着“以旧换新”政策对小件可选的拉动减弱, 必选品/大众品景气相对占优: 1) 乳制品: 3月乳制品产量同比降幅收窄, 4月牛奶零售价同比降幅收窄、且降幅低于生鲜乳均价, 利润率或改善; 2) 餐饮-调味品: 3月餐饮收入增速同比回升, 调味品B端需求或改善, 成本端减压; 3) 个护用品: 3月日用品零售额同比增速回升, 1月重点品牌个人护理产品线下销售额同比转正。

周期: 贵金属、稀土景气爬坡, 钢铁、水泥景气或企稳

部分周期品涨价或价格企稳: 1) 贵金属: 国际金价新高后阶段性调整, 但中长期逻辑不改, 截至4月中国央行连续6个月增持黄金; 2) 稀土: 4月稀土价格指数回升, 4月稀土进口量同比降幅扩大, 下游新能源、机器人需求回暖+海外供给收缩下供需双向改善; 3) 钢铁: 4月钢材价格指数同比降幅收窄, 螺纹钢毛利率改善; 前瞻来看, 钢铁行业库存处于低位, 且整体仍然去库, 但需求有转弱迹象; 4) 水泥: 4月水泥价格同比增速回升, 出货率亦回升。此外, 石化景气或有下行压力: 4月Brent原油期货价格下行, 全球原油供需缺口同比变动指引年内油价仍有下行压力。

风险提示: 国内经济复苏不及预期; 外需不及预期; 模型失效风险。

正文目录

财报和中观景气改善的交集	5
TMT：元件-存储链、通信设备景气爬坡，计算机景气底部回升	10
元件-存储链	10
通信设备（数通链）	11
计算机设备	12
软件开发	13
制造：军工、通用设备、农机等景气爬坡，新能源景气回升	15
军工电子	15
航空装备	15
通用设备	16
农业机械	17
风电设备	17
电池	19
光伏设备	20
消费：乳制品、调味品、个护用品等景气改善	22
乳制品	22
餐饮-调味品	22
个护用品	23
周期：贵金属、稀土景气爬坡，钢铁、水泥景气或企稳	25
贵金属	25
稀土	25
钢铁	26
水泥	27
风险提示	27

图表目录

图表 1： 华泰策略中观产业景气指数——全行业和全部非金融行业	5
图表 2： 华泰策略景气时钟	6
图表 3： 景气的供给侧：主要行业固定资产周转率分位数 vs 资本开支/营收	6
图表 4： 华泰策略中观产业链景气指数——申万一级行业	7
图表 5： 华泰策略中观产业链景气指数——申万二级行业（上游资源、中游材料、中游制造、TMT）	8
图表 6： 华泰策略中观产业链景气指数——申万二级行业（必选消费、可选消费、金融地产、公共产业）	9
图表 7： PCB：3月台股 PCB 营收同比维持高增	10
图表 8： 存储：3月 DXI 指数同比增速回升，DRAM 价格有见底迹象	10
图表 9： 手机：3月国内智能手机出货量同比降幅走阔	10
图表 10： PC：3月台股 PC 营收、笔记本销售额同比增速回升	10

图表 11: 3 月北美 PCB BB 值 MA3 同比回落、但仍处于高位	11
图表 12: 元件处于技术性主动补库区间	11
图表 13: 元件三项补库先行指标指引均偏正面	11
图表 14: 3 月服务器 BMC 芯片龙头信骅、机壳龙头勤诚营收同比高增	12
图表 15: 3 月智能设备销售量同比增速回升	12
图表 16: 通信设备处于技术性主动补库区间	12
图表 17: 通信设备存货周转率有所回落	12
图表 18: 3 月计算机设备工业增加值、营收、利润同比增速均回升	13
图表 19: 3 月舜宇其他镜头出货量、液晶电视出口额同比增速回升	13
图表 20: 3 月软件收入同比增速回升	13
图表 21: 信息安全产品、信息技术服务、办公软件近期景气均回升	13
图表 22: 软件业用电量 MA12 同比趋势回升	14
图表 23: 3 月台股 MLCC 营收同比增速回升	15
图表 24: 军工电子预收账款+合同负债同比趋势回升	15
图表 25: 军工电子处于技术性主动补库区间	15
图表 26: 军工电子三项补库先行指标指引均偏正面	15
图表 27: 4 月军工级海绵钛价格同比降幅继续收窄	16
图表 28: 航空装备合同负债+预收账款同比增速回升	16
图表 29: 3 月国内金属加工机床产量同比增速回升	16
图表 30: 3 月日本机床出口订单额同比增速大幅回升	16
图表 31: 通用设备资本开支/营收处于历史中枢-1x 标准差附近	17
图表 32: 通用设备资本开支/折旧摊销持续处于 1 以下	17
图表 33: 3 月大中型拖拉机产量同比转正	17
图表 34: 3 月农业机械出口额同比增速回升	17
图表 35: 3 月风电装机量同比降幅收窄	18
图表 36: 3 月碳纤维进口额同比回落	18
图表 37: 风电公开招标量领先新增装机量 12M 左右, 指引 2025 年内装机增速或上行	18
图表 38: 风电设备资本开支/营收处于历史中枢-1x 标准差附近	19
图表 39: 风电设备资本开支/折旧摊销降至 1 附近	19
图表 40: 3 月新能源乘用车销量同比增速回升	19
图表 41: 3 月动力电池装车量同比增速回升	19
图表 42: 电解钴价格同比在大周期拐点处领先新能源车销量同比 6M 左右, 3-4 月电解钴价格同比转正	20
图表 43: 3 月光伏装机量同比增速回升	20
图表 44: 4 月多晶硅价格有所回落、单晶硅片价格走平	20
图表 45: 4 月 EVA 树脂价格延续回升	21
图表 46: 3 月光伏中游出口增速回升	21
图表 47: 2 月光伏招标量同比回升	21
图表 48: 截至 25Q1, 光伏设备资本开支/折旧摊销降至 1.5x	21
图表 49: 3 月乳制品产量同比降幅收窄	22
图表 50: 3 月牛奶零售价同比降幅继续收窄	22

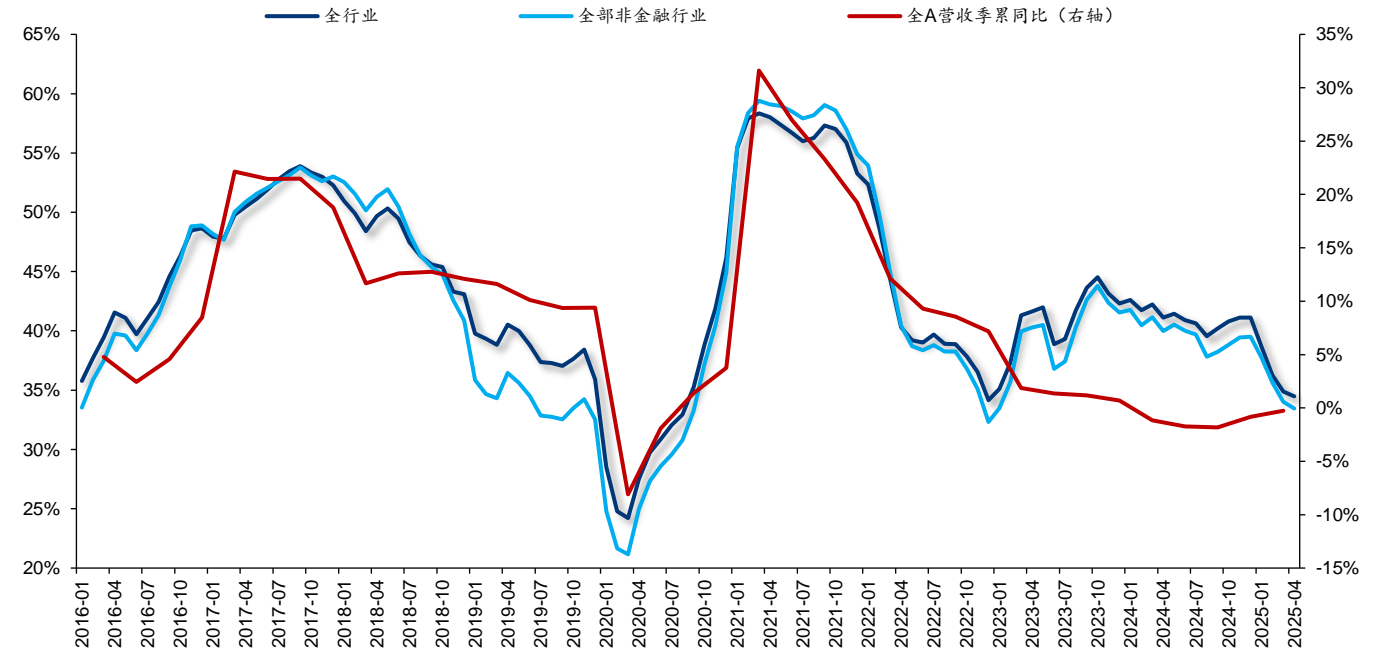


图表 51: 饮料乳品资本开支/营收回落至历史中枢-1x 标准差下方	22
图表 52: 饮料乳品资本开支/折旧摊销跌至 1 下方	22
图表 53: 3 月餐饮收入同比增速回升	23
图表 54: 成本端大豆/玻璃/PVC 价格同比负增, 利润率或改善	23
图表 55: 调味发酵品或处于被动去库尾声	23
图表 56: 调味发酵品存货周转率上行、补库现金流改善	23
图表 57: 3 月化妆品零售额同比增速回落	24
图表 58: 3 月日用品零售额同比回升	24
图表 59: 4 月 COMEX 金价同比继续上行	25
图表 60: 中国央行自 24 年 11 月以来连续 6 个月增持黄金	25
图表 61: 贵金属处于技术性主动补库区间	25
图表 62: 贵金属三项补库先行指标指引均偏正面	25
图表 63: 截至 5 月第二周, 稀土价格指数回升	26
图表 64: 3 月稀土进口量同比降幅走阔	26
图表 65: 小金属资本开支/营收降至历史中枢-1x 标准差附近	26
图表 66: 小金属资本开支/折旧摊销跌破 1	26
图表 67: 4 月钢材价格指数同比降幅收窄	27
图表 68: 螺纹钢均价同比降幅收窄、毛利率企稳	27
图表 69: 4 月 P.O 42.5 袋装水泥含税价同比增速回升	27
图表 70: 水泥出货率、库容率回升	27

财报和中观景气改善的交集

我们的中观景气模型显示，4月全行业景气指数继续下行、与PMI回落相印证，但斜率有所放缓。结合景气趋势、前瞻指标和一季报，财报和中观景气改善能够交叉验证的品种包括：1) TMT中的元件-存储链、通信设备(数通链)、计算机设备、软件开发；2) 部分制造行业率先迈过产能周期拐点，或产能加速出清、且需求有企稳迹象，包括军工电子、航空装备、通用设备、农业机械、电池、风电设备、光伏设备等；3) 内需消费中必选和大众消费品景气率先回升，包括乳制品、餐饮-调味品、个护用品等；4) 部分周期品涨价或价格企稳，包括贵金属、小金属、钢铁、水泥等

图表1：华泰策略中观产业景气指数——全行业和全部非金融行业



资料来源：Wind, Bloomberg, Datayes, iFind, 海关总署, 工信部, 百度指数, 产业在线, 华泰研究

图表4：华泰策略中观产业链景气指数——申万一级行业

景气指数	2024-04	2024-05	2024-06	2024-07	2024-08	2024-09	2024-10	2024-11	2024-12	2025-01	2025-02	2025-03	2025-04	3M变化
石油石化	58%	65%	66%	67%	62%	60%	56%	54%	59%	62%	56%	46%	38%	↓
煤炭	62%	62%	63%	63%	56%	54%	52%	51%	49%	47%	46%	44%	44%	↓
有色金属	61%	67%	69%	63%	55%	56%	60%	65%	62%	64%	65%	57%	54%	↓
基础化工	42%	48%	49%	44%	37%	34%	33%	34%	35%	37%	39%	39%	40%	→
钢铁	43%	45%	46%	39%	33%	34%	37%	35%	27%	24%	26%	28%	31%	↑
建筑材料	32%	42%	50%	48%	46%	44%	44%	44%	44%	45%	49%	51%	52%	↑
机械设备	51%	60%	62%	66%	64%	62%	57%	60%	58%	59%	60%	61%	64%	↑
电力设备	47%	39%	35%	35%	35%	36%	35%	34%	33%	31%	27%	27%	31%	→
国防军工	40%	41%	42%	43%	46%	47%	45%	43%	36%	43%	43%	46%	43%	→
农林牧渔	22%	26%	30%	33%	32%	31%	32%	30%	28%	26%	24%	24%	25%	→
食品饮料	33%	34%	34%	31%	28%	28%	26%	28%	32%	32%	31%	28%	25%	↓
医药生物	34%	35%	32%	29%	31%	32%	34%	28%	27%	24%	24%	24%	27%	→
纺织服装	45%	50%	49%	49%	42%	49%	52%	56%	55%	55%	65%	65%	69%	↑
汽车	60%	46%	35%	33%	33%	39%	53%	62%	65%	66%	61%	61%	55%	↓
家用电器	68%	65%	59%	58%	61%	76%	79%	79%	74%	68%	60%	60%	58%	↓
轻工制造	26%	29%	32%	38%	40%	43%	41%	35%	32%	41%	46%	46%	46%	↑
商贸零售	43%	41%	38%	35%	30%	30%	31%	31%	30%	33%	37%	36%	40%	↑
社会服务	42%	31%	29%	27%	25%	23%	21%	19%	19%	23%	24%	24%	22%	→
美容护理	36%	24%	23%	16%	19%	44%	29%	32%	21%	35%	35%	35%	35%	→
电子	65%	64%	65%	66%	68%	63%	60%	59%	57%	57%	55%	56%	54%	→
计算机	48%	48%	44%	39%	36%	31%	27%	24%	27%	21%	23%	23%	27%	↑
传媒	49%	40%	40%	42%	46%	51%	52%	52%	54%	62%	65%	60%	57%	↓
通信	22%	24%	30%	33%	23%	21%	19%	30%	30%	32%	20%	20%	20%	↓
港股互联网	47%	47%	45%	48%	52%	59%	62%	62%	60%	59%	60%	56%	60%	→
银行	49%	48%	48%	47%	48%	48%	49%	49%	49%	49%	49%	49%	49%	→
非银金融	48%	47%	45%	47%	58%	63%	63%	58%	58%	39%	27%	28%	30%	↓
房地产	12%	11%	13%	21%	25%	28%	36%	38%	44%	38%	38%	36%	41%	↑
公用事业	60%	60%	59%	59%	57%	57%	55%	53%	51%	31%	22%	24%	26%	↓
交通运输	41%	42%	38%	38%	40%	42%	43%	43%	43%	29%	26%	26%	28%	→

