

2025 年 4 月 7 日 星期一

## 分析师推荐

【东兴有色金属】有色金属行业：市场情绪高度挥发，金属行业定价有望展现强韧性——对等关税政策点评（20250407）

**衰退预期引导铜价向下调整，供需紧平衡支撑铜定价韧性：**中国铜材的出口区域集中在亚洲地区，24 年对美铜材出口仅 3 万吨，本次市场的大幅波动和 Q1 美国加征铜进口关税预期推动市场多铜交易热情有关。25Q1，受美国或加征 25%铜关税预期影响，COMEX 铜出现抢进口现象，导致 COMEX 与 LME 铜价差由年初的-2 美元/吨增至 4 月 2 日的 1380 美元/吨，市场定价中持续计入较多事件性及套利性多头交易（伦铜注销仓单占比由年初 7%增至近期 46%）。但伴随 4 月 2 日美国对等关税政策出台，美国铜加税预期的交易逻辑弱化而全球经济衰退的交易逻辑攀升（摩根大通将美国和全球的经济衰退几率上调至 60%，较之前提高了 20 个百分点），从而导致铜价交易波动性的加速放大并推动 COMEX 与 LME 铜价差的急速收敛（至 4 月 4 日，两市价差缩小 614 美元/吨至 766 美元/吨，-44%）。但另一方面，2025 年全球铜供需结构仍维持偏紧状态。25 年 4 月进口铜精矿周度加工费已降至 -26.4 美元/吨，显示全球铜矿供给相对冶炼产能需求的显著短缺。考虑到 25 年的 TC 长协价格已经降至 21.25 美元/吨（-73.4%），暗示矿端供给状态的结构性偏紧及冶炼厂利润空间被大幅压缩后可能面临的减产风险攀升，这意味着 25 年全球铜行业的上游供给状态将依然维持强刚性化特征（24 年中国冶炼厂得益于较高 TC 长协及较高副产品硫酸价格而显现低生产干扰率，表现为 24 年中国精炼铜产量创记录新高至 1364.4 万吨，ICSG 全球精铜产能利用率创 2019 年以来最高至 83.6%）。而从需求角度观察，25 年铜消费或显现韧性。24 年受限行业在存货周期尾部的被动调整，以铜材产量为例的铜产业数据表现疲弱，其中铜材产量全年累计增幅仅 1.7%（24H1 为-2%，而同期表现中国铜消费量为-6.4%，与库存的同期上涨相印证）；而至 25 年前两个月铜材产量累计已增至 4.2%。考虑到库存周期尾部化的调整、季节性消费季的来临（政策支持）、铜金融属性的强化（后续的降息及扩表）及核心消费结构的强韧性（高基数及新经济的持续拓展），预计供需的紧平衡状态仍将支撑铜价韧性。需关注后续关税政策谈判情况及潜在政策变化。

**资本市场动荡金价短期调整，多因素共振或推动黄金上行：**在“特朗普交易”（避险情绪上行）与央行购金（去美元中心化+黄金需求提升）双主线加持下，伦敦现货黄金价格年内已上涨 18%至 3055 美元/盎司（至 4 月 2 日）。美国对等关税政策出台后，全球资本市场恐慌情绪加大下导致流动性诉求切换，令黄金价格承压。然而，考虑到对等关税政策或使通货膨胀加剧，这将有效提振黄金通胀溢价；另一方面，全球地缘政治风险指数及经济政策不确定性

## A 股港股市场

指数名称	收盘价	涨跌%
上证指数	3,096.58	-7.34
深证成指	9,364.5	-9.66
创业板	1,807.21	-12.5
中小板	5,930.53	-8.1
沪深 300	3,589.44	-7.05
香港恒生	19828.30	-13.22
国企指数	7262.72	-13.75

## 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	26.60	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
中国瑞林	20.52	建筑装饰	20250408

\*价格单位为元/股

数据来源：恒生聚源,东兴证券研究所

已处近 125 年来绝对高位及近十年来第二高位，且仍延续上行态势，这将优化黄金避险溢价；此外，考虑到美元信用的弱化及全球储备体系中核心资产的替换（去美元化），黄金在央行中的资本属性将提振需求端的强韧性。黄金定价或延续易涨难跌态势，情绪回暖后的多因素共振或推动黄金价格迈向美元平价 3300 美元/盎司。

