



财通证券
CAITONG SECURITIES

中东冲突后再看“东升西落”

分析师：徐陈翼

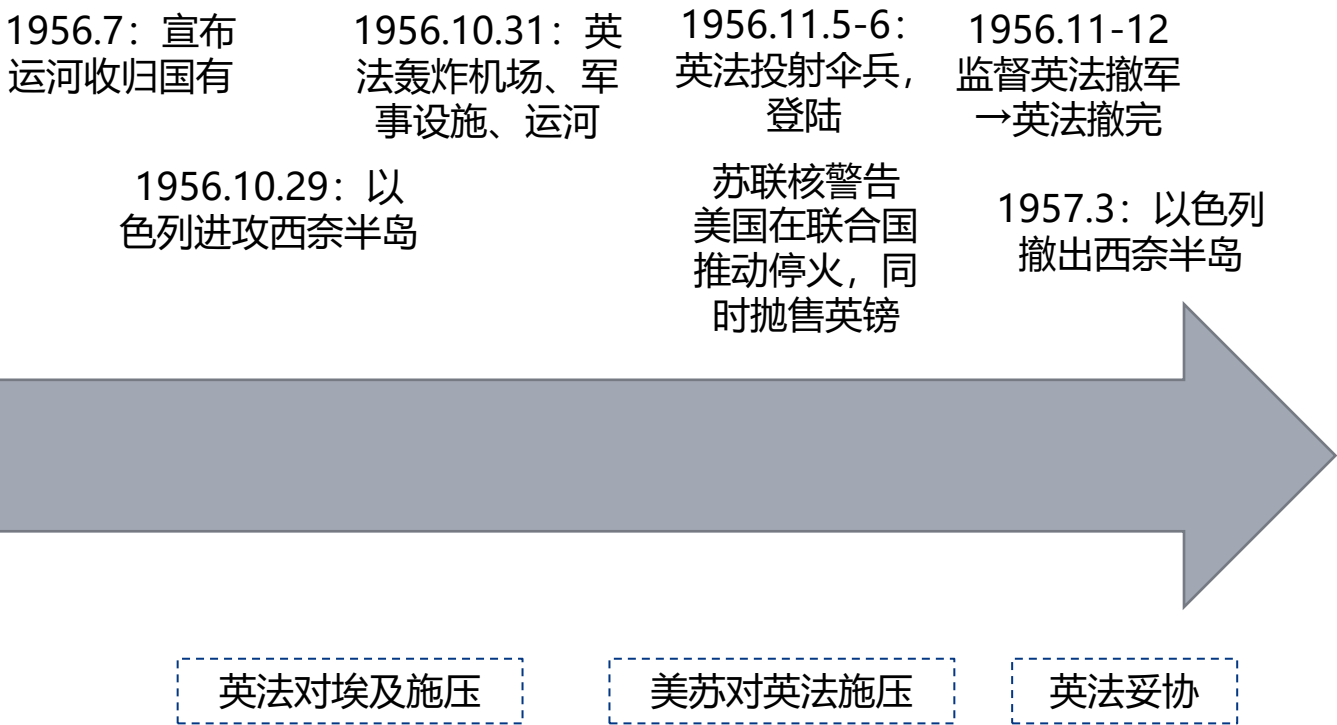
SAC: S0160523030003

证券研究报告 | 2026/5/12

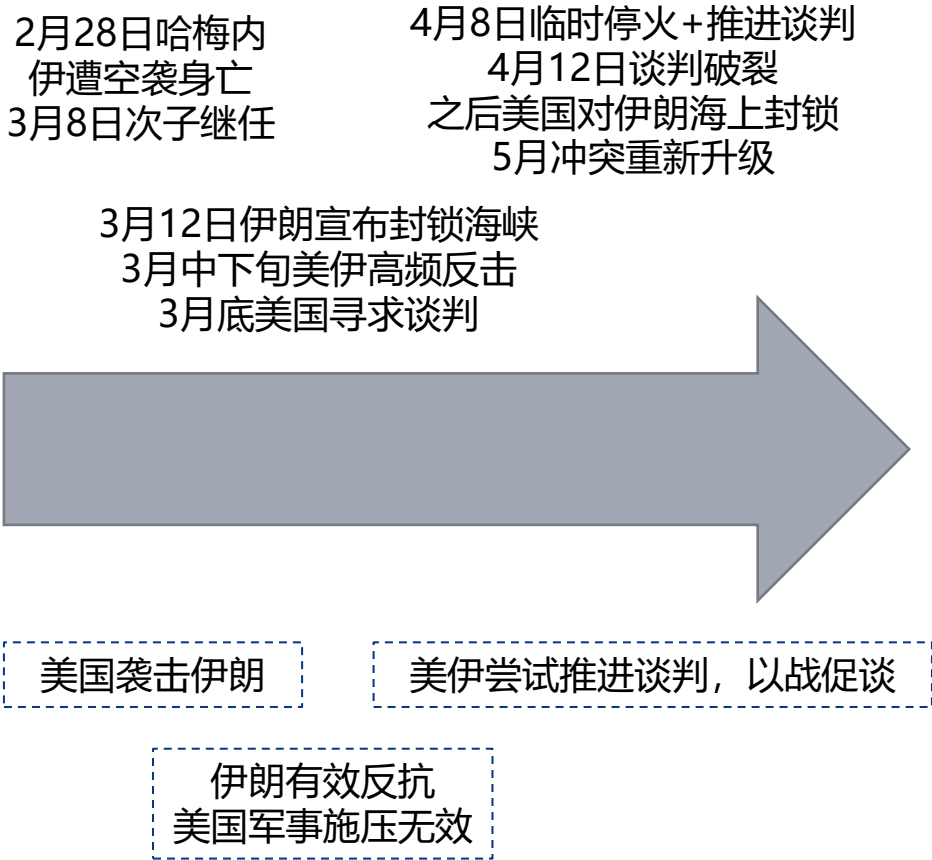
- 01. 全球大变局：苏伊士运河 VS 霍尔木兹海峡
- 02. 历史镜观：70年代日本的“东升西落”启示
- 03. 中国优势：高油价环境中的两条受益线索
- 04. 4月决断的答卷：HALO PLUS——自由现金流+科技&出海
- 05. 配置重点1-自由现金流：增长回归，重视年化 25%+的现金流增强
- 06. 配置重点2-科技&出海：盈利质量稳步提升，机械、电子领衔全球化

苏伊士运河VS霍尔木兹海峡：事件进程对比

图表1：苏伊士运河事件进程



图表2：霍尔木兹海峡事件进程



苏伊士运河VS霍尔木兹海峡：相似和差异

相似点：当前美伊冲突对比苏伊士运河事件，两者在冲突本身层面十分相似，都是一场难以占优的行动，战争成本高（军费、民心、经济影响），失败后果惨痛；

差异点：苏伊士运河事件是美苏崛起背景下、英法难以避免的败局，而霍尔木兹海峡事件是美国本身谈判已经占优，想要军事冒险的非必要行为，更多是操作层面的失策而非大势上的天然失败。后续美国更多是赢多少、成本多高（至少达成了削弱伊朗的战略目的），而非英法的必然+全面溃败。

图表3：苏伊士运河VS霍尔木兹海峡：相似和差异

相似点	苏伊士运河	霍尔木兹海峡
争夺标的	都是能源生命线（导致全球影响大、成本高）	
军事困境	军力显著占优，但无法防止袭击海峡（导致军事上大概率难占便宜）	
失败后果	可能加速丧失全球话语权（失败风险大）	
国内政治	内部都不统一，民众不想打（战争成本高）	
不同点	苏伊士运河	霍尔木兹海峡
本身胜败可能	面对背后美苏劣势，本身大概率失败	本身谈判优势，不打仗下成功概率高