资料来源：Wind, Bloomberg, Datayes, iFind, 海关总署, 工信部, 百度指数, 产业在线, 华泰研究

图表5：华泰策略中观产业链景气指数——申万二级行业（上游资源、中游材料、中游制造、TMT）

景气指数	2024-04	2024-05	2024-06	2024-07	2024-08	2024-09	2024-10	2024-11	2024-12	2025-01	2025-02	2025-03	2025-04	3M变化
油气开采/油服工程	50%	49%	48%	50%	51%	52%	58%	59%	59%	60%	57%	52%	45%	↓
炼化及贸易	22%	44%	54%	62%	64%	65%	58%	48%	55%	65%	47%	36%	20%	↓
动力煤	66%	61%	62%	64%	59%	59%	59%	58%	57%	55%	53%	50%	50%	↓
焦煤	73%	72%	71%	65%	46%	36%	27%	24%	13%	12%	10%	9%	8%	↓
无烟煤	60%	73%	77%	77%	72%	69%	68%	67%	66%	65%	64%	63%	62%	→
工业金属	67%	74%	77%	69%	59%	57%	61%	67%	62%	64%	66%	55%	50%	↓
贵金属	64%	70%	77%	80%	84%	89%	92%	91%	89%	92%	95%	93%	90%	→
小金属	56%	63%	59%	52%	50%	54%	62%	67%	64%	60%	57%	54%	52%	↓
能源金属	22%	25%	23%	21%	21%	23%	25%	32%	39%	45%	49%	53%	54%	↑
金属新材料	6%	10%	11%	12%	14%	20%	23%	26%	43%	54%	60%	59%	59%	↑
化学原料	45%	50%	48%	35%	24%	18%	16%	17%	19%	22%	22%	20%	19%	→
化学制品	41%	43%	44%	43%	43%	45%	50%	52%	53%	53%	54%	54%	54%	→
化学纤维	42%	45%	45%	40%	36%	30%	28%	30%	31%	28%	26%	22%	22%	↓
塑料	56%	56%	55%	52%	47%	46%	47%	46%	45%	41%	45%	43%	41%	→
橡胶	64%	65%	65%	69%	71%	66%	59%	52%	59%	56%	58%	49%	51%	↓
农化制品	31%	49%	58%	50%	36%	26%	20%	17%	17%	26%	34%	40%	43%	↑
非金属材料	41%	48%	57%	59%	71%	73%	76%	78%	86%	89%	89%	86%	86%	→
新能源材料	23%	11%	6%	5%	8%	9%	18%	34%	47%	52%	49%	44%	38%	↓
冶钢原料	40%	48%	47%	32%	20%	18%	12%	11%	5%	7%	16%	28%	30%	↑
普钢	35%	39%	40%	32%	25%	26%	31%	29%	21%	18%	20%	22%	24%	↑
水泥	26%	34%	43%	45%	46%	49%	52%	50%	48%	48%	55%	59%	62%	↑
玻璃纤维	23%	39%	45%	40%	35%	31%	30%	34%	34%	34%	36%	36%	37%	↑
装修建材	39%	46%	52%	42%	36%	26%	22%	22%	25%	29%	29%	25%	22%	↓
通用设备	58%	68%	70%	83%	82%	80%	69%	78%	71%	66%	66%	66%	79%	↑
工程机械	33%	36%	37%	39%	40%	41%	44%	48%	50%	51%	49%	49%	51%	→
自动化设备	32%	41%	39%	43%	39%	43%	48%	59%	56%	55%	51%	63%	58%	→
光伏设备	39%	36%	37%	34%	30%	28%	28%	30%	29%	23%	22%	23%	32%	↑
风电设备	49%	45%	44%	46%	55%	63%	61%	55%	46%	42%	40%	40%	39%	↓
电池	28%	26%	26%	25%	32%	34%	36%	35%	36%	31%	33%	34%	34%	→
电网设备	69%	72%	71%	76%	77%	82%	82%	81%	79%	86%	93%	93%	90%	↑
航海装备	80%	78%	79%	77%	76%	74%	75%	73%	72%	70%	68%	65%	64%	↓
航空装备	8%	12%	12%	19%	30%	38%	37%	31%	21%	34%	34%	36%	33%	→
军工电子	62%	66%	68%	67%	64%	59%	49%	50%	35%	51%	56%	69%	60%	↑
半导体	51%	53%	56%	57%	53%	49%	49%	50%	49%	54%	54%	58%	49%	↓
元件	45%	51%	52%	54%	53%	46%	37%	44%	41%	63%	68%	86%	81%	↑
光学光电子	64%	59%	57%	58%	59%	56%	57%	59%	62%	68%	70%	73%	61%	↓
消费电子	61%	67%	72%	76%	69%	67%	62%	72%	70%	70%	64%	66%	63%	↓
通信服务	17%	17%	27%	31%	19%	17%	14%	28%	27%	28%	13%	13%	13%	↓
通信设备	46%	53%	42%	44%	39%	39%	39%	39%	41%	50%	51%	53%	53%	↑
计算机设备	75%	79%	74%	65%	61%	48%	45%	41%	40%	39%	54%	54%	69%	↑
软件开发	32%	30%	29%	24%	21%	19%	17%	13%	9%	11%	11%	11%	11%	→
IT服务	39%	37%	33%	31%	28%	28%	21%	20%	30%	15%	8%	8%	8%	↓
游戏	43%	35%	35%	42%	54%	67%	72%	74%	78%	81%	83%	75%	74%	↓
影视院线	59%	14%	9%	5%	6%	8%	27%	23%	23%	65%	72%	57%	7%	↓
出版	60%	54%	50%	48%	44%	46%	47%	49%	53%	50%	52%	49%	54%	↑
广告营销	61%	56%	56%	54%	49%	37%	27%	26%	26%	44%	52%	52%	48%	↑
数字媒体	31%	33%	38%	40%	46%	40%	34%	35%	30%	36%	40%	40%	41%	↑
互联网电商	50%	55%	51%	51%	50%	52%	51%	50%	43%	40%	39%	39%	43%	↑

资料来源：Wind, Bloomberg, Datayes, iFind, 海关总署, 工信部, 百度指数, 产业在线, 华泰研究

图表6：华泰策略中观产业链景气指数——申万二级行业（必选消费、可选消费、金融地产、公共产业）

景气指数	2024-04	2024-05	2024-06	2024-07	2024-08	2024-09	2024-10	2024-11	2024-12	2025-01	2025-02	2025-03	2025-04	3M变化
乘用车	61%	43%	31%	30%	30%	38%	56%	63%	64%	64%	60%	60%	54%	↓
汽车零部件	58%	53%	47%	44%	42%	40%	45%	69%	79%	81%	66%	65%	58%	↓
摩托车及其他	55%	71%	79%	77%	71%	72%	79%	86%	88%	88%	90%	90%	96%	↑
商用车	61%	49%	43%	40%	38%	37%	29%	25%	27%	40%	45%	45%	47%	↑
白色家电	74%	74%	58%	55%	58%	77%	81%	81%	75%	69%	61%	63%	60%	↓
黑色家电	53%	47%	78%	89%	94%	97%	100%	99%	95%	87%	75%	60%	65%	↓
小家电	35%	20%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	27%	→
厨卫电器	72%	72%	72%	72%	72%	72%	72%	72%	72%	72%	72%	72%	72%	→
一般零售	39%	35%	32%	27%	21%	21%	23%	24%	24%	32%	39%	39%	43%	↑
旅游零售	28%	17%	19%	22%	20%	21%	22%	24%	27%	28%	29%	30%	31%	→
酒店餐饮	43%	33%	30%	27%	24%	21%	18%	16%	15%	20%	18%	19%	16%	↓
旅游及景区	37%	24%	27%	28%	31%	34%	33%	34%	37%	36%	45%	45%	45%	↑
纺织制造	40%	54%	60%	61%	59%	69%	66%	68%	64%	59%	64%	64%	75%	↑
服装家纺	50%	60%	65%	65%	54%	52%	52%	53%	55%	44%	48%	48%	51%	↑
饰品	44%	39%	27%	28%	20%	34%	42%	50%	48%	61%	81%	81%	81%	↑
家居用品	31%	35%	37%	40%	32%	30%	34%	36%	34%	35%	40%	40%	42%	↑
文娱用品	17%	14%	18%	10%	32%	59%	53%	52%	30%	90%	96%	96%	95%	↑
造纸	21%	26%	31%	43%	52%	55%	46%	28%	31%	35%	40%	39%	36%	→
化妆品	41%	17%	14%	5%	9%	60%	26%	33%	2%	23%	24%	24%	19%	↓
个护用品	33%	29%	26%	20%	19%	22%	23%	22%	31%	39%	43%	43%	48%	↑
医疗美容	23%	38%	54%	58%	65%	62%	65%	67%	65%	69%	55%	55%	55%	↓
养殖业	28%	35%	44%	52%	56%	58%	63%	59%	56%	45%	41%	37%	38%	↓
动物保健	34%	39%	45%	81%	84%	82%	58%	37%	32%	40%	41%	46%	54%	↑
饲料	20%	19%	18%	14%	12%	10%	11%	9%	4%	4%	3%	6%	5%	→
农产品加工	17%	20%	23%	24%	20%	15%	15%	14%	16%	19%	19%	21%	21%	→
白酒	25%	24%	20%	12%	9%	7%	9%	12%	21%	22%	20%	13%	4%	↓
非白酒	50%	41%	35%	29%	24%	23%	23%	23%	25%	20%	21%	24%	25%	↑
饮料乳品	30%	33%	35%	37%	34%	34%	33%	36%	39%	35%	32%	31%	33%	→
休闲食品	43%	49%	51%	31%	29%	26%	20%	17%	11%	9%	0%	0%	0%	↓
调味发酵品	50%	43%	43%	50%	51%	54%	55%	55%	57%	57%	57%	59%	58%	→
化学制药	41%	49%	52%	51%	57%	60%	59%	55%	53%	51%	51%	51%	53%	→
医药商业	23%	19%	15%	14%	16%	9%	5%	3%	2%	5%	7%	7%	6%	→
医疗器械	61%	49%	37%	31%	17%	24%	27%	38%	39%	34%	27%	23%	31%	→
医疗服务	28%	27%	25%	28%	28%	23%	23%	36%	56%	55%	51%	49%	49%	↓
中药	43%	49%	46%	31%	25%	21%	19%	23%	24%	20%	17%	18%	22%	→
国有大型银行	49%	47%	49%	49%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	→
股份制银行	56%	57%	55%	52%	50%	49%	50%	53%	50%	50%	50%	50%	50%	→
城商行	29%	31%	23%	21%	18%	28%	33%	34%	34%	34%	34%	34%	34%	→
农商行	35%	36%	43%	45%	47%	41%	42%	43%	42%	42%	42%	42%	42%	→
证券	34%	33%	31%	31%	48%	60%	61%	65%	69%	70%	74%	77%	74%	↑
保险	52%	51%	49%	50%	60%	63%	64%	56%	55%	31%	15%	15%	18%	↓
房地产开发	12%	11%	13%	21%	25%	28%	36%	38%	44%	38%	38%	36%	41%	↑
电力	63%	62%	59%	57%	55%	54%	55%	55%	54%	30%	19%	19%	21%	↓
燃气	42%	49%	57%	68%	73%	72%	51%	40%	30%	38%	47%	55%	62%	↑
物流	29%	29%	24%	23%	26%	30%	32%	33%	34%	19%	17%	17%	19%	→
铁路公路	55%	55%	56%	56%	55%	55%	55%	54%	54%	47%	42%	42%	43%	↓
航空机场	82%	80%	79%	78%	77%	77%	76%	75%	74%	51%	27%	27%	25%	↓
航运港口	77%	79%	83%	84%	85%	82%	80%	74%	72%	65%	65%	66%	68%	→

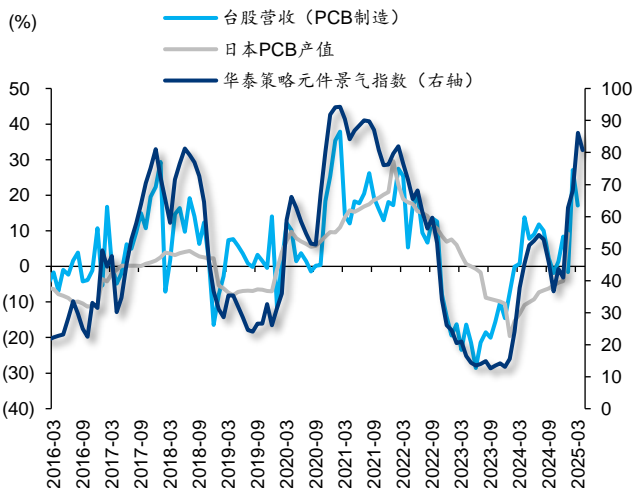
资料来源：Wind, Bloomberg, Datayes, iFind, 海关总署, 工信部, 百度指数, 产业在线, 华泰研究