**中重稀土出口管制立刻实施，稀土价格后市看涨：**4 月 4 日，商务部会同海关总署发布关于对钐、钆、铽、镱、镥、铕、钇等 7 类中重稀土相关物项实施出口管制措施的公告，并于发布之日起正式实施。据公告，实施出口管制措施的 7 类中重稀土相关物项涵盖金属、合金、靶材、氧化物、化合物等多种形态。此次政策力度及范围整体超预期，或加剧行业供需错配状态并引导稀土回归强势定价。从供给角度观察，24 年中国的稀土配额增速已经出现明显放缓（总配额增速降至 5.9%，创六年最低）。从中国稀土出口情况观察，2024 年国内出口氧化镱 150 吨、氧化铽 91.4 吨、氧化钇 2747.4 吨、金属镱 3.25 吨、金属铽 13.28 吨。从中国稀土出口结构观察，我国轻稀土主要流向美国、日本、荷兰等，而中重稀土则主要流向日本、韩国等地，本次出口管制或对日本稀土市场影响较大。日本方面，2020 年后其开始增加中国稀土产品进口量，提高资源储备，2025 年 2 月，中国稀土（1253 吨）占日本稀土单月进口总额（1625 吨）比例高达 77%。综合观察，本次中重稀土出口管制将对海外稀土供给造成较大影响，或推动海外稀土补库行为加剧并带动国内现货价格受价差影响上行。结合此前稀土进口管制政策考虑，我国稀土供给整体管控加强，有益于稀土价格形成稳定长期的上行预期，这亦有助于推动稀土板块盈利及情绪溢价提升，后续需关注下游需求受政策影响情况。

**风险提示：**海外经济衰退，贸易摩擦升温，美联储降息及缩表不及预期，地缘政治风险加剧，下游需求明显萎缩。

（分析师：张天丰 执业编码：S1480520100001 电话：021-25102914 研究助理：闵泓朴 执业编码：S1480124060003 电话：021-65462553）

### 【东兴宏观】美国关税政策同样需要回归常识——美国关税政策点评（20250407）

**无差别基础关税 10%将大幅提高美国消费者对关税承担的比例。**中低端制造业美国不具备生产优势条件，强行回流只会造成基础商品价格上升，对美国低收入人群影响最大。据 TaxFoundation 估算，特朗普第一任期内应税的进口品仅为 3800 亿美元，第二任期为 2.5 万亿美元，扩大了 6.6 倍。无差别基础税率 10%意味着进口商品无法通过贸易转移来抵消基础关税，这将使得原本的进口品价格对关税的弹性显著上升，最终抬升美国消费者承担的关税比例。

**关税政策意味着美国彻底否定了近 40 年以来的全球产业链体系，国际跨国**

**公司利益受损。**美国对他国税率低，部分原因是美国本土公司对外寻求低成本生产基地，反向销售回美国本土，需要美国对他国的低关税来实现这一生产销售模式。国际贸易体系面临深刻改变，从事国际贸易的商业和盈利模式也将随之改变，短期内不确定性显著提升。

**全方位关税类似供应链危机。**若美国出台对内刺激政策对冲关税的负面冲击，其宽松程度决定后续通胀是否持续。从当前关税政策的风格看，对内刺激政策过度的概率不低。

**美国对全球的服务贸易为顺差，多数国家在接受贸易规则时，也放开了对美国科技服务的准入。**关税对全球贸易体系的冲击，或使得各国在服务行业重新考虑自由贸易是否值得持续。区域性的自由贸易区可能出现。

**特朗普的政策风格充满着不确定性，会抑制企业投资意愿。**明确稳定的经商环境是企业投资的最大保障。美国关税方案显示特朗普政府的政策不确定性极高。欧洲和东南亚受冲击明显，这些地区在经济结构上对此毫无准备（与2018年的中国类似）。政策不稳定的情况下，企业可能会暂停投资选择观望，进一步放缓经济增长。而特朗普政府的政策是否能够无视经济衰退而持续具有高度不确定性。产业链的回归需要5-10年，美国经济是否能够忍受长期的成本上涨带来的经济衰退。这些政策的不确定性都是制约企业在短期内是否投资美国的重要考虑因素。

**关税提高全球经济衰退风险。**在关税政策下，全球贸易订单和相关投资面临停摆，直接影响对美国相关的贸易订单，最终也会因其他国家经济放缓或衰退引起其他国家贸易订单的下降。因此，此次关税政策对全球贸易的影响与次贷危机和疫情危机类似。各国面临通缩衰退风险，或将寻求降低对美国出口依赖的经济发展模式，可能陆续推出对内经济刺激政策。欧洲可能趁此机会，进一步打破财政赤字纪律。（在次贷危机时，面对显著下滑的外需，中国开启了4万亿为代表的刺激政策）国内而言，货币和财政政策的进一步宽松或在路上，扩大国内消费、生育、加强科技投入、对传统产业的科技赋能上或有看点。