当前美伊谈判框架：核心要点分歧仍在

图表4：美伊谈判诉求

	美国	伊朗
核问题	伊朗永久停止铀浓缩、拆除核心设施、移交近武器级浓缩铀、接受无限制核查；目标是彻底消除伊朗核能力。	和平利用核能是主权，不放弃有限铀浓缩；最多接受5年限制期、不拆设施、不移交浓缩铀；核问题放在最后阶段谈。
地区安全	伊朗削减导弹能力、切断黎巴嫩 / 叙利亚等代理人联系、停止支持“反以 / 反美武装”；美军不撤出中东、维持波斯湾存在。	美军撤出伊朗周边海域 + 中东基地、解除海上封锁；保证不袭击伊朗本土 + 核设施；霍尔木兹海峡由地区国家共管、外国军队撤出。
制裁与封锁	维持对伊制裁 + 海上封锁，仅在伊朗全面让步后分步解冻部分资产；不承认伊朗对霍尔木兹海峡的管控权。	全面、立即解除所有单边制裁；解冻约 270 亿美元海外冻结资产；要求美以支付战争赔偿。
谈判逻辑	先停火 2 周、再谈核心议题，以拖待变、消耗伊朗经济；	30 天内一揽子解决所有问题、先全面停战 + 解除制裁，

当前原油情况-供给变化

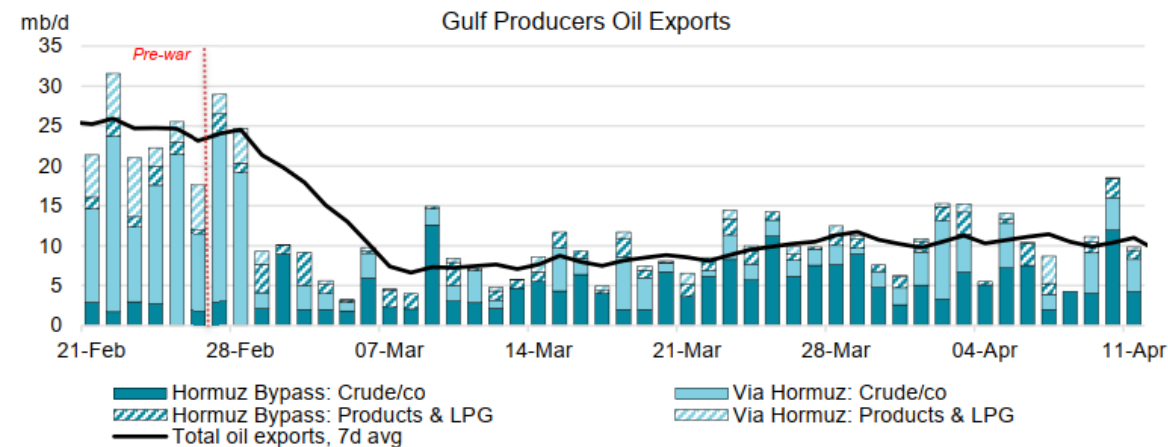
中东原油供应较战争前下降约15百万桶/日，对比100百万桶/日的全球总需求，对应中期供需缺口达15%。

战争导致的产能损失看，约5.2百万桶/日，对应长期供需缺口达5.2%。

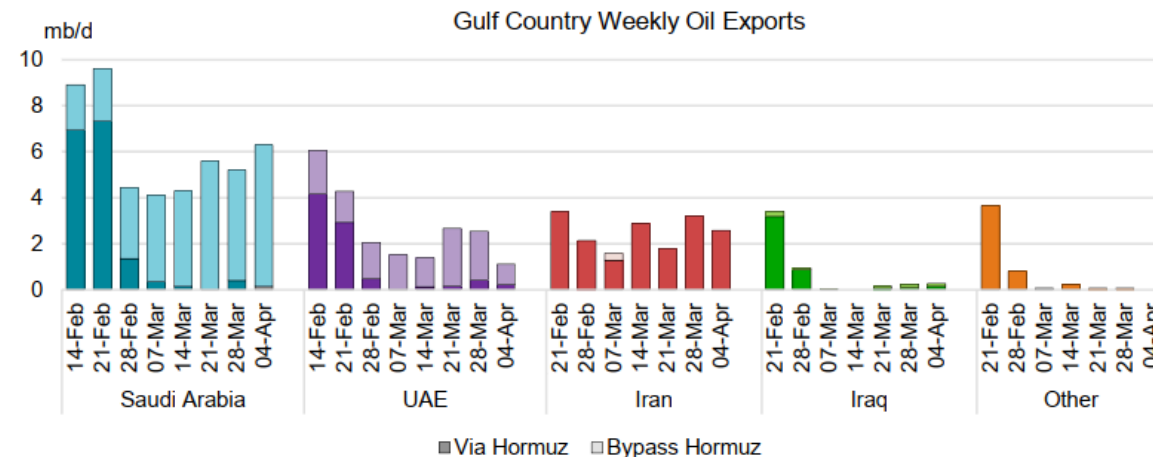
图表5：中东长期产能损失

国家 / 地区	长期产能损失	原因
沙特阿拉伯	1.30 mb/d	设施袭击、管线损坏
阿联酋	0.50 mb/d	天然气 / 石化配套产能损毁
科威特	1.90mb/d	炼油厂遭反复袭击 + 库容耗尽
巴林	0.14 mb/d	无出口通道、新炼厂遭多次袭击后全面停产
卡塔尔	1.40mb/d	工业区被毁

图表6：中东原油供应变化



Source: Kpler. Notes: Includes exports from Saudi Arabia, Iraq, UAE, Iran, Kuwait, Qatar, Bahrain and the Neutral Zone. Hormuz bypass includes loadings from Saudi Red Sea ports, UAE Fujairah, the Iraqi-Türkiye pipeline (ITP) from Ceyhan and Iran's Jask Oil Terminal.



当前原油情况-库存变化

库存延续测算：如果参考各国冲突前库存+中东进口规模（假设中东后续无进口），目前美欧压力有限，日本/韩国/印度+泰国，承压6/2-3/1-2个月压力或就显著。

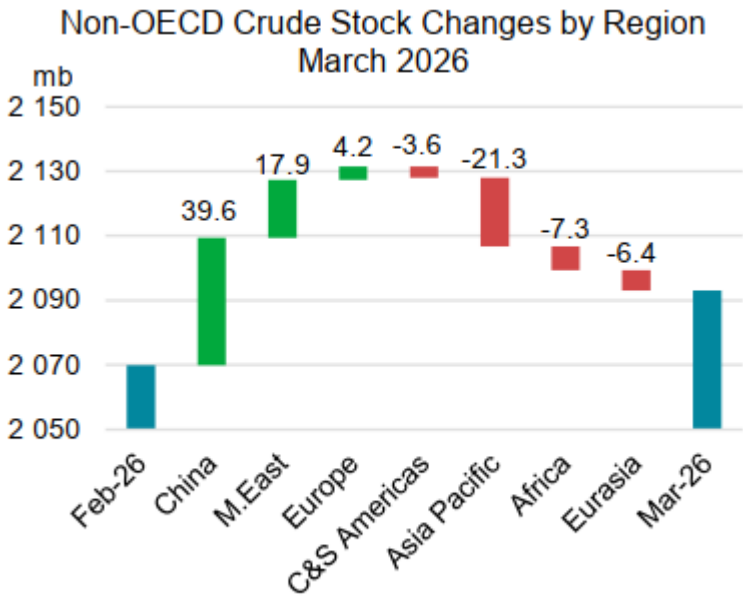
3月库存变化：全球观察到的石油库存下降了85百万桶，其中中东以外库存下降了205百万桶，占OECD之前库存的6%（205/3377）。结构看，IEA报告称亚太地区降幅最大（非OECD亚太主要是东南亚地区）。

图表7：美伊冲突前库存消化完用时测算

	单位	OECD	欧洲	美国	日本	韩国	印度	泰国
冲突前库存	百万桶	3377	1309	1229	329	101	57	15
之前消费量	百万桶/日	44.8	12.5	19.0	3.2	2.9	5.6	1.3
库存天数	天	75.4	104.6	64.7	101.6	34.9	10.2	12.0
之前进口	百万桶/日		9.3	6.1	2.4	2.8	4.8	1.0
进口/消费			74%	32%	74%	97%	85%	78%
中东进口占比			17.1%		94%	70%	45%	57%
延续时间-基于测算	天	1109.7 196.4 52.5 31.4 35.0						
延续时间-基于实	天	289.8 97.4						