TMT：元件-存储链、通信设备景气爬坡，计算机景气底部回升 元件-存储链

4月华泰策略元件景气指数80.8，较1月（62.8）爬坡。

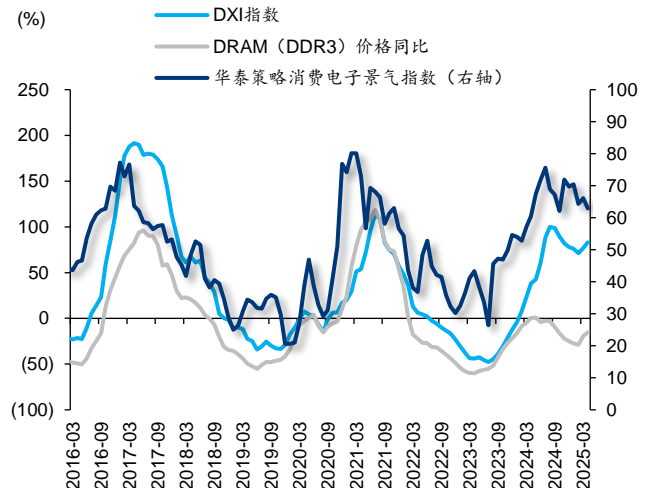
PCB：3月台股PCB营收同比+17.1%，维持高增，AI服务器渗透率提升、AI算力硬件迭代等带动PCB需求；中游存储器3月DXI指数同比+75.9%，较2月（+71.1%）回升，DRAM存储器价格同比降幅收窄。

图表7：PCB：3月台股PCB营收同比维持高增



资料来源：Wind, Bloomberg, Datayes, iFind, 海关总署, 百度指数, 产业在线, 华泰研究

图表8：存储：3月DXI指数同比增速回升，DRAM价格有见底迹象



资料来源：Wind, Bloomberg, Datayes, iFind, 海关总署, 百度指数, 产业在线, 华泰研究

但随着“以旧换新”拉动减弱，下游消费电子需求有放缓迹象。4月华泰策略消费电子景气指数62.9，较1月（70.4）回落。

手机：3月国内智能手机出货量同比-10.8%，较2月（-1.0%）降幅走阔。

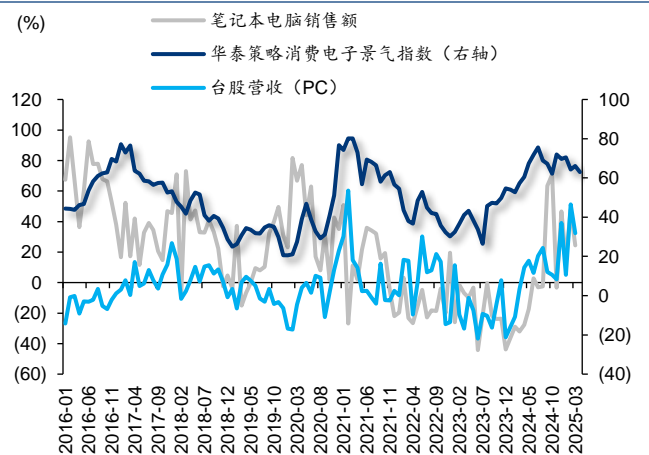
PC：3月台股PC营收同比+31.9%，较2月（+46.5%）回落；国内笔记本销售额同比+24.4%，较2月（+47.9%）回落。

图表9：手机：3月国内智能手机出货量同比降幅走阔



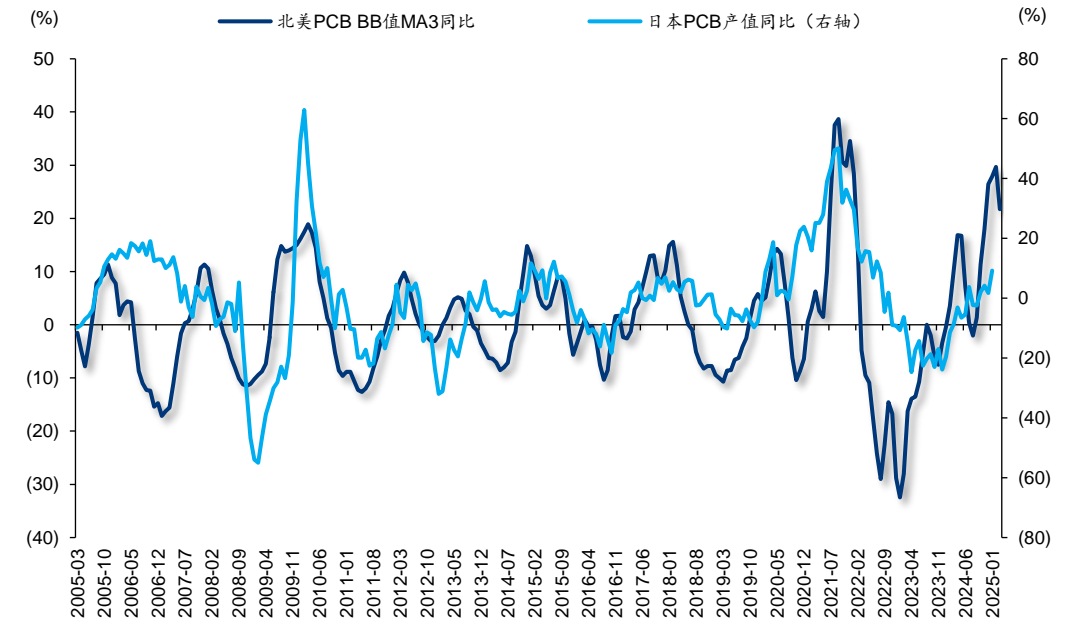
资料来源：Wind, Bloomberg, Datayes, iFind, 海关总署, 百度指数, 产业在线, 华泰研究

图表10：PC：3月台股PC营收、笔记本销售额同比增速回升



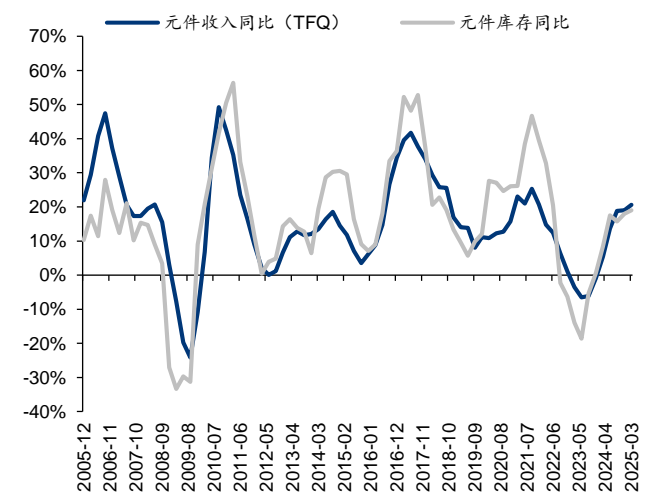
资料来源：Wind, Bloomberg, Datayes, iFind, 海关总署, 百度指数, 产业在线, 华泰研究

前瞻来看，北美PCB BB值MA3同比领先PCB产值同比3M左右，3月+21.7%，较2月（+29.7%）回落，但仍处于高位，指引Q2景气或仍有持续性。

图表11：3月北美PCB BB值MA3同比回落、但仍处于高位


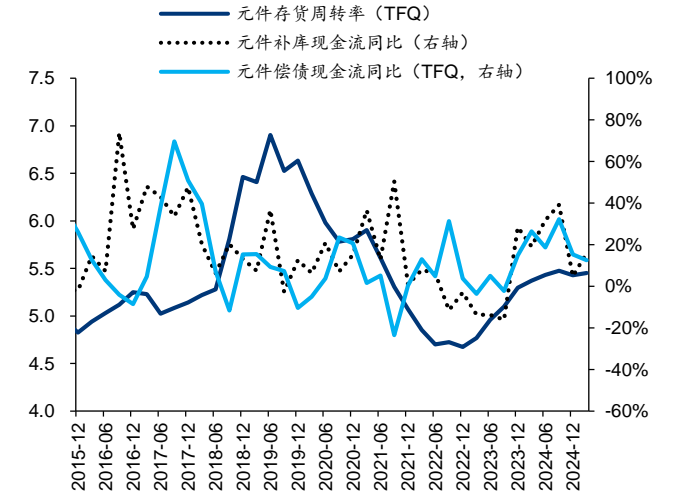
资料来源：Wind，华泰研究

财报视角，截至25Q1，元件收入TFQ同比和库存同比均回升，且三项补库先行指标指引均偏正面（存货周转率上行、偿债现金流同比回落、补库现金流同比改善），主动补库或有一定持续性。

图表12：元件处于技术性主动补库区间


注：数据截至25Q1

资料来源：Wind，华泰研究

图表13：元件三项补库先行指标指引均偏正面


注：数据截至25Q1

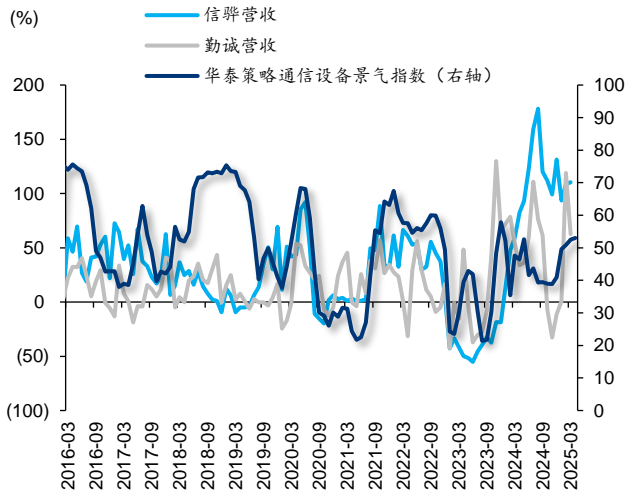
资料来源：Wind，华泰研究

通信设备（数通链）

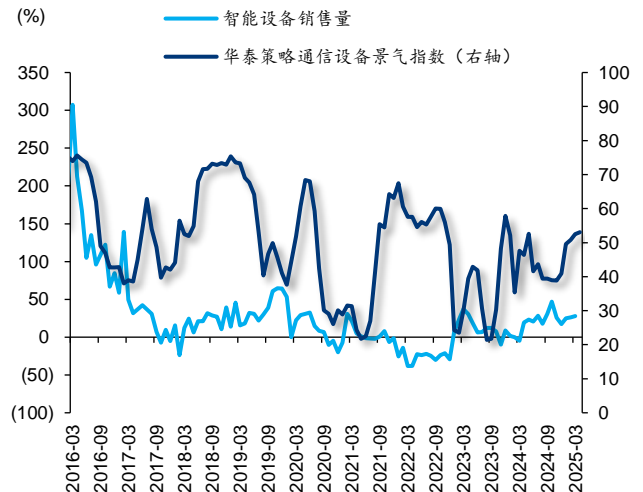
4月华泰策略通信设备景气指数50.6，较1月（41.0）爬坡。

服务器：3月服务器BMC芯片龙头信骅营收同比+110.3%，较1-2月（+108.6%）上行；服务器机壳龙头勤诚营收同比+62.7%，较1-2月（+118.8%）回落但仍处于高位；

物联网模组：3月智能设备销售量同比+28.0%，较1-2月（+26.3%）回升。

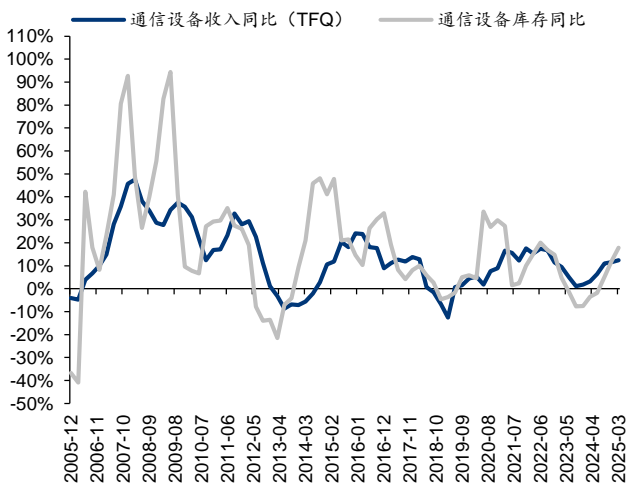
图表14：3月服务器BMC芯片龙头信骅、机壳龙头勤诚营收同比高增


资料来源：Wind, Bloomberg, Datayes, iFind, 海关总署, 百度指数, 产业在线, 华泰研究

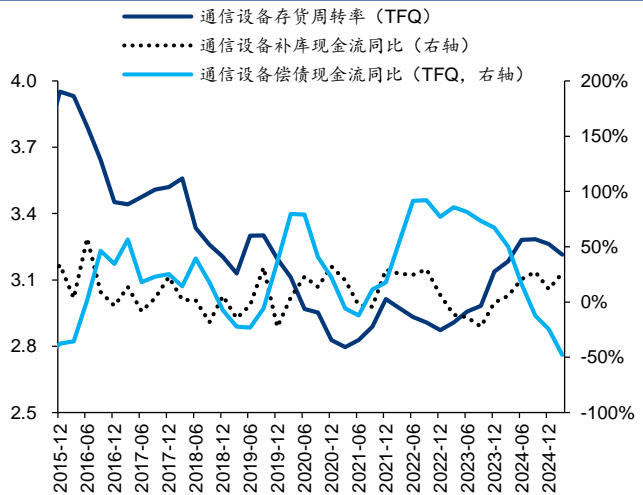
图表15：3月智能设备销售量同比增速回升


资料来源：Wind, Bloomberg, Datayes, iFind, 海关总署, 百度指数, 产业在线, 华泰研究

财报视角，截至25Q1，通信设备收入TFQ同比和库存同比均回升，三项补库先行指标中偿债现金流同比回落、补库现金流同比改善，但存货周转率有所回落，主动补库持续性待观察。