**鉴于中美之间的关税税率已达到34%以上，对双方贸易的影响已接近极限，后续进一步的关税抬升已没有任何实质上的经济意义，但会进一步激化双方分歧和市场情绪。**

**美国进入衰退概率显著上升。**疫情期间，虽然通胀高企，但工资，特别是低收入人群的工资也高速增长。鉴于目前联邦赤字率高企，房价高企，工资再次高速增长的可能下降，低收入人群抵御关税上升带来的商品价格上涨的能力显著下降，而美国的家庭消费是经济增长的主要引擎，关税引发美国衰退的概率显著上升。

**风险提示：**行业政策出现重大变化、产业发展不及预期等。

**市场方面，当前的表现为衰退交易。**关税政策超出市场预期，显然成为美国/全球经济以及市场向下的拐点，短期不宜入场。我们对美股的中长期看法也从中性略偏积极转为偏空，当前美股仍有泡沫（标普 500 为 11%）。上周最后两个交易日，货币的流动性出现了明显波动。美十债下限从 3.7~3.9%下移至 3.4~3.65%，倾向于利率先下后上。

**风险提示：**海外经济衰退，贸易摩擦升温。

（分析师：康明怡 执业编码：S1480519090001 电话：021-25102911）

## 重要公司资讯

- 1、派斯林：**4月7日公司在互动平台表示，公司围绕全球化发展战略，积极关注政策趋势和市场需求，在中国、美国、墨西哥均有本地化的业务团队并设有制造基地和研发中心。公司将持续关注相关政策对市场的影响，充分发挥全球化业务布局、核心技术团队及本地化制造产能优势，持续为客户提供工业自动化产品和整体解决方案，致力于提升其生产制造数字化、智能化、自动化水平。（资料来源：同花顺 iFinD）
- 2、小商品城：**公司4月7日在互动平台表示，公司作为全球小商品贸易的核心枢纽运营方，已对相关政策调整进行全面分析。基于义乌市场出口结构多元化、供应链韧性突出等特点，结合当前经营数据，公司认为此次关税政策调整对整体业务无实质性影响，对义乌出口影响有限。（资料来源：同花顺 iFinD）
- 3、华能水电：**公司公告，截至 2025 年 3 月 31 日，公司 2025 年一季度完成发电量 212.92 亿千瓦时，同比增加 31.22%；上网电量 211.04 亿千瓦时，同比增加 31.42%。（资料来源：同花顺 iFinD）
- 4、恒瑞医药：**公司与 Merck KGaA 达成协议，将 SHR7280 口服 GnRH 受体拮抗剂项目有偿许可给 Merck KGaA。Merck KGaA 将向恒瑞支付 1500 万欧元的首付款，并支付达到实际年净销售额两位数的销售提成。此外，产品在获得中国药监局批准后，恒瑞有资格获得一定的里程碑付款。SHR7280 作为恒瑞自主研发的新型口服小分子非肽类 GnRH 受体拮抗剂，有望成为辅助生殖领域全球首个获批的口服 GnRH 受体拮抗剂。（资料来源：同花顺 iFinD）
- 5、微软：**发布正式声明：“有关微软将停止在中国运营的报道，信息不实。有关微创 Wicresoft 公司的业务和运营的任何问题应直接向他们咨询。”（资料来源：同花顺 iFinD）