图表8：美伊冲突后实际库存变化情况

	3月库存变化	百万桶/日	百万桶
观测库存变化合计	-2.70	-81.0	
中东库存	4.00	120.0	
非中东变化库存变化	-6.70	-201.0	
经合组织工业库存	0.20	6	
经合组织政府储备	-0.05	-1.5	
非经合组织原油库存	0.75	22.5	
其中：中国原油库存	1.28	38.4	
部分非经合组织成品油库存	-0.18	-5.4	
海上浮仓库存	-3.40	-102	

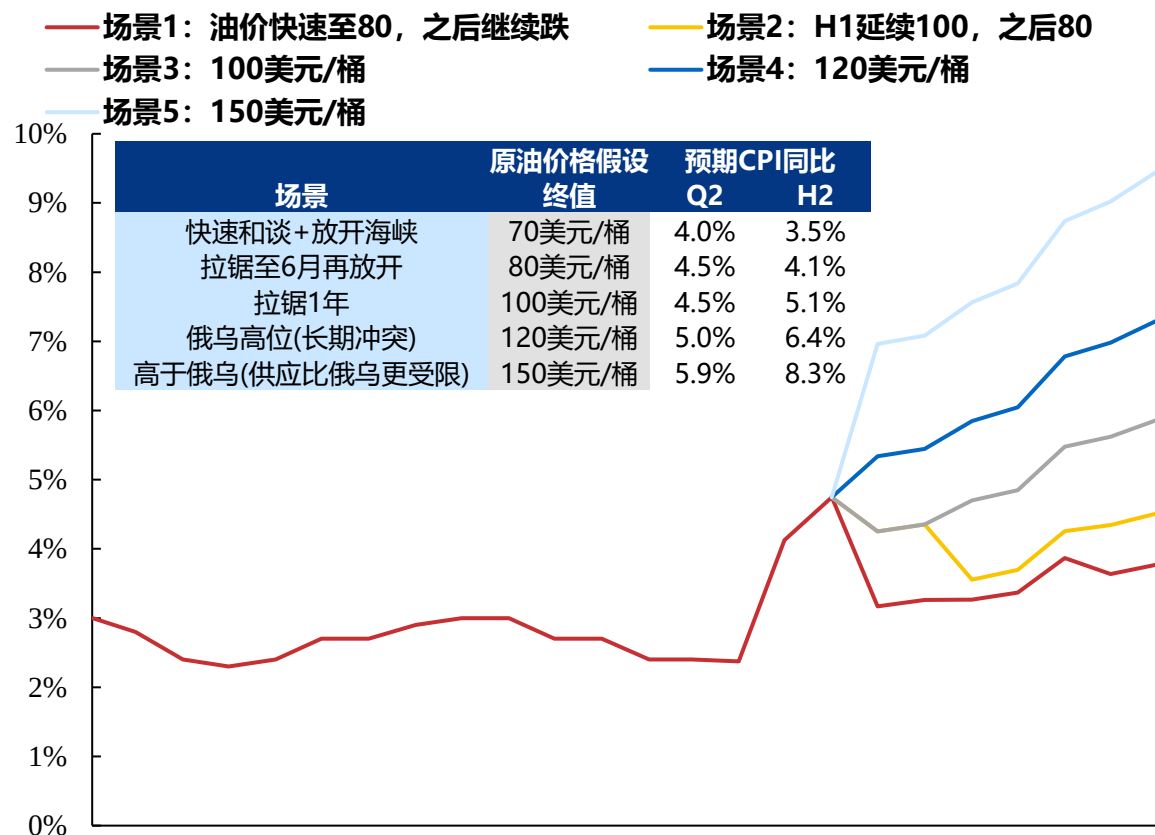


油价对海外通胀影响：通胀大幅推升，核心通胀中枢略抬升

CPI影响测算：油价高企下，CPI同比预期显著抬升。即使后续回到80美元/桶，CPI同比也在4+%。不过联储可能忽视原油供应的短期影响。

核心CPI影响测算：如果直接通过回归测算核心CPI同比和能源同比的 β （包含了宏观因子），预计在3-4%左右，油价在80/100美元，核心通胀抬升约0.5/1.0%；联储研究论文看（只计算油价冲击）， β 在0.7%左右，核心通胀抬升约0.2/0.4%。

图表9：油价对海外通胀预测（假设只影响非核心通胀）



图表10：油价对海外通胀弹性测算

	食品	能源商品	核心商品	住房租金	核心服务
CPI内权重	13.7%	3.7%	20.2%	33.8%	28.6%
影响逻辑	影响运输成本	直接传导	宏观传导+原材料成本	/	宏观传导+机票分享
影响时效	长期均值	当期数据	长期均值	/	长期均值
能源的 β	9.2%	1	6.7%		4.5%
能源的p值	0.3%	/	0.0%		0.5%
能源的R2	47%	100%	25%		28%

	β	对应X	去年H2	长期油价假设	70	80	90	100	110	120
去年H2油价			62	油价同比	13%	29%	45%	61%	77%	93%
				2年CAGR	6%	14%	20%	27%	33%	39%
分项回归测算 β	3.2%	2年CAGR	2.9%	核心CPI	3.1%	3.3%	3.5%	3.7%	3.9%	4.1%
分项回归测算 β	4.1%	2年CAGR	2.9%	核心PCE	3.1%	3.4%	3.7%	4.0%	4.2%	4.5%

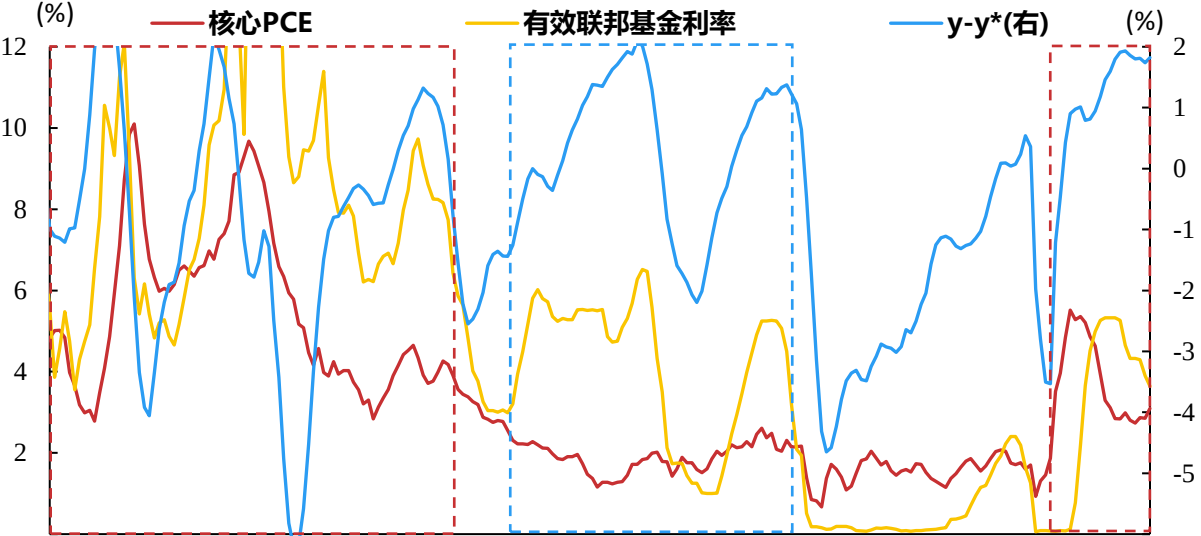
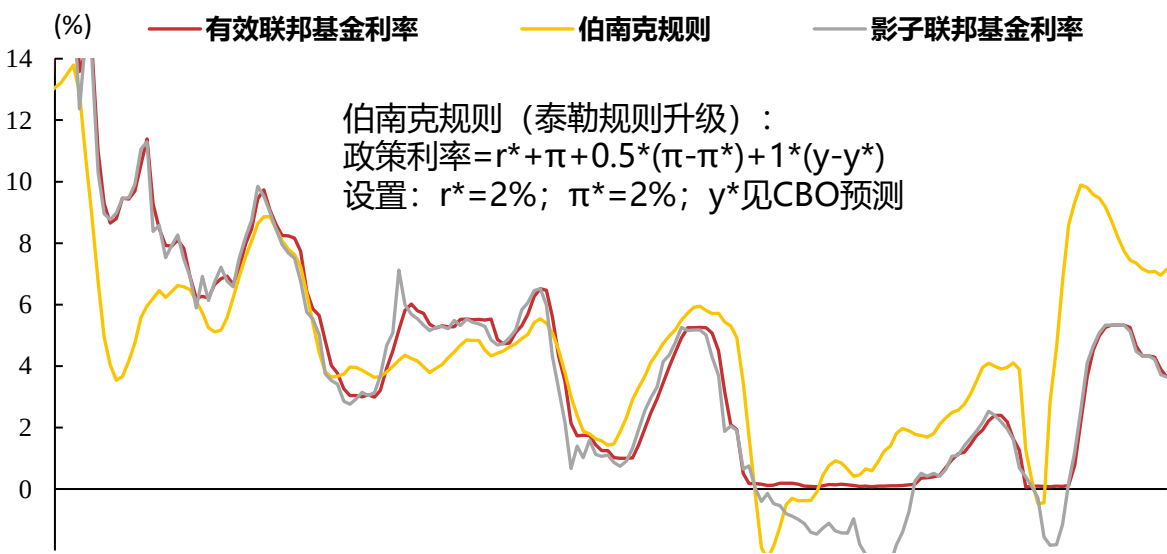
海外通胀对海外货币政策影响：核心通胀中枢抬升，压制降息空间