图表16：通信设备处于技术性主动补库区间


注：数据截至25Q1
资料来源：Wind, 华泰研究

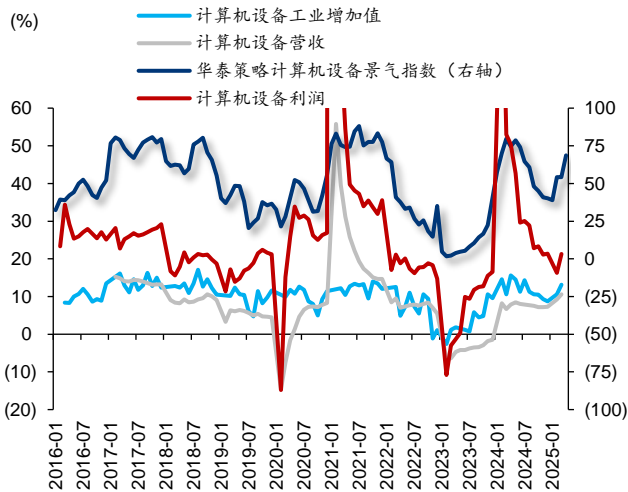
图表17：通信设备存货周转率有所回落


注：数据截至25Q1
资料来源：Wind, 华泰研究

计算机设备

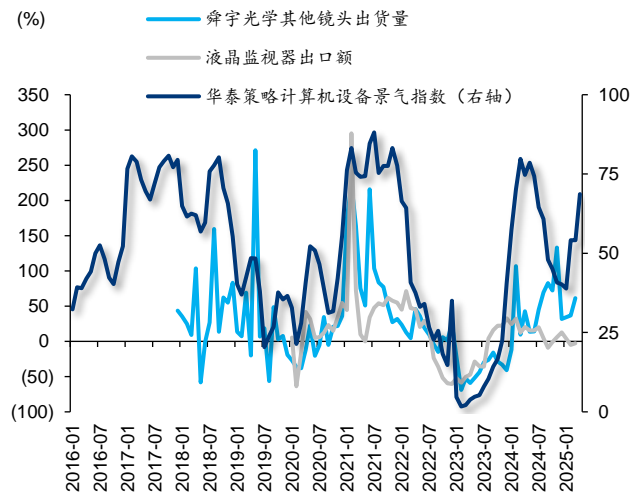
4月华泰策略计算机设备景气指数68.7，较1月(38.9)爬坡。3月计算机设备工业增加值同比+13.1%，较1-2月(+10.6%)回升；营收同比+10.6%，较1-2月(+9.2%)回升；利润同比+3.2%，较1-2月(-9.4%)转正。其中，安防设备景气回升，3月舜宇其他镜头（主要是监控镜头）出货额同比增速上行、液晶监视器出口额同比降幅收窄。

图表18: 3月计算机设备工业增加值、营收、利润同比增速均回升



资料来源: Wind, Bloomberg, Datayes, iFind, 海关总署, 百度指数, 产业在线, 华泰研究

图表19: 3月舜宇其他镜头出货量、液晶电视出口额同比增速回升

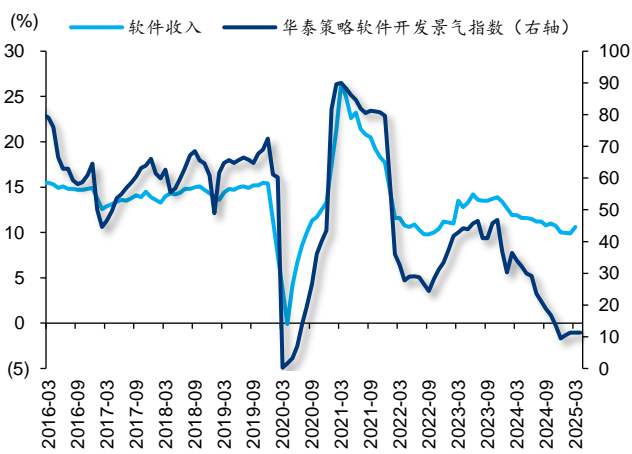


资料来源: Wind, Bloomberg, Datayes, iFind, 海关总署, 百度指数, 产业在线, 华泰研究

软件开发

4月华泰策略计算机设备景气指数11.3,较1月(10.5)底部企稳。3月软件收入同比+10.6%,较1-2月(+9.9%)回升,信息安全产品、信息技术服务、办公软件近期景气均回升;前瞻来看,软件业用电量(逻辑上与软件业务量正相关)MA12同比略领先软件收入同比,前者自24年8月以来趋势回升。

图表20: 3月软件收入同比增速回升



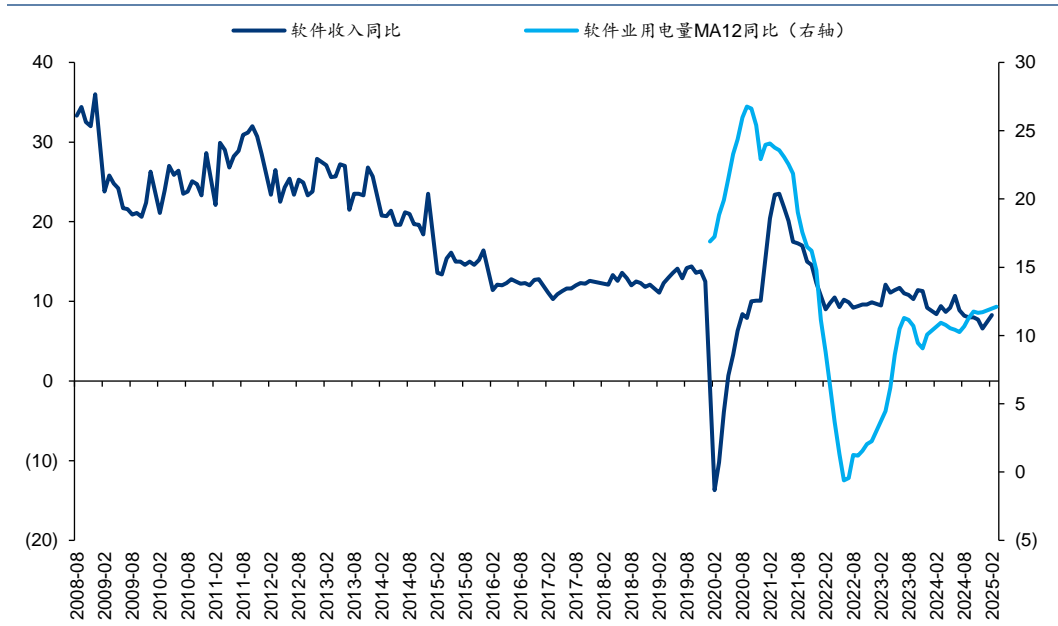
资料来源: Wind, Bloomberg, Datayes, iFind, 海关总署, 百度指数, 产业在线, 华泰研究

图表21: 信息安全产品、信息技术服务、办公软件近期景气均回升



资料来源: Wind, Bloomberg, Datayes, iFind, 海关总署, 百度指数, 产业在线, 华泰研究

图表22：软件业用电量 MA12 同比趋势回升



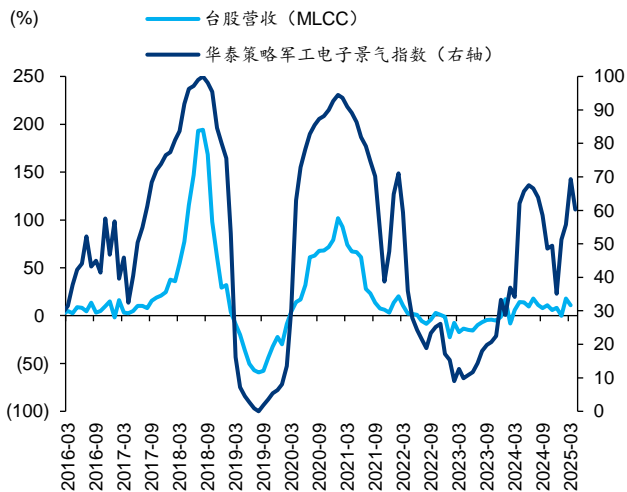
资料来源：Wind，华泰研究

制造：军工、通用设备、农机等景气爬坡，新能源景气回升

军工电子

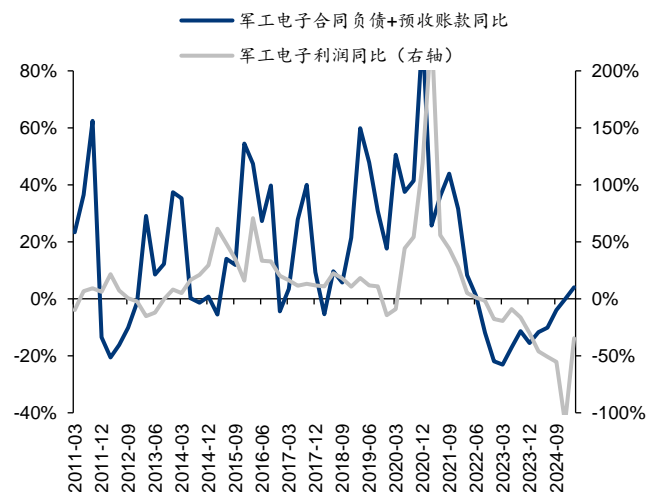
4月华泰策略军工电子景气指数60.3,较1月(51.3)回升。3月台股MLCC营收同比+11.0%,年初以来显著回升;前瞻来看,25Q1军工电子预收账款+合同负债(反映在手订单情况)同比转正(+4.1%),23Q2以来趋势回升。财报视角,截至25Q1,军工电子收入TFQ同比和库存同比均回升,且三项补库先行指标指引均偏正面(24Q3以来存货周转率上行、偿债现金流同比回落、补库现金流同比改善),主动补库或有一定持续性。

图表23：3月台股MLCC营收同比增速回升



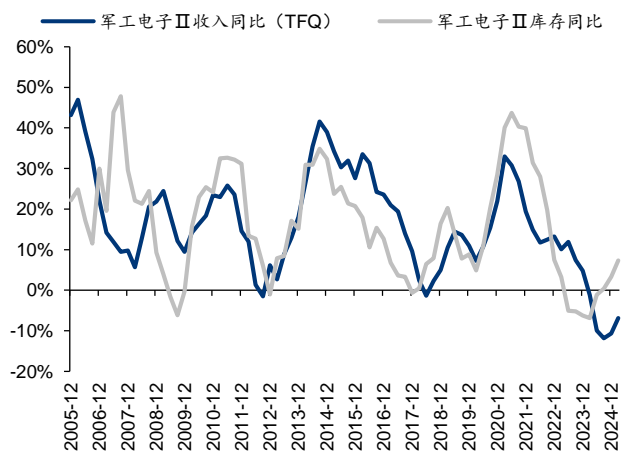
资料来源：Wind, Bloomberg, Datayes, iFind, 海关总署, 百度指数, 产业在线, 华泰研究

图表24：军工电子预收账款+合同负债同比趋势回升



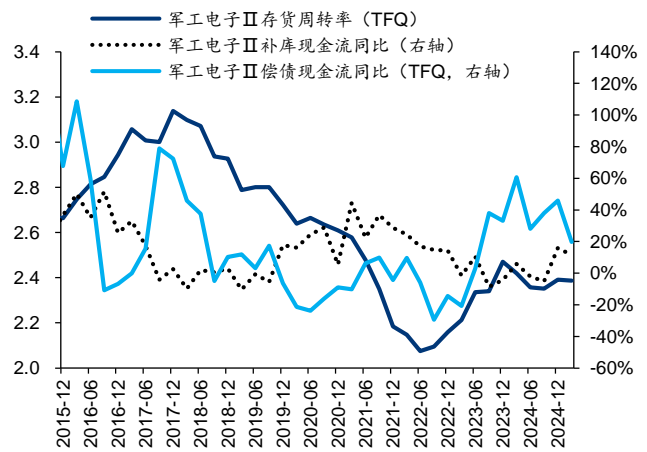
资料来源：Wind, 华泰研究

图表25：军工电子处于技术性主动补库区间



注：数据截至25Q1
资料来源：Wind, 华泰研究

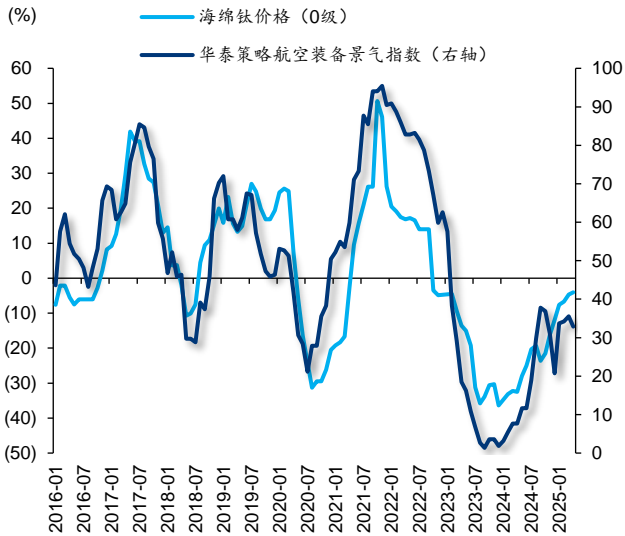
图表26：军工电子三项补库先行指标指引均偏正面



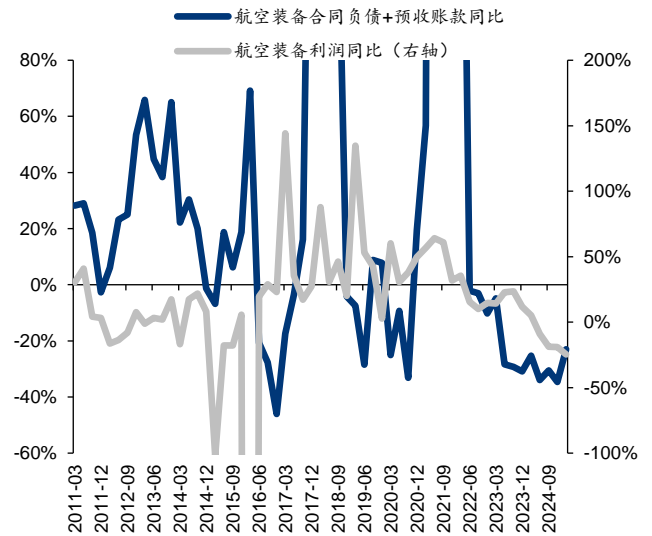
注：数据截至25Q1
资料来源：Wind, 华泰研究

航空装备

4月华泰策略航空装备景气指数32.9,较1月(33.8)小幅回落,但拐点或已出现。4月军工级海绵钛价格同比-4.0%,较3月(-4.7%)降幅继续收窄;前瞻来看,截至25Q1,航空装备合同负债+预收账款同比增速回升,订单层面或已好转。