## 经济要闻

- 1、中央汇金：**4月7日，中央汇金公司发布公告称，中央汇金公司坚定看好中国资本市场发展前景，充分认可当前A股配置价值，已再次增持了交易型开放式指数基金(ETF)，未来将继续增持，坚决维护资本市场平稳运行。（资料来源：同花顺 iFinD）
- 2、中央纪委：**据中央纪委国家监委网站，经中共中央批准，中央纪委国家监委对中央纪委国家监委驻中央组织部纪检监察组原组长李刚严重违纪违法问题进行了立案审查调查。经查，李刚严重违反党的政治纪律、组织纪律、廉洁纪律和生活纪律，构成严重职务违法并涉嫌受贿犯罪，且在党的十八大后不收敛、不收手，性质严重，影响恶劣，应予严肃处理。依据有关规定，经中央纪委常委会会议研究并报中共中央批准，决定给予李刚开除党籍处分；由国家监委给予其开除公职处分；终止其党的二十大代表资格；收缴其违纪违法所得；将其涉嫌犯罪问题移送检察机关依法审查起诉，所涉财物一并移送。（资料来源：同花顺 iFinD）
- 3、外交部：**外交部发言人林剑：关于涉及到 TikTok 的问题，中方此前已多次阐明了原则立场。中方将依据中国的法律法规处理相关问题，美方应为中国企业在美经营提供开放、公平、公正和非歧视的营商环境。（资料来源：同花顺 iFinD）
- 4、人民银行：**中国人民银行召开 2025 年金融稳定工作会议，总结 2024 年金融稳定工作，分析当前金融形势，安排下阶段金融稳定工作。一方面，丰富维护金融稳定的政策工具箱，除传统货币政策工具外，创新运用宏观审慎工具，如逆周期资本缓冲、动态拨备等，调节金融体系的顺周期行为，防范系统性金融风险积累；另一方面，充实存款保险基金等，提高金融体系的抗风险能力。当金融机构出现风险时，这些基金能及时提供资金支持，化解风险，保护存款人和投资者的利益，维护金融市场稳定。（资料来源：同花顺 iFinD）
- 5、清明节：**经文化和旅游部数据中心测算，清明节假期3天，全国国内出游1.26亿人次，同比增长6.3%；国内出游总花费575.49亿元，同比增长6.7%。（资料来源：同花顺 iFinD）
- 6、外汇管理局：**4月7日，国家外汇管理局发布的数据显示，3月末我国黄金储备为7370万盎司，较2月末的7361万盎司增加9万盎司。这也是自2024年11月以来，我国央行连续第五个月增持黄金储备。此外，截至2025年3月末，我国外汇储备规模为32407亿美元，较2月末上升134亿美元，升幅为0.42%。（资料来源：同花顺 iFinD）



- 7、**商务部**：4月6日，商务部副部长兼国际贸易谈判副代表凌激主持召开美资企业圆桌会。特斯拉、GE 医疗、美敦力等 20 余家美资企业代表参会。凌激表示，习近平主席在 3 月 28 日会见国际工商界代表时充分肯定外资企业在中国改革开放和现代化建设中发挥的重要作用。不论国际风云如何变幻，中国推进改革开放坚定不移，多边主义是解决世界面临困难挑战的必然选择，中国开放的大门只会越开越大，利用外资的政策没有变也不会变。商务部将一如既往为包括美资企业在内的在华外资企业提供保障，依法保护外资企业合法权益，积极推动解决外资企业问题诉求。中国过去是、现在是、将来也必然是外商理想、安全、有为的投资沃土。（资料来源：同花顺 iFinD）
- 8、**中国商业联合会**：4 月，中国零售业景气指数（CRPI）为 50.5%，环比微升 0.3 个百分点，维持在扩张区间运行。从行业分类看，4 月零售业三大分类指数趋势向好。商品经营类指数为 50.1%，较上月微升 0.2 个百分点；租赁经营类指数为 52.7%，较上月上升 1.3 个百分点；电商经营类指数为 50.1%，与上月持平。此外，租赁经营类指数连续 2 个月上升，升幅有所扩大。中国商业联合会认为，4 月零售业整体表现向好，租赁经营类指数景气度持续高企，电商经营类指数持平，商品经营类指数略有回升，体现出线上线下商品经营预期均有不同程度的改善。（资料来源：同花顺 iFinD）
- 9、**美国**：鉴于美国经济衰退风险上升，太平洋投资管理公司（PIMCO，品浩）看好全球债券市场的稳定回报率。该公司警告称，特朗普激进的贸易、减支和移民政策势将导致美国经济放缓速度超过之前预期，进而损害劳动力市场。该行建议投资者将投资组合向更安全的资产。Pimco 预计美联储将在今年晚些时候再降息 50 个基点，它们认为美联储面临棘手环境，通胀上升和经济放缓的风险对该行实现“物价稳定和充分就业”目标方面带来了相互矛盾的影响。（资料来源：同花顺 iFinD）
- 10、**德国**：欧盟工业战略专员 Sejourne 重申，欧盟对特朗普关税的回应产品清单将在未来几天内公布。欧盟对特朗普关税的回应将是相称的，欧盟将在这方面有统一的立场。（资料来源：同花顺 iFinD）

**每日研报****【东兴策略】A股策略周报：调整带来布局机会 内需崛起正当其时（20250407）**

**短期关税冲击调整带来中期布局机会。**美国关税引发的全球贸易战短期对全球和中国市场都带来不利影响，市场对此超预期政策未有足够心理准备，短期市场冲击不可避免，尤其是美国业务占比较高的方向压力较大，短期需要规避相关方向公司，同时，对国产替代的方向则带来中期利好，因此，市场总体承压，但存在结构性机会。从指数层面来看，市场短期连续大幅下跌的可能性较小，按照我们年度策略观点，市场的震荡重心在 3300 点附近，市场极端情况下，向下调整的极限位置在 3000 点附近，此次调整我们预计难以直接冲击这一点位，后市反复震荡仍是主基调，在前期低点 3140 点附近指数仍将有较强的支撑力度。中期来看，指数的方向仍然取决于关税战的走向以及国内政策调整方向，有待进一步观察相关方发展态势，短期市场风险偏好预计维持较低位置，在业绩披露期，我们此前一直强调业绩为王，关注基本面为主线，低估值大盘股是较好的选择。