政策利率基于通胀缺口和产出缺口制定：高通胀时期（70-80年代和20年后），政策利率受通胀驱动更多；通胀相对稳定期（90-20年），产出缺口主导政策利率走势。

核心通胀对联储弹性测算：基于伯南克规则， $\Delta \text{EFFR}/\Delta \text{PCE}$ 为1.5；历史回测看，大概在1-2。另鲍威尔表态当前政策利率略高于中性利率。即如果通胀抬升0.4%左右，理论应该加息1-2次；如果如果通胀抬升1.0%左右，理论应该加息5次左右。

图表11：通胀对政策利率影响

顶底时间	1973	1975	1977	1981	1987	1990	1993	2003	2007	2020	2023
EFFR (%)	3.30	12.92	4.61	19.04	6.10	9.85	2.96	0.98	5.26	0.08	5.33
核心PCE (%)	2.68	10.22	5.86	9.76	2.83	4.71	2.66	1.46	2.67	0.97	5.61
范围	1973-1975		1975-1977	1977-1981	1981-1987	1987-1990	1990-1993	2003-2007		2020-2023	
△EFFR/△PCE		1.3	1.9	3.7	1.9	2.0	3.3		3.5		1.1

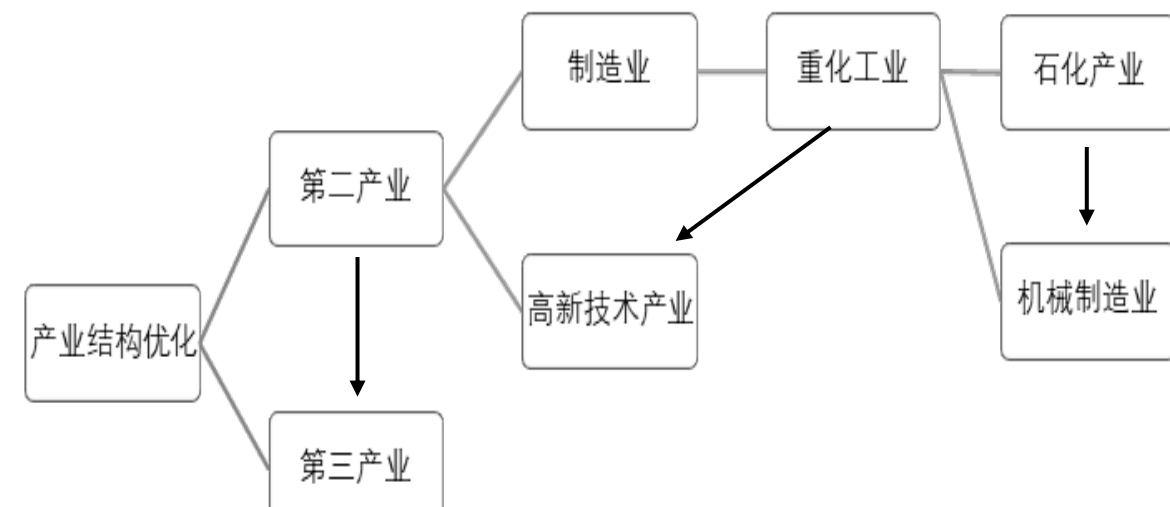


- 01. 全球大变局：苏伊士运河 VS 霍尔木兹海峡
- 02. 历史镜观：70年代日本的“东升西落”启示
- 03. 中国优势：高油价环境中的两条受益线索
- 04. 4月决断的答卷：HALO PLUS——自由现金流+科技&出海
- 05. 配置重点1-自由现金流：增长回归，重视年化 25%+的现金流增强
- 06. 配置重点2-科技&出海：盈利质量稳步提升，机械、电子领衔全球化

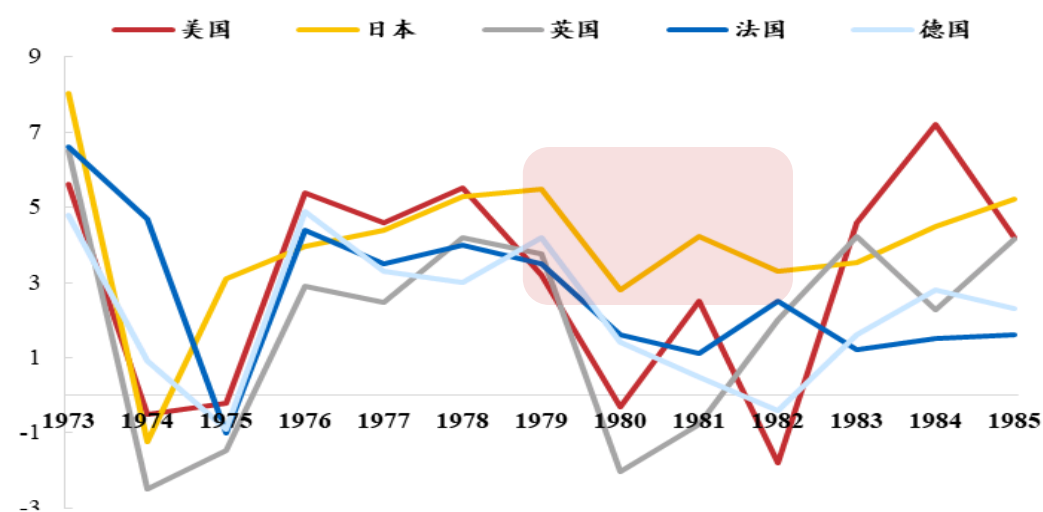
“大滞胀”下的艰难转型

- ◆ “产业结构转型”是日本在70-80年代的标签，“科技立国”和“减量经营”是其中两大抓手。日本在二战之后成功从纺织为主的轻工业，完成钢铁、化工为代表的重工业经济转型。但随着70年代初布雷顿森林体系崩塌带来的日元升值，以及石油危机带来的油价飙升，“来料加工”模式的重工业体系受到严重冲击，日本被迫进行第二次经济转型。
- ◆ 随着对于重化型产业结构的优化，日本成功在全球产业链中开辟了新领域，并且在70-80年代大滞胀的背景下呈现出的“一枝独秀”的稳定经济增速。经济结构优化后的日本大幅降低了对化工原材料的依赖，而代之以微电子、一般机械等知识与技术密集型产品。因此在第二次石油危机冲击下，日本实际GDP增速均超过5%，相对于其他西方国家表现出强劲的增长韧性。