图表27：4月军工级海绵钛价格同比降幅继续收窄


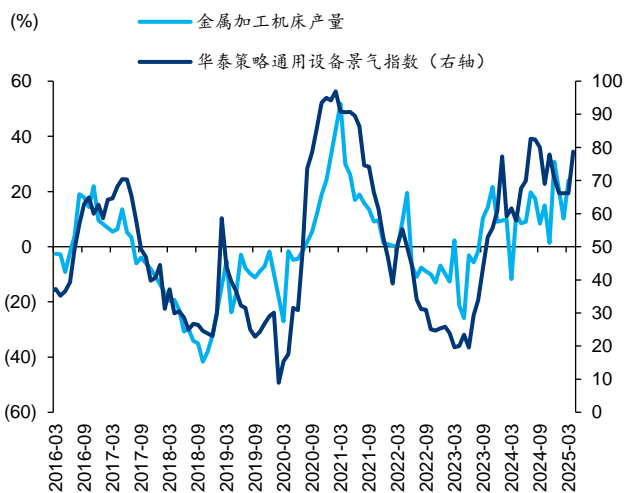
资料来源：Wind, Bloomberg, Datayes, iFind, 海关总署, 百度指数, 产业在线, 华泰研究

图表28：航空装备合同负债+预收账款同比增速回升


资料来源：Wind, 华泰研究

通用设备

4月华泰策略通用设备景气指数78.8, 较1月(66.2)爬坡。3月国内金属加工机床产量同比+24.0%, 较1-2月(+10.2%)回升; 前瞻来看, 3月日本机床出口订单额同比增速大幅回升, 指引机床景气周期或上行。

图表29：3月国内金属加工机床产量同比增速回升


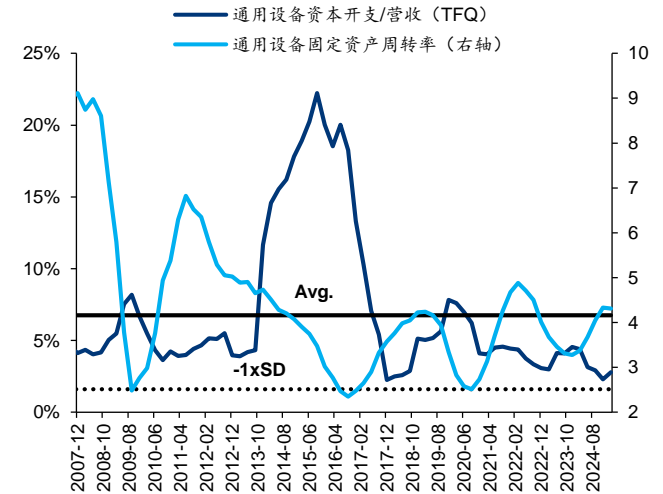
资料来源：Wind, Bloomberg, Datayes, iFind, 海关总署, 百度指数, 产业在线, 华泰研究

图表30：3月日本机床出口订单额同比增速大幅回升


资料来源：日本机械省, 华泰研究

财报视角, 截至25Q1, 通用设备资本开支/营收处于历史中枢-1x标准差附近, 资本开支/折旧摊销持续处于1以下, 产能出清或较充分。

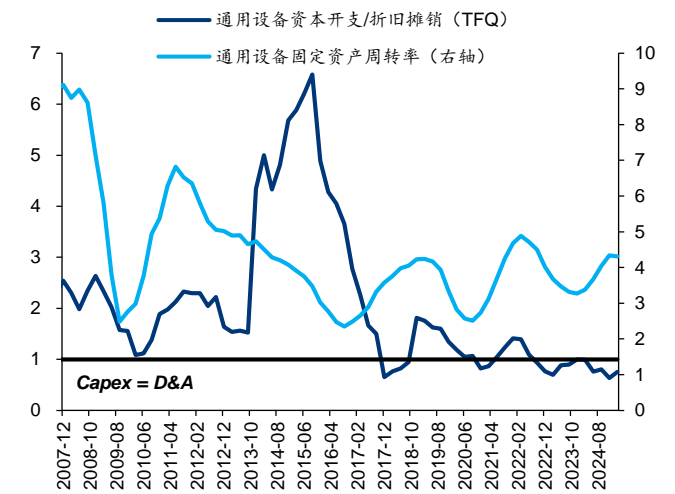
图表31: 通用设备资本开支/营收处于历史中枢-1x标准差附近



注: 数据截至 25Q1

资料来源: Wind, 华泰研究

图表32: 通用设备资本开支/折旧摊销持续处于 1 以下



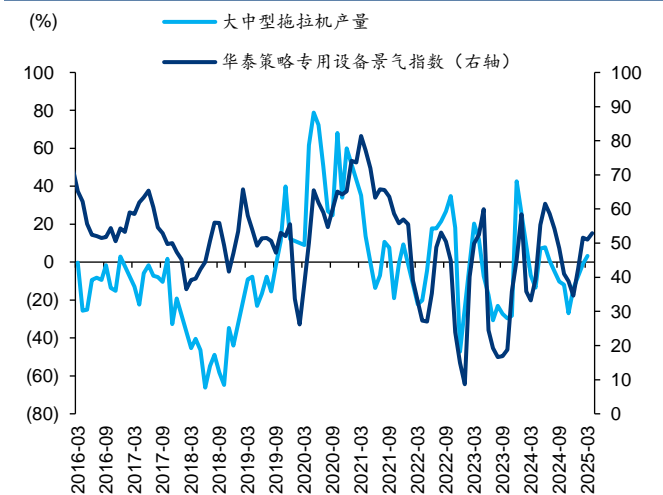
注: 数据截至 25Q1

资料来源: Wind, 华泰研究

农业机械

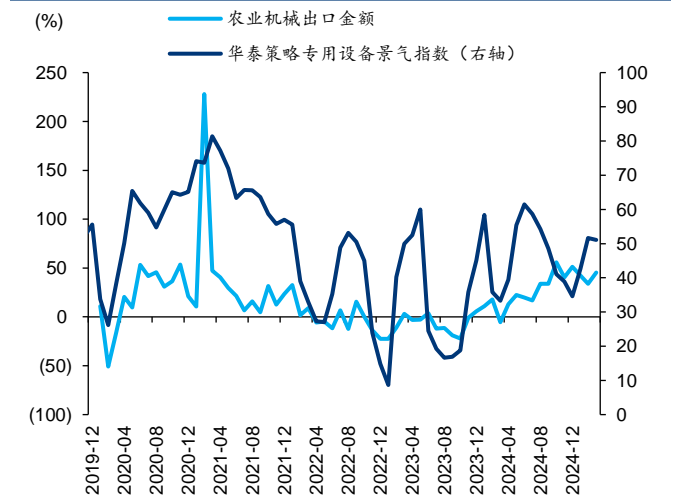
4 月华泰策略专用设备景气指数 52.9, 较 1 月 (42.5) 爬坡。3 月大中型拖拉机产量同比转正 (+3.3%), 农业机械出口额同比+45.2%, 较 1-2 月 (+33.8%) 回升。

图表33: 3 月中大型拖拉机产量同比转正



资料来源: Wind, Bloomberg, Datayes, iFind, 海关总署, 百度指数, 产业在线, 华泰研究

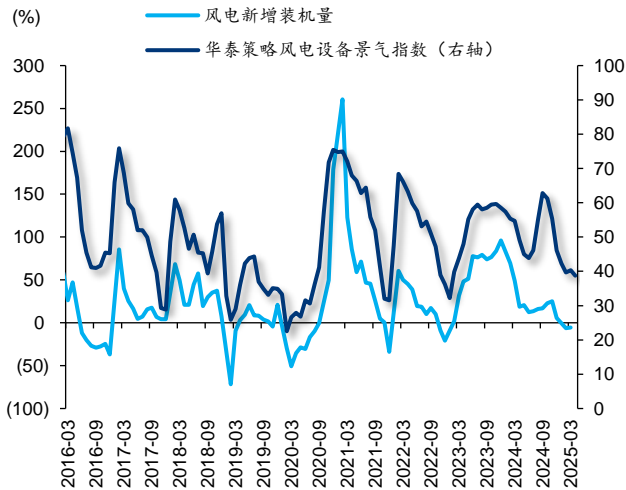
图表34: 3 月农业机械出口额同比增速回升



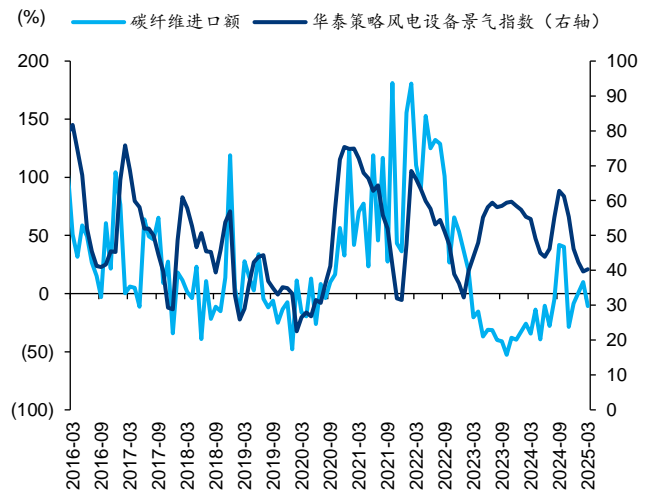
资料来源: Wind, Bloomberg, Datayes, iFind, 海关总署, 百度指数, 产业在线, 华泰研究

风电设备

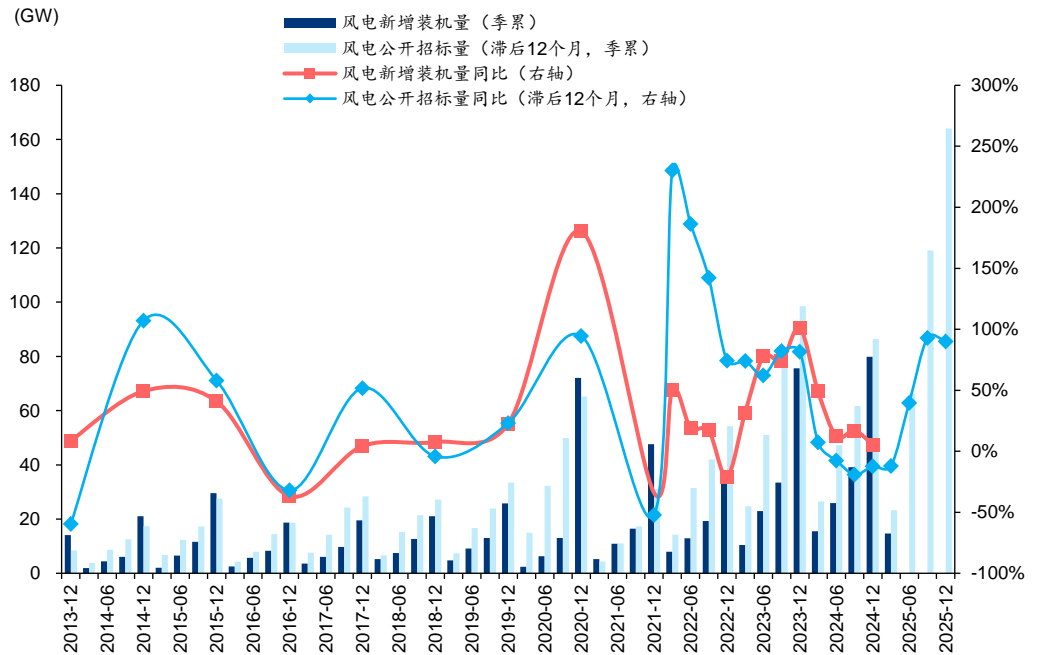
4 月华泰策略风电设备景气指数 38.7, 较 1 月 (42.3) 回落。3 月风电新增装机量同比-5.7%, 较 1-2 月 (-6.2%) 收窄。前瞻来看, 风电公开招标量领先新增装机量 12M 左右, 截至 24Q4 同比+90%, 自 24Q1 回升, 指引 2025 年内装机增速或上行。