**内需崛起正当其时。**在贸易战大背景下，未来国内政策走向将会变得相当重要，目前市场可以预见的政策包括降息降准、扩大财政刺激力度、扩内需政策加码等，国内政策工具储备丰富，在指数经历短期冲击之后，市场会聚焦内需板块，国产替代空间大的方向将是未来重点关注领域，内需占比较高的主要集中在服务业、新能源、军工等，同时，以投资为主的顺周期产业链也有望受益投资拉动的预期。大科技和消费是今年两大核心板块，在外部贸易环境承压的前提下，大科技板块未来也将承担起经济新动力的职责，以人工智能和机器人为代表的核心板块未来仍有较大的想象空间，短期市场风险偏好下降带来的调整从中期维度来看是较好的布局机遇。

**投资建议：**本周关税博弈激烈，全球市场大幅波动尚未结束，以防守为主，降低仓位，短期现金为王。首先，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；其次，可关注内需板块，以服务业、新能源、军工等为主；再次，关注国产替代板块，可关注全产业链自主可控的华为链。

**风险提示：**经济数据大幅低于预期，外部环境恶化。

（分析师：林阳 执业编码：S1480524080001 电话：021-65465572）

**【东兴农林牧渔】农林牧渔行业：关税反制加码，全面看好农业板块（20250407）**

**事件：**4月3日，美国政府宣布“对等关税”计划，其中对中国大陆加征的关税税率为 34%。4月4日，国务院关税税则委员会发布关于对原产于美国进口商品加征关税的公告，中国将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。此前，中国已从 3 月 10 日起对原产于美国的部分农产品加征关税。

**关税反制下，关注农产品涨价与农业新质生产力。**正如我们在 3 月 5 日发布的报告《农林牧渔行业：对美农产品加征关税，关注农产品涨价与粮食安全》中进行的梳理，综合进口量和依存度，高粱、大豆、玉米和棉花受影响较大。此次关税反制后，我国从美国进口农产品加征税率累计达到 44%/49%，从美进口农产品完税价格进一步提升。我国近年来自美国进口农产品数量及占比逐步下降，此次“对等关税”与我国的关税反制政策落地将进一步促使我国农产品供应格局发生变化，对南美市场进口和国内市场供应占比将提升。短期来看，进口成本的抬升将推升进口依存度较高的农产品价格上涨；中长期来看，贸易摩擦加剧，粮食安全重要性再度提

升，种植业转型升级迫在眉睫，生物育种作为提升农作物单产，保证粮食安全的重要手段，其推广应用范围有望进一步扩大，推荐关注龙头种企隆平高科、大北农，其他相关标的登海种业、荃银高科等。

**成本抬升与引种受限，关注养殖链龙头。**我国畜禽肉品进口对美国依存度不足 1%，关税加征对于畜禽肉品价格的直接影响较小，对于养殖链的影响主要体现在大宗原材料涨价带来的成本抬升，以及对海外引种的影响。对于饲料行业来说，贸易摩擦加剧大宗原料波动，给饲料企业采购和成本控制带来更大挑战，龙头企业有望攫取超额收益。对于生猪养殖行业，猪价徘徊在盈亏平衡点上下，饲料成本的抬升将推升养殖端的成本压力，行业落后产能出清有望，具备成本优势的养殖头部企业竞争力有望进一步凸显。对于白鸡来说，海外引种是白鸡重要的引种来源，美国是重要的引种来源国，24 年 12 月美国唯一供种州受禽流感影响引种中断，贸易摩擦进一步增加了未来引种恢复的不确定性，优质品种的结构性短缺或持续，国鸡品种再赢发展机遇。叠加未来扩内需的相关政策提振，养殖产业链供需利好有望共振，推荐关注养殖与饲料龙头企业，牧原股份和海大集团，相关标的包含温氏股份、圣农发展、益生股份等。