图表12：日本产业结构转型框架



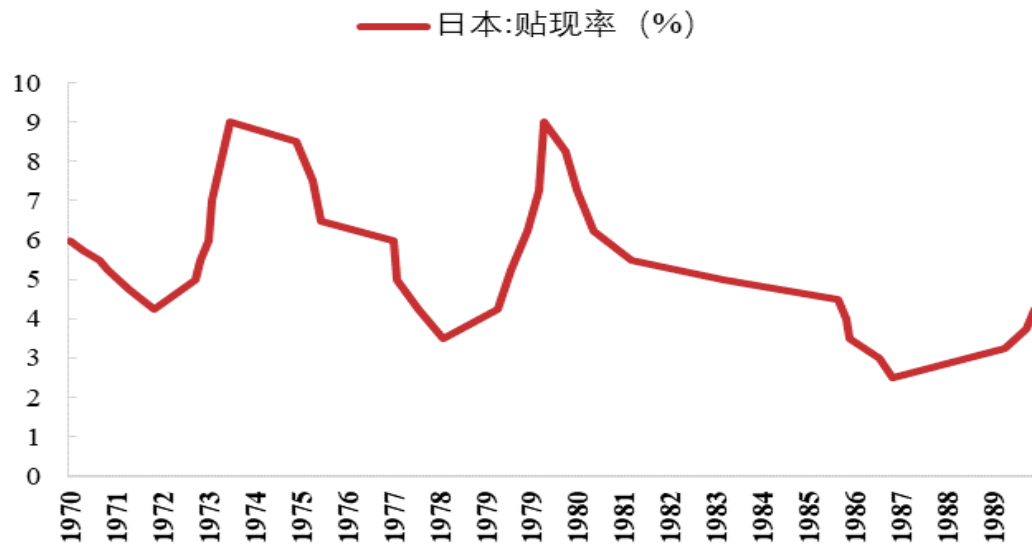
图表13：1973-1985年期间主要发达国家GDP增速（单位：%）



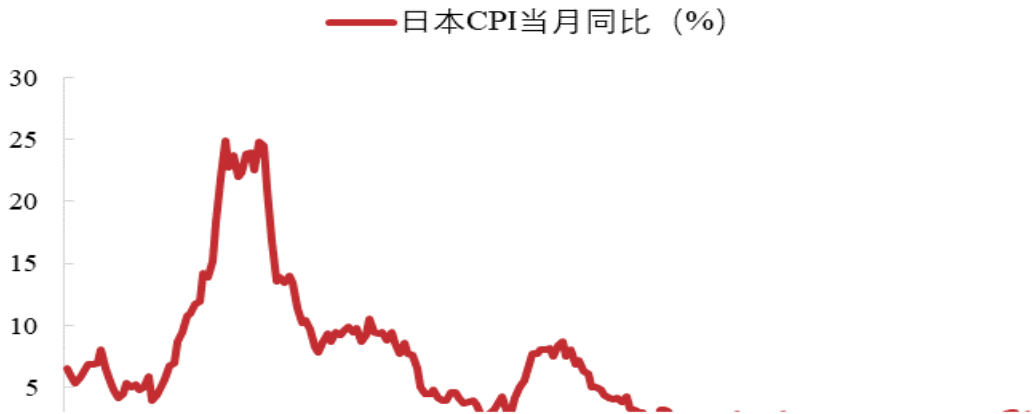
重工业为日本带来高增长，也为70年代危机埋下伏笔

- ◆ 1973年第一次石油危机爆发，由于石油占日本当时全部能源消耗的77.6%，油价的快速上行再度对日本经济施以沉重一击：加工型重工业需要将产品成本涨价转嫁给下游，但日元升值同时还抑制了出口的需求端，叠加前期列岛改造计划带来的产能过剩，CPI加速攀升至20%上方。为了抑制通胀压力，日本央行在73年上调贴现率5次，M2从73年初接近30%的同比增长降至至74年10%左右的水平。需求不振叠加流动性收紧，1974年日本企业倒闭数量达到空前的11681家。
- ◆ 国民对于美好生活的需求也是日本产业转型的重要驱动。早年日本奉行“生产第一”的原则，发展重化工业的同时牺牲了生态平衡和自然环境，导致污染问题日益严重。

图表14：日本央行多次上调贴现率来应对通胀



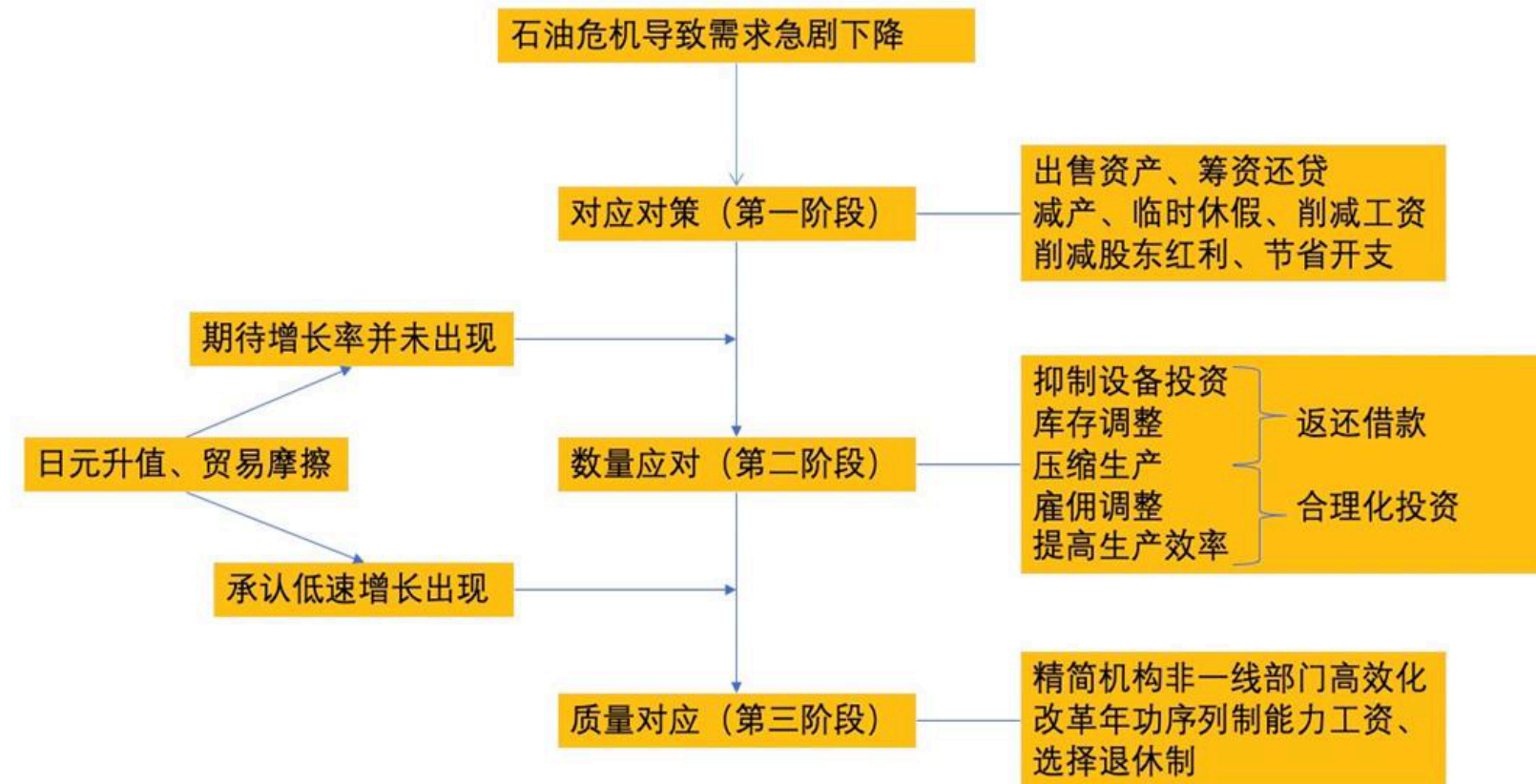
图表15：列岛改造计划“后遗症”遇上石油冲击，日本CPI冲破20%



第一次石油危机后，日本开始向“节能化”、“技术化”转型

- ◆ 第一次石油危机后，日本致力于降低对传统能源的依赖，开始向“节能化”方向发展。日本政府在1974年出版的《产业结构长期设想方案》中提出“发展资源能源节能型产业”和“发展技术密集型产业”两大目标。日本企业自发进行了“减量经营”的措施。