图表35：3月风电装机量同比降幅收窄


资料来源：Wind, Bloomberg, Datayes, iFind, 海关总署, 百度指数, 产业在线, 华泰研究

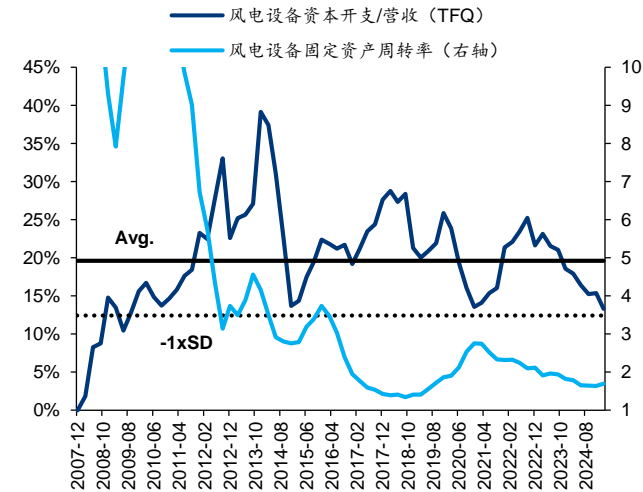
图表36：3月碳纤维进口额同比回落


资料来源：Wind, Bloomberg, Datayes, iFind, 海关总署, 百度指数, 产业在线, 华泰研究

图表37：风电公开招标量领先新增装机量 12M 左右，指引 2025 年内装机增速或上行


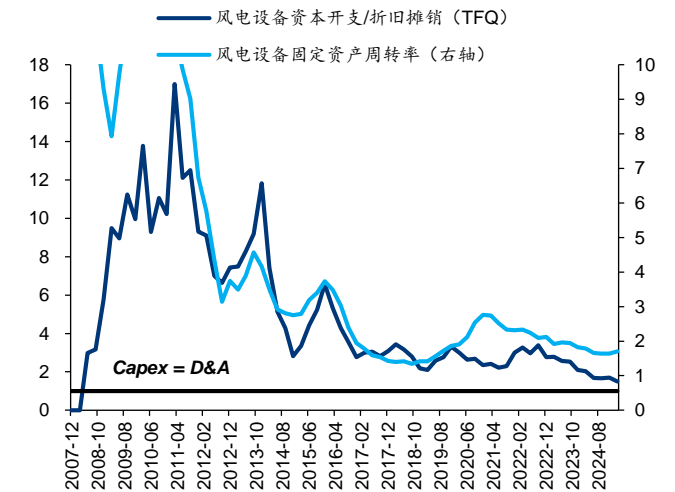
资料来源：Wind, Datayes, 华泰研究

财报视角，截至 25Q1，风电设备资本开支/营收处于历史中枢-1x 标准差附近，资本开支/折旧摊销降至 1 附近，且固定资产周转率已拐点回升。

图表38：风电设备资本开支/营收处于历史中枢-1x标准差附近


注：数据截至 25Q1

资料来源：Wind，华泰研究

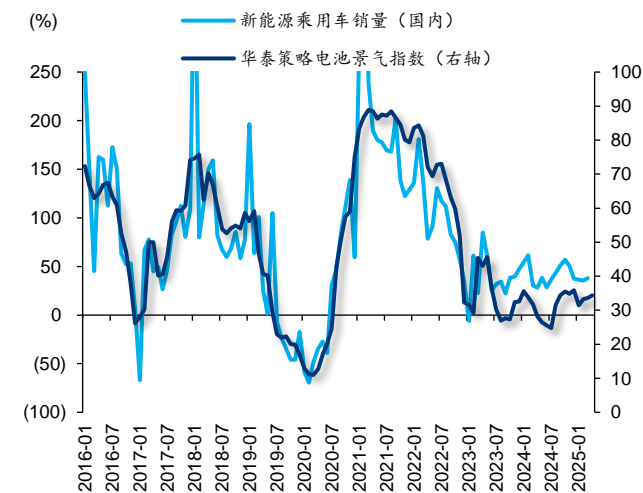
图表39：风电设备资本开支/折旧摊销降至 1 附近


注：数据截至 25Q1

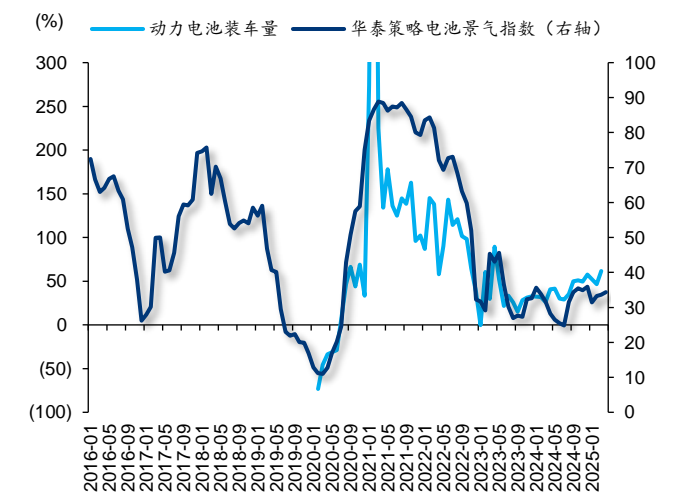
资料来源：Wind，华泰研究

电池

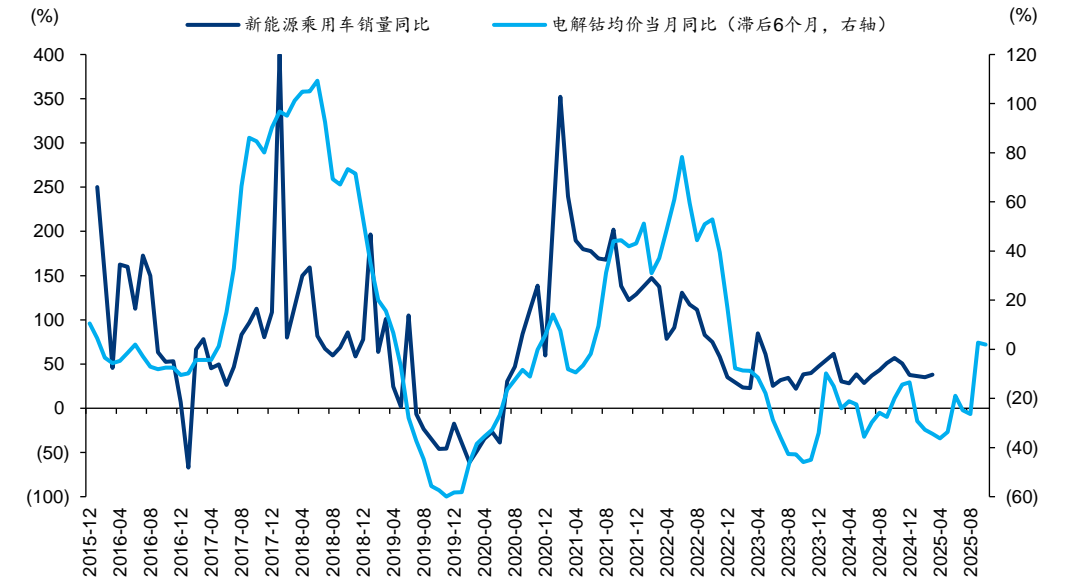
4月华泰策略电池景气指数 34.4, 较 1月(31.4)爬坡。3月新能源乘用车销量同比+38.0%, 较 1-2月(+35.5%)回升; 动力电池装车量同比+61.7%, 较 1-2月(+46.5%)回升。前瞻来看, 电解钴价格同比在大周期拐点处领先新能源车销量同比 6M 左右, 3-4月电解钴价格同比转正, 底部或已出现, 指引新能源车销量增速下半年或回升。

图表40：3月新能源乘用车销量同比增速回升


资料来源：Wind，Bloomberg，Datayes，iFind，海关总署，百度指数，产业在线，华泰研究

图表41：3月动力电池装车量同比增速回升


资料来源：Wind，Bloomberg，Datayes，iFind，海关总署，百度指数，产业在线，华泰研究

图表42：电解钴价格同比在大周期拐点处领先新能源车销量同比6M左右，3-4月电解钴价格同比转正


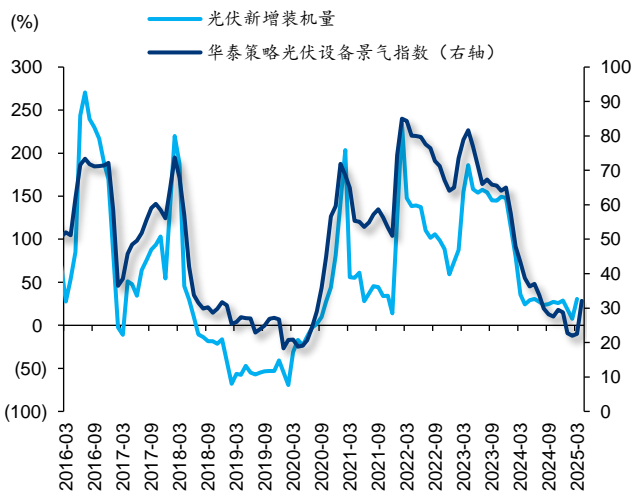
资料来源：Wind，华泰研究

光伏设备

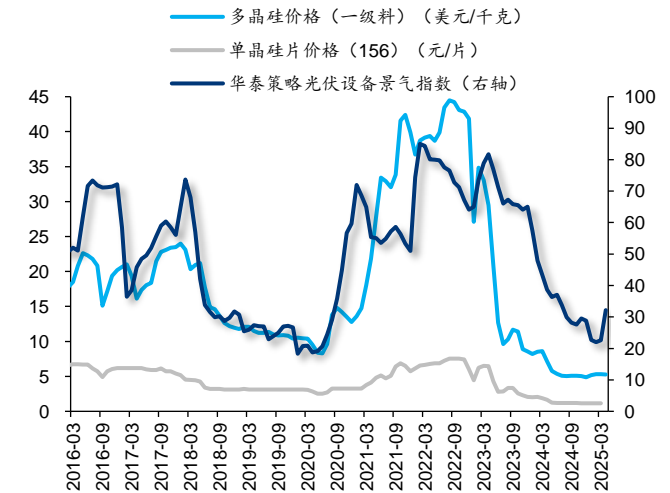
4月华泰策略风电设备景气指数32.1，较1月(22.7)回升。旗舰指标光伏新增装机量3月同比+30.5%，较1-2月(+7.5%)大幅回升。

光伏上游：4月多晶硅价格有所回落、单晶硅片价格走平，EVA树脂价格延续回升，价格有改善迹象但仍不稳固。

光伏中游：出口方面，3月电池片出口额同比降幅收窄，组件出口量同比增速回升，仍呈现一定“以价换量”特征，逆变器出口额同比小幅回升，随着关税影响逐渐显现持续性待验。

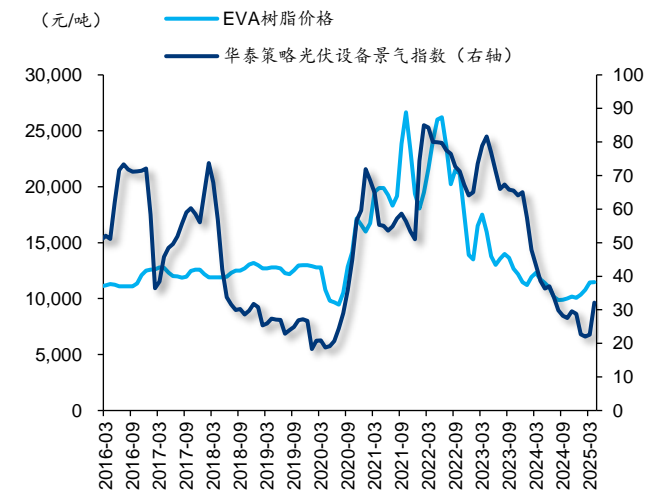
图表43：3月光伏装机量同比增速回升


资料来源：Wind，Bloomberg，Datayes，iFind，海关总署，百度指数，产业在线，华泰研究

图表44：4月多晶硅价格有所回落、单晶硅片价格走平


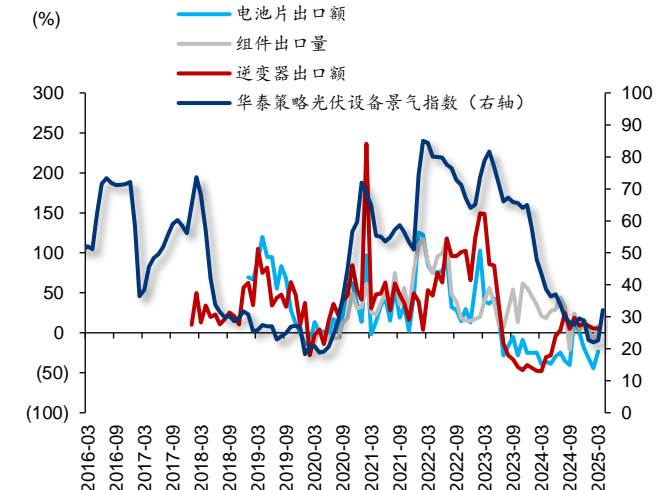
资料来源：Wind，Bloomberg，Datayes，iFind，海关总署，百度指数，产业在线，华泰研究

图表45：4月EVA树脂价格延续回升



资料来源：Wind, Bloomberg, Datayes, iFind, 海关总署, 百度指数, 产业在线, 华泰研究

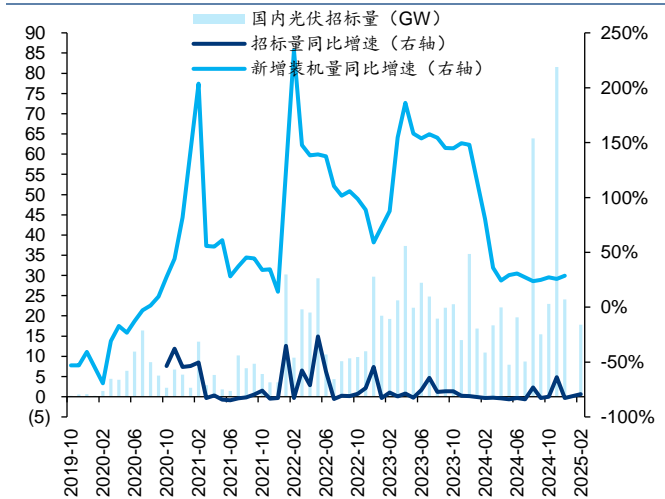
图表46：3月光伏中游出口增速回升



资料来源：Wind, Bloomberg, Datayes, iFind, 海关总署, 百度指数, 产业在线, 华泰研究

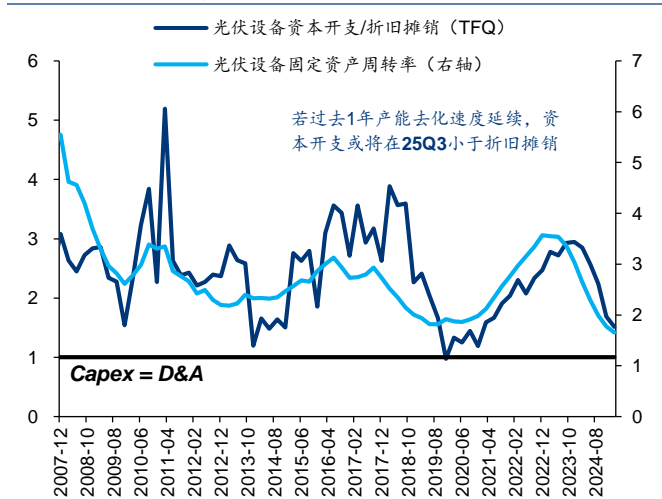
前瞻来看，2月国内光伏招标量17.8GW，同比+63.4%，24Q4以来招标量和均价有企稳回升迹象，趋势性拐点仍待确认。此外，25Q1光伏设备资本开支/折旧摊销降至1.5x，若过去1年产能去化速度延续，或在25Q3跌破1x，届时产能有望充分出清。