**宠物食品代工受冲击，利好国货品牌发展。**我国宠物食品出口美国关税 25 年已累计增加 54%，出口成本大幅提升。并且前期转移产能的东南亚地区也被美国征收高额关税（越南 46%、柬埔寨 49%）。宠物食品对美出口受影响较大，产能布局分散，客户区域分布多元化的企业受影响较小。我国的关税反制对美国原装进口宠物食品影响较大，进口综合关税已超 40%，在国内市场竞争力受到显著影响，利好国货品牌进一步实现国产替代。建议关注具备北美产能的中宠股份，相关国货龙头乖宝宠物等。

**风险提示：**关税政策反复，养殖产能出清不及预期，生物育种推广进度不及预期，政策支持力度不及预期，极端天气风险等。

（分析师：程诗月 执业编码：S1480519050006 电话：010-66555458）

### 【东兴基础化工】基础化工行业：中美互加关税对化工品影响几何？（20250407）

**中美互加关税。**当地时间 4 月 2 日，美方宣布对所有贸易伙伴征收“对等关税”，其中给中国的“对等关税”税率达到 34%。4 月 4 日，中国接连发布多项对美反制措施，包括自 4 月 10 日起，对原产于美国的所有进口商品加征 34% 关税。

**对美出口方面：**化工品出口至美国的占比约 12%，整体影响有限。根据海关总署统计，2024 年我国以化学工业及其相关工业产品、塑料及其制品为代表的化工品出口总金额约为 3707 亿美元，其中对美国出口的金额约为 446 亿美元，占比约为 12.03%。值得注意的是，此次美国“对等关税”政策中，对于特定产品施行豁免条款，包括部分维生素、氨基酸、农药产品等。目前来看，我们判断美国关税政策对中国出口占比较高的化纤、轮胎等商品的需求或存在一定影响，但部分中国轮胎企业已进行了全球化布局，受到的关税冲击可能有望相应减轻。

**对美进口方面：**化工品进口自美国的占比约 11.6%，部分原料或受影响。根据海关总署统计，2024 年我国以化学工业及其相关工业产品、塑料及其制品为代表的化工品进口总金额约为 2539 亿美元，其中对美国进口的金额约为 294 亿美元，占比约为 11.58%。主要化工品中，乙烷、丙烷、丁烷等大宗化工原料进口自美国的比重较高，可能会受到关税影响而价格上涨，对相关下游化工产品的价格及供给影响较大。



**投资策略：**在中美互加关税的大背景下，相关政策的不确定及反复可能会对部分化工品的需求及价格存在一定影响。对美出口方面，我们认为化纤、轮胎等出口量较大的产品或受影响；部分添加剂（维生素、氨基酸）、农药由于豁免政策基本不会受到关税冲击。对美进口方面，乙烷、丙烷、丁烷等大宗化工原料进口自美国的比例较高，对相关下游化工产品的价格及供给影响较大。

**风险提示：**政策不确定性风险；原油等大宗能源品价格大幅波动风险；化工品需求下滑风险。

（分析师：刘宇卓 执业编码：S1480516110002 电话：010-66554030）

**【东兴交通运输】交通运输行业：关税战导致进出口货运承压，建议关注内需板块（20250407）**

**事件：**美国总统特朗普依据 IEEPA（《国际紧急经济权力法》），正式宣布对全球加征“对等关税”。对全球进口商品加征 10% 的基准关税，于 4 月 5 日生效；对部分经济体征收更高的税率，暂定 4 月 9 日生效。其中，对中国、欧盟、日本、越南、印度分别加征 34%、20%、24%、46%、26%。

此外，美方宣布取消对来自中国的低价值进口产品的免税待遇，即所谓 800 美金以下“小包免税”政策。其中通过国际邮政网络寄送的小包裹，需缴纳其价值 30% 或每件 25 美元关税，其余小包裹需正常缴纳所有适用关税。

对此，4 日我国宣布对等反制，自 4 月 10 日起对原产于美国的所有进口商品加征 34% 关税、在世贸组织争端解决机制下起诉美方相关做法、将多家美国实体或企业列入出口管制管控名单或不可靠实体清单以及对中重稀土相关物项实施出口管制等。

**美国加税的核心目标是吸引制造业回归本土：**本次加收的额外关税可以用“美国对该国贸易逆差/美国自该国的进口总额)/2”的公式近似计算，从结果上看，不但是中国被加征了非常高的税率，越南为主的东南亚地区关税也相当高，甚至部分国家超过中国。这一定程度上逆转了前任拜登政府扶植东南亚产业从而减弱对中国产品依赖的“亚太战略”，凸显了当前美国政府非常强烈的要求产业回归美国本土的诉求。