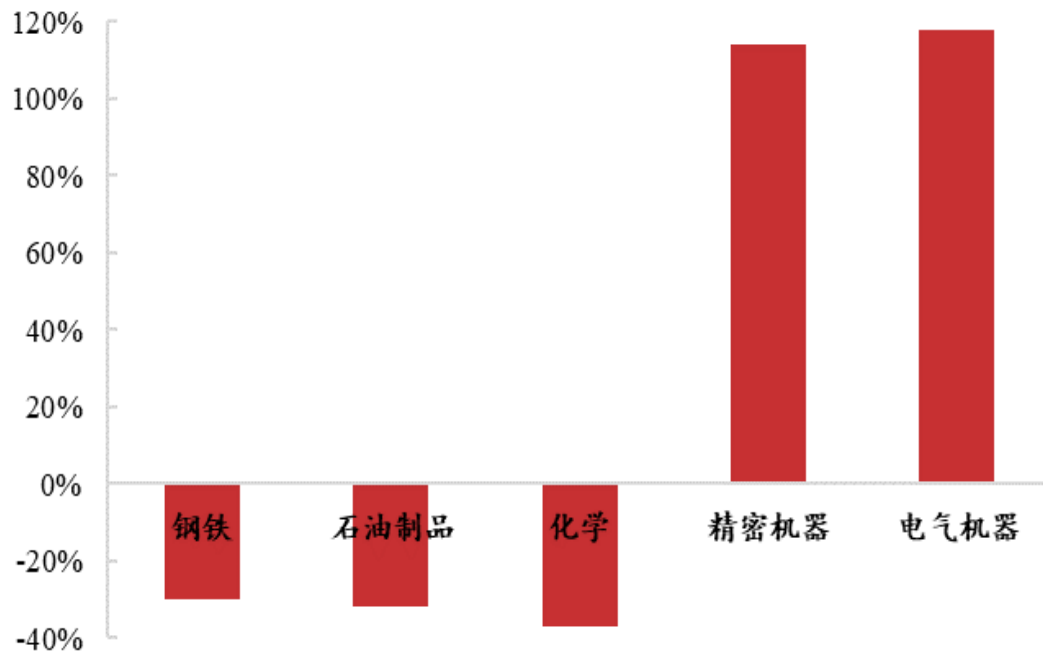
图表16：“减量经营”的操作流程



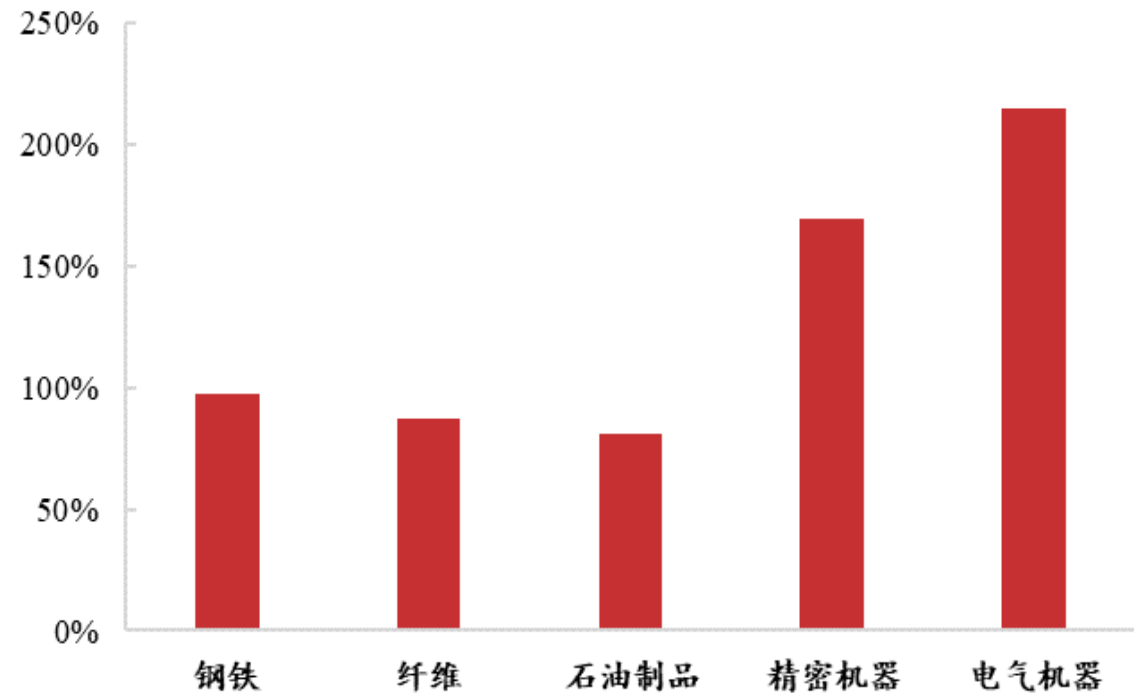
第一次石油危机后，日本开始向“节能化”、“技术化”转型

- ◆ 针对传统重化工业，日本政府在1978年出台“特定萧条产业安定临时措施法”，将化肥、造船等14个行业认定为萧条行业，通过政府收购来报废设备的方式对落后产能进行清理。日本政府还成立萧条产业信用基金，帮助萧条行业进行过剩产能出清，日本企业也逐渐开始关注自身成本的降低，包括能源成本与人力成本。