图表47：2月光伏招标量同比回升



资料来源：Wind, Gessey, 华泰研究

图表48：截至25Q1，光伏设备资本开支/折旧摊销降至1.5x



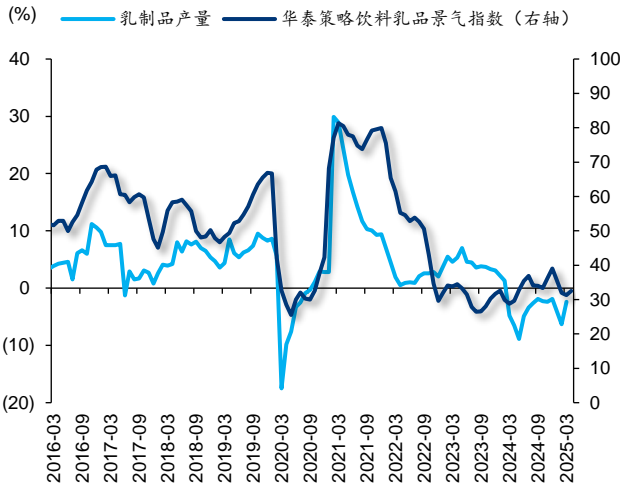
资料来源：Wind, 华泰研究

消费：乳制品、调味品、个护用品等景气改善

乳制品

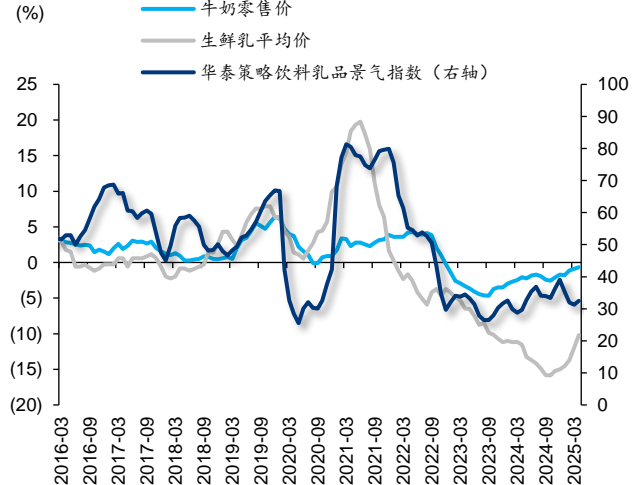
4月华泰策略饮料乳品景气指数32.5，较1月(35.4)回落，但环比回升。3月乳制品产量同比-2.4%，较1-2月(-6.3%)降幅收窄，3月牛奶零售价同比-0.7%，较2月(-0.9%)降幅继续收窄，且降幅小于生鲜乳平均价，乳企利润率或改善。

图表49：3月乳制品产量同比降幅收窄



资料来源：Wind, Bloomberg, Datayes, iFind, 海关总署, 百度指数, 产业在线, 华泰研究

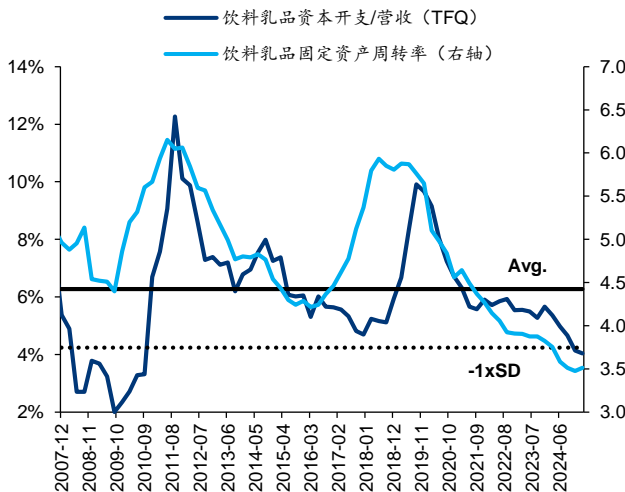
图表50：3月牛奶零售价同比降幅继续收窄



资料来源：Wind, Bloomberg, Datayes, iFind, 海关总署, 百度指数, 产业在线, 华泰研究

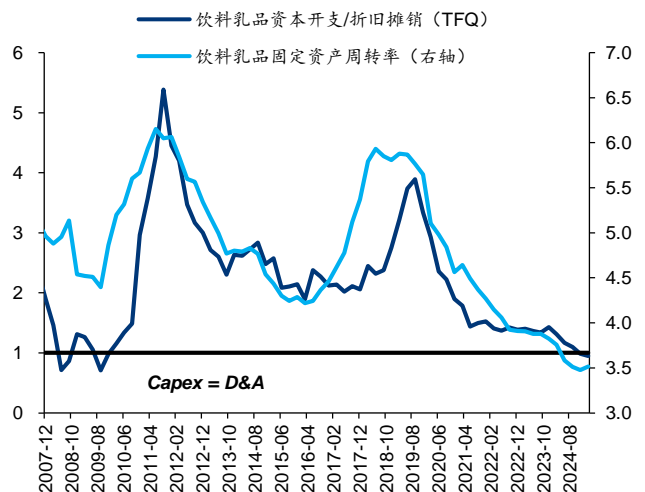
财报视角，截至25Q1，饮料乳品资本开支占营收比重回落至历史中枢-1x标准差下方，资本开支/折旧摊销跌至1下方，产能或出清。

图表51：饮料乳品资本开支/营收回落至历史中枢-1x标准差下方



注：数据截至25Q1
资料来源：Wind, 华泰研究

图表52：饮料乳品资本开支/折旧摊销跌至1下方

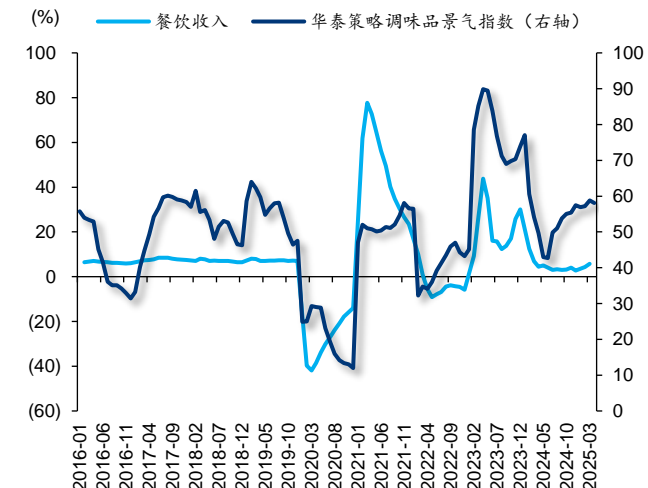


注：数据截至25Q1
资料来源：Wind, 华泰研究

餐饮-调味品

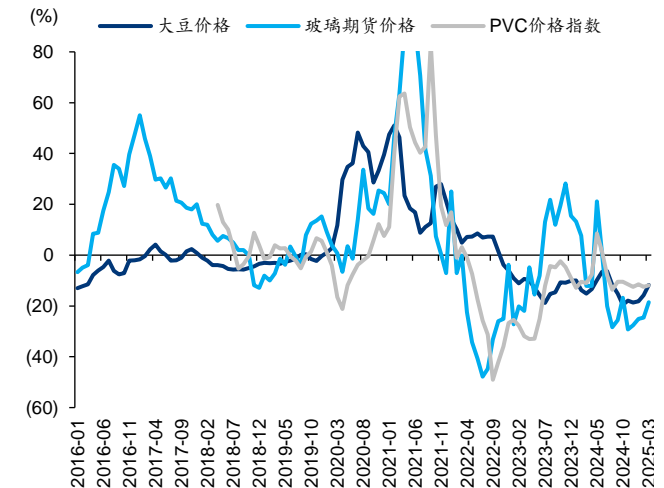
4月华泰策略调味发酵品景气指数77.0，较1月(69.8)回升。3月餐饮收入同比+5.8%，较1-2月(+4.3%)回升，调味品B端需求或改善；此外，成本端大豆价格同比降幅收窄，但仍负增，玻璃、PVC同比降幅走阔，利润率或改善。

图表53：3月餐饮收入同比增速回升



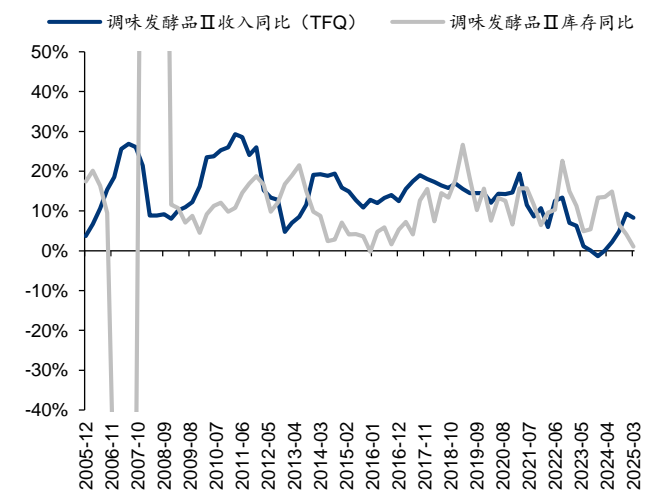
资料来源：Wind, Bloomberg, Datayes, iFind, 海关总署, 百度指数, 产业在线, 华泰研究

图表54：成本端大豆/玻璃/PVC价格同比负增，利润率或改善



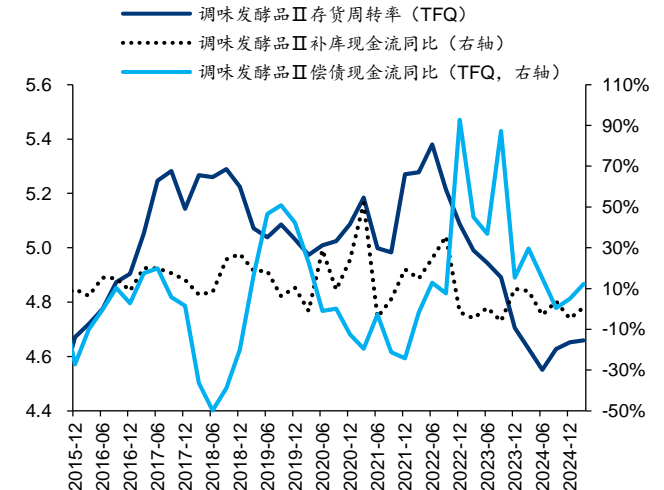
资料来源：Wind, 华泰研究

图表55：调味发酵品或处于被动去库尾声



注：数据截至25Q1
资料来源：Wind, 华泰研究

图表56：调味发酵品存货周转率上行，补库现金流改善

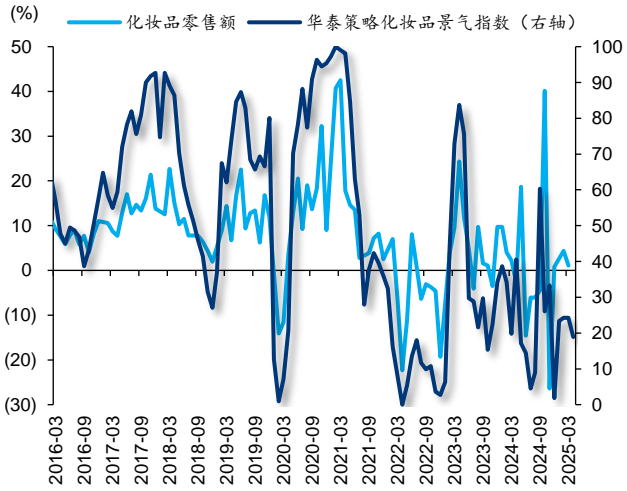


注：数据截至25Q1
资料来源：Wind, 华泰研究

个护用品

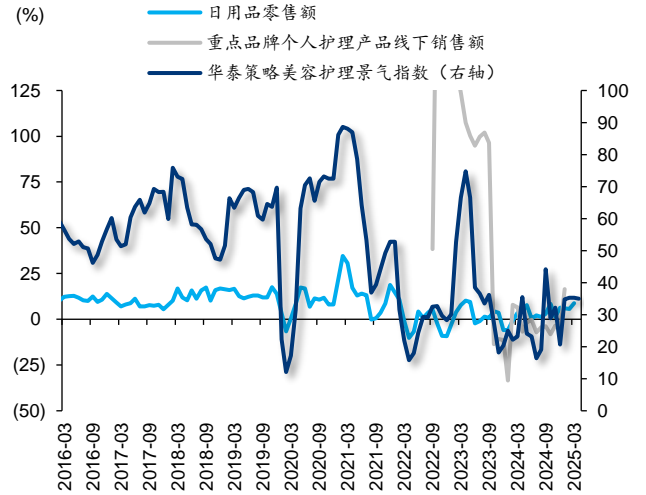
4月华泰策略美容护理景气指数34.9，较1月（34.8）回升，其中化妆品降、个护用品升。
 化妆品：3月化妆品零售额+1.1%，较1-2月（+4.4%）回落；
 个护用品：3月日用品零售额+8.8%，较1-2月（+5.7%）回升，1月重点品牌个人护理产品线销售同比转正。