**粗暴加税伤人伤己，全球对美贸易或受较大影响：**自加税政策公布以来，这种粗暴的加税方式已经遭到了全球工商界的广泛声讨。高关税将明显抬升全球对美贸易成本，其额外成本将由出口商、进口商和美国消费者共担，并大概率推高美国通胀，可以说伤人伤己。

**关税实际执行或存在较大不确定性，最终影响还需观望后续谈判结果：**美关税政策的实际执行还取决于后续各国与美国的谈判情况。目前除中国坚决反制外，欧美、加拿大等国也宣布采取反制措施；也有越南、印尼等国选择不反制，或希望通过降低对美关税的方式换取美对其降低关税。因此在目前节点看，实际执行情况还存在较大变数。

**运输板块中，集装箱航运与航空货运受影响较为直接：**集装箱航运方面，远东-北美航线是集装箱航运三大航

线之一。若本次关税加征严格执行，由于东亚及东南亚各国普遍被加征高关税，贸易成本显著提升，将直接影响中美航线货量。同时，由于产业转移不可能快速完成，大量商品可能从高关税国转口至加、墨等低关税国以规避关税，但这同样会造成贸易成本的提升。也就是说，虽然中美运量的缩减可能会部分转化为中加、中墨运量的提升，但预计无法抵消负面影响。

**小包裹取消免税待遇，对于航空货运的短期影响较为直接。**免税待遇的取消使得原本通过小包直邮发货的商家能需要转向使用海外仓等方式，成本会有一定幅度上涨；若商品由于频次较低或高度定制化而无法在海外备货，则经营成本会大幅上涨。关税导致的商品价格上涨也会抑制需求端。由于小包裹主要依赖空运，航空货运短期可能受到较为直接的负面影响。

**建议关注内需板块及对新兴市场贸易：**在美国大幅提高关税的背景下，后续振兴内需成为了我国的必要举措，我们建议关注受益于内需且需求较为刚性的高速公路、铁路等板块。同时，对美贸易成本的增加会倒逼企业开拓新市场，我国企业对东南亚等新兴市场的出海力度有望提升，建议关注已经在东南亚等新兴市场进行布局的物流企业。

**风险提示：**关税政策的不确定性，全球经济衰退的可能性等。

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

#### 【东兴机械】机械行业：新关税落地，关注新质生产力（20250407）

**事件：**4月2日，美国特朗普政府公布对他国关税方案；4月4日中国反制，对美国进口商品征收34%关税。

**持续关注新质生产力方向。**美国本轮加征关税幅度和广度超出市场预期，为应对其对我国经济带来的负面影响，预期国内的政策会进一步聚焦以新质生产力为代表的产业全要素生产力的提升，建议持续关注低空经济、深海科技、人形机器人方向。

**关税超预期也意味着国内稳增长政策可能加速出台，预期财政政策加大支出强度，低空经济有望受益。**2024年12月国务院办公厅将低空经济纳入专项债资本金范畴，地方政府在资金来源上可以优先考虑专项债，低空经济获资金支持。后续为对冲美国关税负面影响，若财政政策持续扩张，低空经济将持续受益。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。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。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。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：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）。

随着我国反制措施出台，美国对华出口将遭冲击，安全自主可控重要性凸显，深海科技事关我国能源安全，相关企业有望受益于进口替代。海洋蕴含地球上超过 34% 的石油和天然气其中有 44% 深埋于水深超过 300 米的深海之下。我国南海平均水深超过 1000 米，55% 的油气资源存在于海底。能源安全大战略下，我国不断出台加大能源勘探力度的相关政策，能源开采相关资本支出有望保持强劲。数据中心有望迁入深海。1000m 以下海水水温变化很小，经常保持着低温状态，相比于陆上数据中心，海底数据中心以海洋作为自然冷源，省电、省水、省地、高安全、高可靠、低时延。AI 技术的突破和推广大幅提升数据中心需求，深海海底为数据中心的大批量建设提供了得天独厚的自然禀赋优势，未来数据中心有望迁入海底。深海装备国产替代空间广阔。超深水环境需承受高压，同时面临低温、高温交替、海底沉积物侵蚀等多重环境压力，深水装备制造壁垒较高，高端设备长期被海外企业垄断。以深水采油树为例，国外设备已广泛应用于 300 米以上深水环境，国际市场 90% 以上份额被欧美企业垄断，我国深水采油树国产化率不足 30%，关键部件如深水密封件、深海压力传感器仍依赖进口。随着深海科技战略持续推进，国内技术领先企业进口替代空间广阔。有望受益标的：海油工程（600583，强烈推荐）、迪威尔（688377）、德石股份（301158）、海兰信（300065）、联科科技（001207）、康斯特（300445，强烈推荐）、中密控股（300470）。