图表17：1975-1979年日本固定资产投资额变动



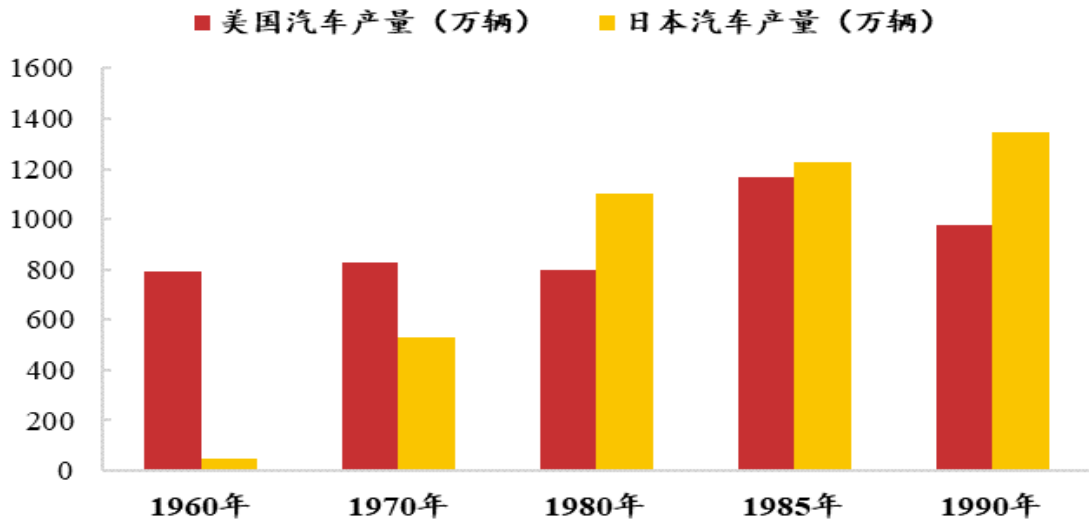
图表18：1987年5月日本产能变动



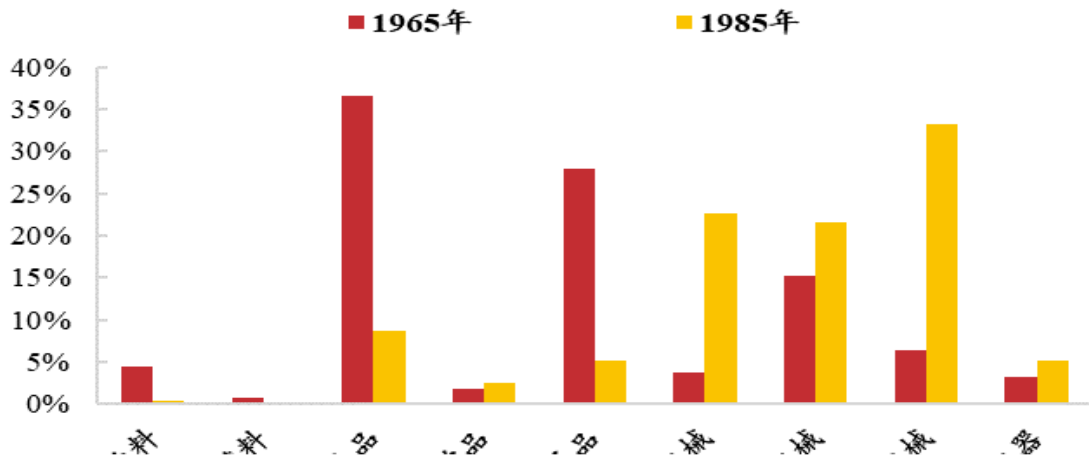
第一次石油危机后，日本开始向“节能化”、“技术化”转型

- ◆ 日本汽车和家电在节能方面的优势获得了全球范围的追捧。日本在节能化方面的投入使其产品相较于其他国家更具比较优势。
- ◆ 日本政府还将目光转向技术密集型产业。1973年后日本政府对电子计算机给予了大力支持，而后在1980年的《产业结构长期设想方案》中又进一步提出“科技立国”战略。
- ◆ 工程师红利和大量的专利进口都是日本产业转型背后的重要驱动。1965年到1975年期间，日本大学生人数从94万人增长到174万人，高等教育人才得到了将近于翻倍的增长。同时日本在1971-1975年间引进的甲种技术合同有8368件，相当于整个20世纪50-60年代的总和，其中一半以上来自于美国。

图表19：日本汽车产量在70年代末开始超越美国



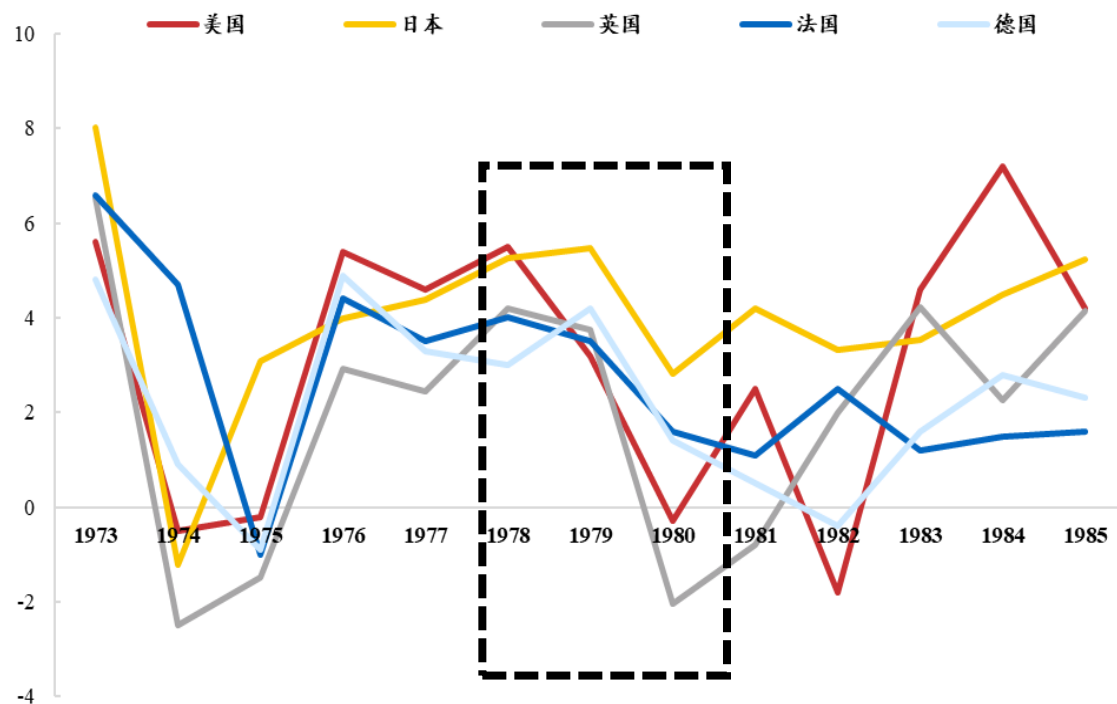
图表20：日本对美国出口品类占比



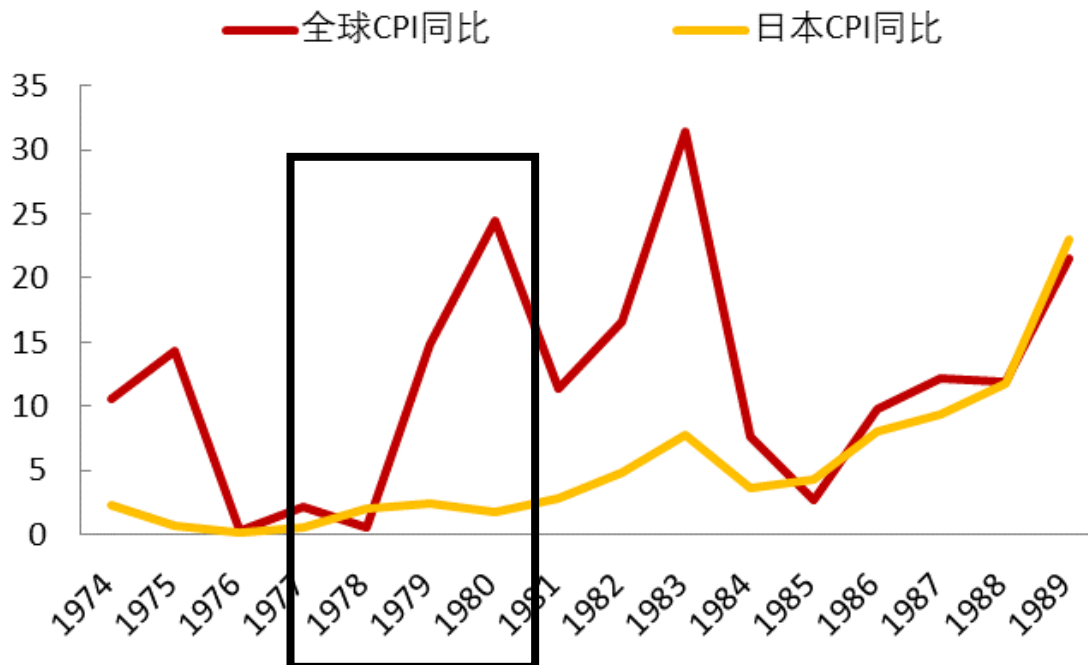
产业结构转型减缓了第二次石油危机对日本的影响

- ◆ 第二次石油危机对日本的冲击显著小于前一次。1978年底，两伊战争再度引发石油价格飙升。相较于第一次石油危机不同的是，日本在第二次石油危机中并没有受到太大的通胀压力。全球CPI同比涨幅在1979-1981年分别为7.66%、31.40%、16.64%，而日本的同期CPI变化仅为3.66%、7.81%、4.78%。