图表57：3月化妆品零售额同比增速回落



资料来源：Wind, Bloomberg, Datayes, iFind, 海关总署, 百度指数, 产业在线, 华泰研究

图表58：3月日用品零售额同比回升



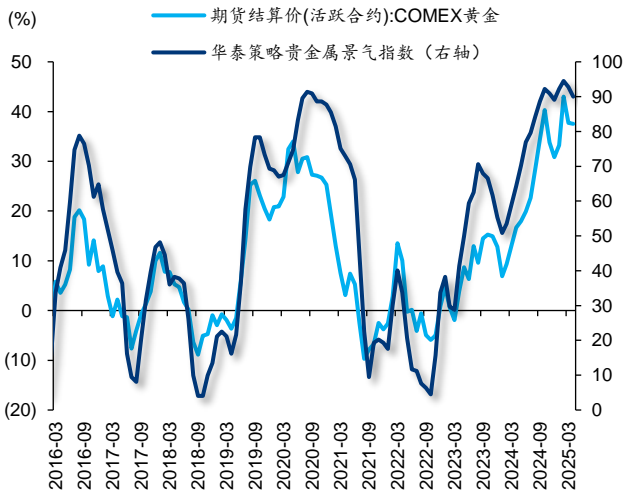
资料来源：Wind, Bloomberg, Datayes, iFind, 海关总署, 百度指数, 产业在线, 华泰研究

周期：贵金属、稀土景气爬坡，钢铁、水泥景气或企稳

贵金属

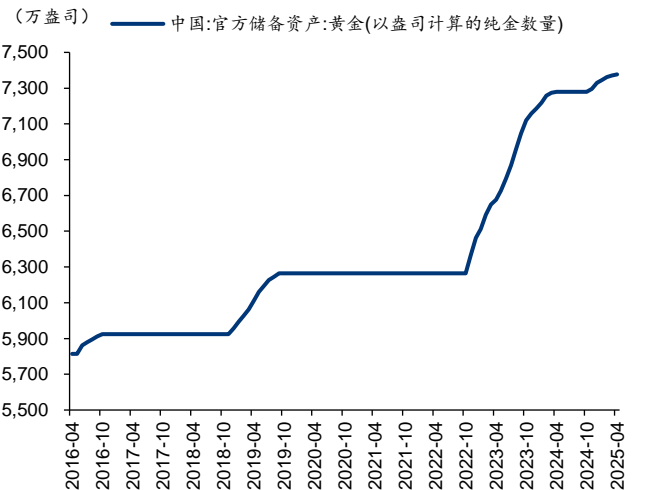
4月华泰策略贵金属景气指数90.0，维持高位。其中，4月COMEX金价同比+37.6%，国际金价新高后，或迎来阶段性调整；截至4月末，中国央行连续6个月增持黄金，我们认为地缘风险和“去美元化”下金价的中长期逻辑并未动摇。

图表59：4月COMEX金价同比继续上行



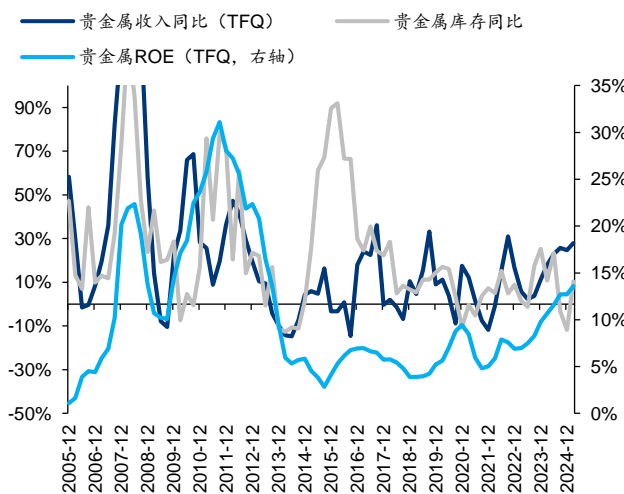
资料来源：Wind, Bloomberg, Datayes, iFind, 海关总署, 百度指数, 产业在线, 华泰研究

图表60：中国央行自24年11月以来连续6个月增持黄金



资料来源：Wind, 华泰研究

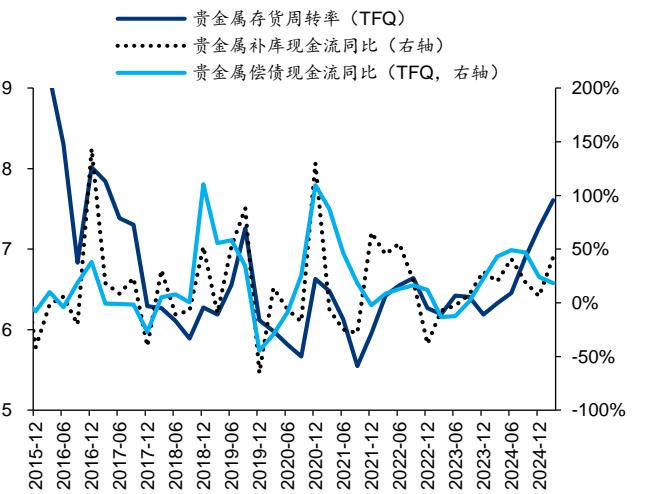
图表61：贵金属处于技术性主动补库区间



注：数据截至25Q1

资料来源：Wind, 华泰研究

图表62：贵金属三项补库先行指标指引均偏正面



注：数据截至25Q1

资料来源：Wind, 华泰研究

稀土

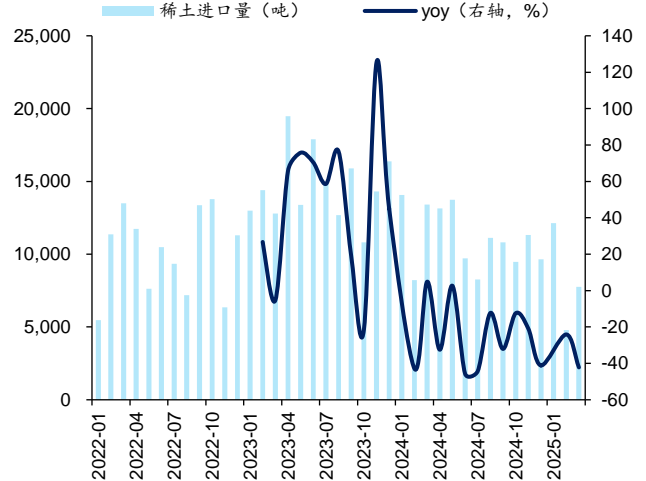
截至5月第二周，稀土价格指数回升，下游机器人、新能源需求改善；此外，3月稀土进口量同比降幅走阔至-42.2%，缅甸稀土矿受地震影响开采停滞，供给收缩或催化稀土价格上涨。

图表63: 截至5月第二周, 稀土价格指数回升



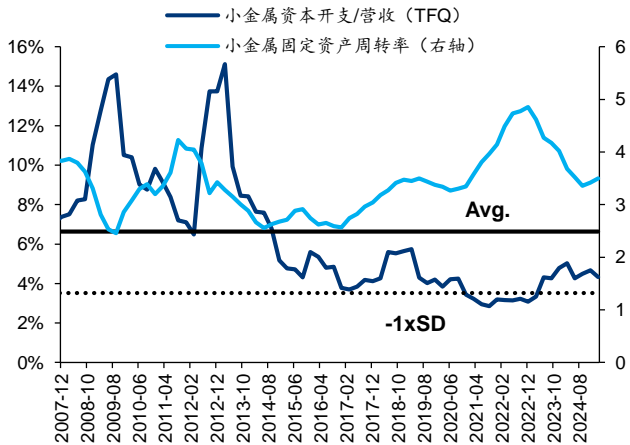
资料来源: Wind, 华泰研究

图表64: 3月稀土进口量同比降幅走阔



资料来源: Wind, 华泰研究

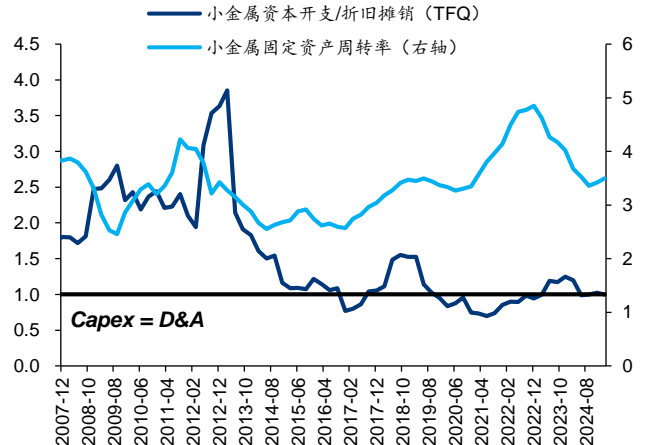
图表65: 小金属资本开支/营收降至历史中枢-1x标准差附近



注: 数据截至 25Q1

资料来源: Wind, 华泰研究

图表66: 小金属资本开支/折旧摊销跌破1

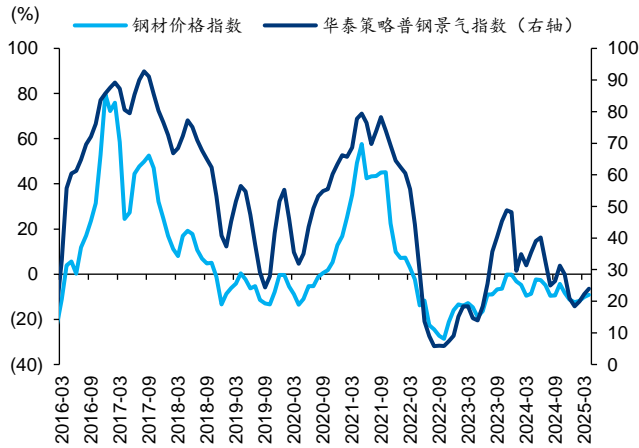


注: 数据截至 25Q1

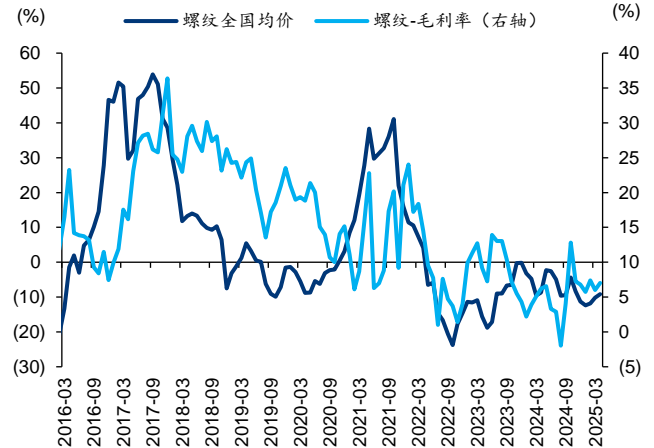
资料来源: Wind, 华泰研究

钢铁

4月华泰策略钢铁景气指数31.0, 较1月(24.1)回落。4月钢材价格指数同比-9.1%, 较3月(-10.2%)降幅收窄; 其中, 螺纹钢均价同比降幅收窄, 毛利率亦有企稳迹象。

图表67：4月钢材价格指数同比降幅收窄


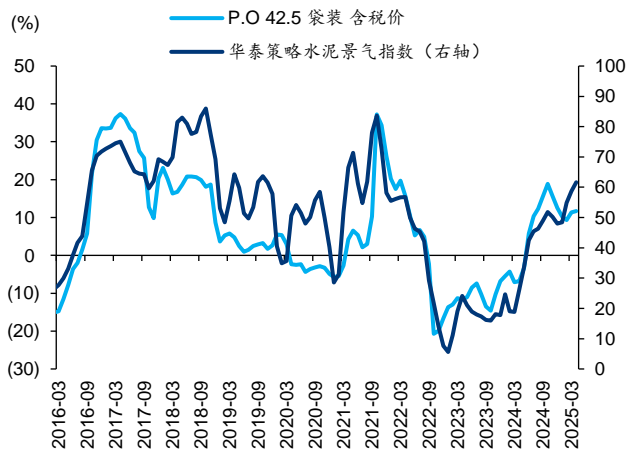
资料来源：Wind, Bloomberg, Datayes, iFind, 海关总署, 百度指数, 产业在线, 华泰研究

图表68：螺纹钢均价同比降幅收窄、毛利率企稳


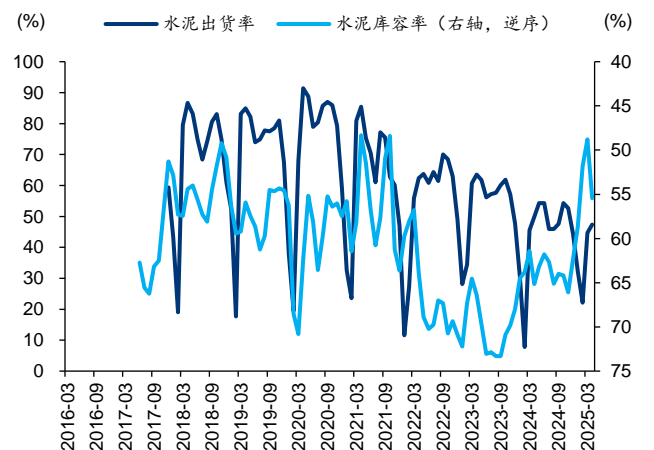
资料来源：Wind, 华泰研究

水泥

4月华泰策略水泥景气指数61.7，较1月（48.4）回落。4月P.O 42.5袋装水泥含税价同比+11.7%，较3月（+11.3%）回升，水泥出货率回升至47.4%。

图表69：4月P.O 42.5袋装水泥含税价同比增速回升


资料来源：Wind, Bloomberg, Datayes, iFind, 海关总署, 百度指数, 产业在线, 华泰研究

图表70：水泥出货率、库容率回升


资料来源：Wind, Bloomberg, Datayes, iFind, 海关总署, 百度指数, 产业在线, 华泰研究

风险提示

- 1) 国内经济复苏不及预期：**若国内经济复苏不及预期，可能导致需求下行，内需主导的板块面临量价压力；
- 2) 外需不及预期：**若后续全球制造业复苏或美国地产周期复苏不及预期，导致外需承压或改善斜率放缓，则出口链品种可能面临下行压力；
- 3) 模型失效风险：**景气指数模型基于历史数据及规律，随时间推移，可能存在指示效力或代表性下降的风险。

免责声明

分析师声明

本人，何康、方正韬、王伟光、孙瀚文，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指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，华泰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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师何康、方正韬、王伟光、孙瀚文本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所述分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司