产业升级仍为中长期主线，人形机器人有望解决定制化痛点，是我国提升制造业全要素生产率的重要工具，有望持续获得政策和资金扶持。根据企业的杜邦分析模型，资产回报率为价格、销量和周转率的函数，价格对应着满足定制化的较高毛利率；销量对应着大批量生产的成本摊薄；周转率对应着提高生产效率的敏捷生产低库存。工业机器人的普及解决了低成本、批量化、大规模生产的痛点，而工业互联网利用传感器和互联网让生产设备互联，通过动态配置的单元式生产，从过去落后的面向库存生产模式转变为面向订单生产模式，在一定程度上缩短了交货期，并能够大幅度降低库存，甚至零库存运行。当前工业生产的最后一个痛点在于低成本、大规模、及时性满足客户定制化的需求，而人形机器人作为人工智能的载体，以强大的灵活性和交互性将传统的笨重而固定的生产线嵌入到工业制造的各个环节，打通了消费者个性化需求的最后一公里。2 月 23 日，深圳市政府新闻办召开新闻发布会，按照“应开尽开”原则，向人工智能和机器人开放城市全域全时全场景，2025 年再开放 100 个应用场景，加速行业进入良性循环发展轨道。有望受益标的：柯力传感（603662）、东华测试（300354）、鸣志电器（603728）、兆威机电（003021）、拓邦股份（002139）、微光股份（002801）、恒立液压（601100）、贝斯特（300580）、双环传动（002472）、绿地谐波（688017）、中大力德（002896）、汇川技术（300124，强烈推荐）、埃斯顿（002747）。

**风险提示：**市场恐慌情绪蔓延、宏观经济数据不及预期、产业发展不及预期等。

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

【东兴食品饮料】海天味业（603288.SH）：成本持续改善，利润目标达成（20250407）

**事件：**24 年公司营业收入 269.01 亿元，同比上升 9.53%；归母净利润 63.44 亿元，同比上升 12.75%；扣非归母净利润 60.69 亿元，同比+12.51%。2024 年 Q4，公司营业收入 65.02 亿元，同比+10.03%；归母净利润

15.29 亿元，同比+17.82%；扣非归母净利润 14.55 亿元，同比+17.07%。收入增速略低但利润增速达到公司拟定目标。

**老品稳健增长，新品贡献加速度。**从产品端来看，24 年酱油/调味酱/蚝油/其他收入分别为 137.6/26.7/46.2/40.9 亿元，分别同比增长+8.87%/9.97%/8.56%/16.75%，核心产品恢复性增长，新品维持较高增速。公司各产品销售额的增长主要由量增驱动。酱油/调味酱/蚝油吨价分别同比-2.47%/-3.09%/0.43%，推测主因大包装产品销量增加。24Q4 酱油/调味酱/蚝油/其他产品收入增速分别为 13.57%/13.17%/15.38%/7.13%。受春节错期影响，单从 Q4 来看，新品增速有所回落而老品增速更高。从渠道端来看：线上/线下收入分别为 12.43/238.85 亿元，分别同比增长+39.78%/8.93%，线上实现高速增长。分区域来看，东/南/中/北/西部的营业收入均实现增长，分别同比+10.1%/+12.9%/+11.0%/+8.0%/+8.8%，增速较为均衡，24 年末，公司经销商数量净增加 116 名至 6707 名。公司内部经营思路持续优化，以线下为主，通过科技赋能，推动线上交易量高速增长，公司致力打造更立体的海天销售模式。

**成本红利进一步释放。**公司 24 年毛利率 37%，同比+2.26pct，主要得益于原料大豆以及包材成本下降。根据酱油酿制周期，如果采用 23 年 6 月-24 年 6 月为 24 年的大豆均价，往前推移一年为 23 年的均价，往后推移一年为 25 年的均价，则 24 年大豆成本同比下降 12.6%，25 年大豆成本下降 13%左右。推测今年原材料红利将进一步释放。费用方面，24 年公司销售/管理费用率分别为 6.05%/2.09%，分别同比+0.73/0.05pct。费用有所增加主因消费弱复苏，公司加强销售团队的建设 and 产品推广力度抢占市场份额。

**公司盈利预测及投资评级：**24 年公司改革红利逐步释放，三大核心业务保持平稳增长，以复合调味汁为主的新品以及海外渠道或进一步打开增长空间。我们推测在政策的推动下餐营业有望进一步复苏，公司在调味品市场份额有望进一步提升。我们预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 1.29/1.42/1.53 元，当前股价对应 PE 分别为 32/29/27 倍，维持“推荐”评级。

**风险提示：**餐营业复苏不及预期；食品安全风险；原材料价格波动风险。

（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）



## 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的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。