图表21：第二次石油危机期间日本经济表现好于其他发达经济体



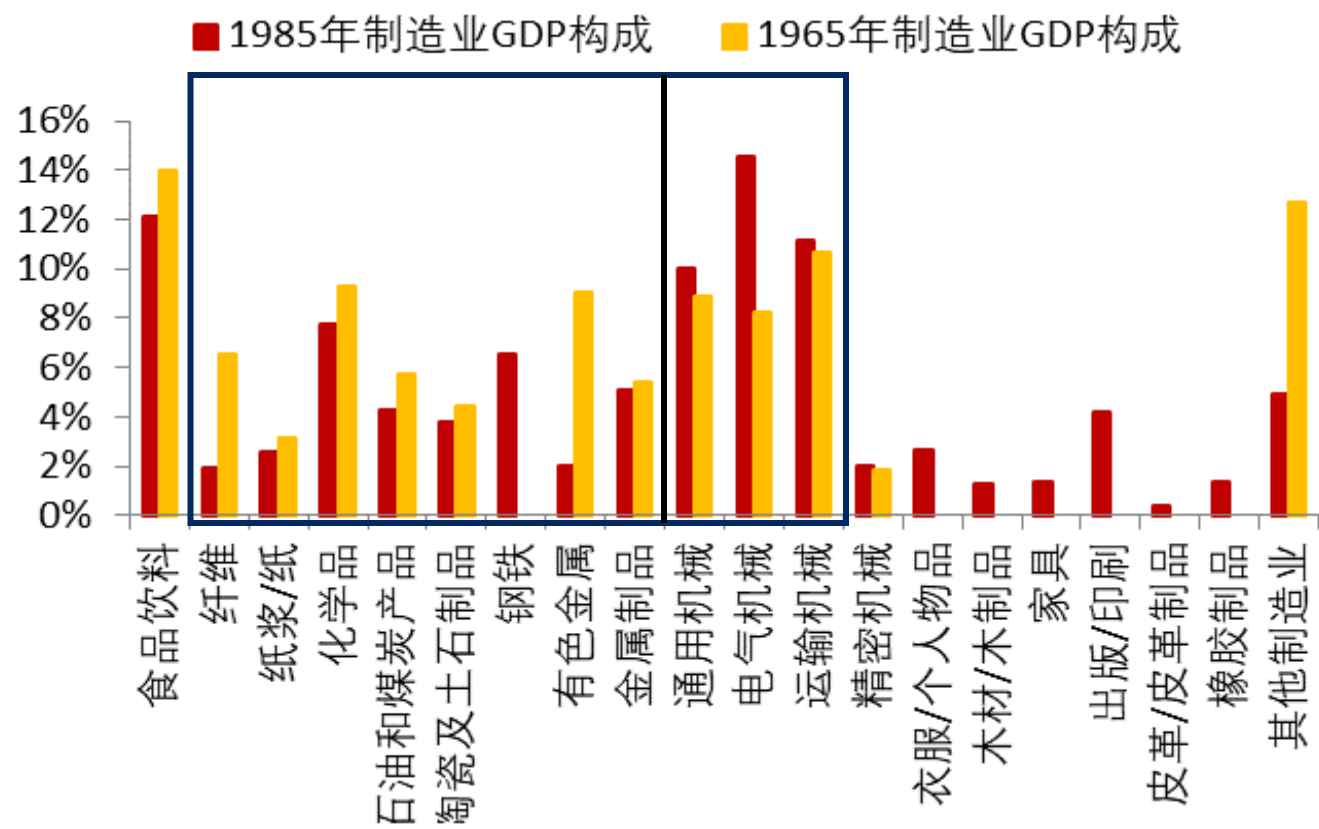
图表22：第二次石油危机期间日本CPI增幅明显低于其他发达经济体



产业结构转型减缓了第二次石油危机对日本的影响

◆ 1985年，通用机械、电气机械、运输机械占日本制造业GDP的比重分别为9.99%、14.51%、11.19%，成为日本制造业占比前四大的行业。然而像纤维、纸浆、化学、石油等重工业的产业占比相对于1965年以来出现明显下降。

图表23：日本制造业在70-80年代进行了结构优化



产业结构转型减缓了第二次石油危机对日本的影响

◆ 日本政府在第二次石油危机前采取的紧缩货币政策则是充分总结了第一次石油危机时期的教训后的经验之举，从而有效地抑制了物价大涨。日本在79年上调3次贴现率，由3.5%上调至6.25%，并且在80年的第一季度将贴现率上调至9%。同时结构优化带来的高附加值产业出口大幅增加，一定程度上使日本在当时的全球产业链中获得了独一无二的地位：1965-1973年日本经济增速9.4%的背景下，出口贡献度仅16%，而1974-1985年的经济增速仅为4.3%时，出口贡献度高达35%。

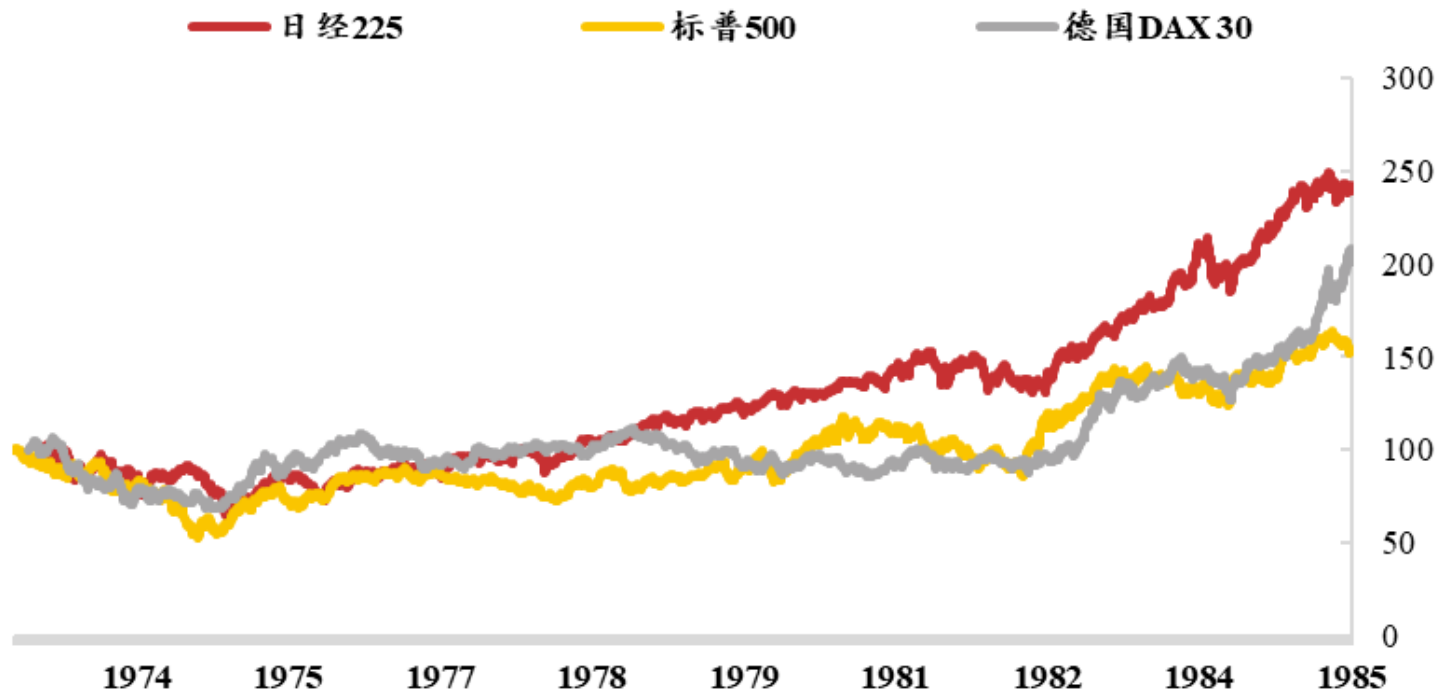
图表24：1973年-1983年日本经济增长与出口关系

年份	GDP增长率 (%)	出口增长率 (%)	净出口对经济增长的拉动 (%)	净出口对经济增长的贡献度 (%)	出口依存度 (%)
1973	7.9	28.83	-3	-37.97	9.84
1974	-1.4	50.41	1.2	-85.71	13.33
1975	2.7	2.32	1.9	70.37	12.54
1976	4.8	19.06	1	20.83	13.29
1977	5.3	18.88	0.9	16.98	12.84
1978	5.2	19.3	-0.9	-17.31	10.9
1979	5.3	8.28	-1.4	-26.42	11.34
1980	4.3	24.02	3.4	79.07	13.42
1981	3.7	18.57	1.5	40.54	14.4
1982	3.1	-8.31	0.3	9.68	14.2

1973 -1985 年盈利驱动的“转型牛”， 日经指数涨幅近 1.5 倍

- ◆ 70-80年代全球“大滞胀”时代，日本股市却在产业转型的背景下走出了一轮长牛。1973-1975年受到日元快速升值和第一次石油危机的影响，日本股市也经历了大幅调整，日经指数从5200点下跌至3600点。1976年日本开始密集出台政策引导传统重化工行业“减量经营”去产能，同时对高端精密机械领域提供补贴、减税等支持，股市开启了超过10年的慢牛行情。

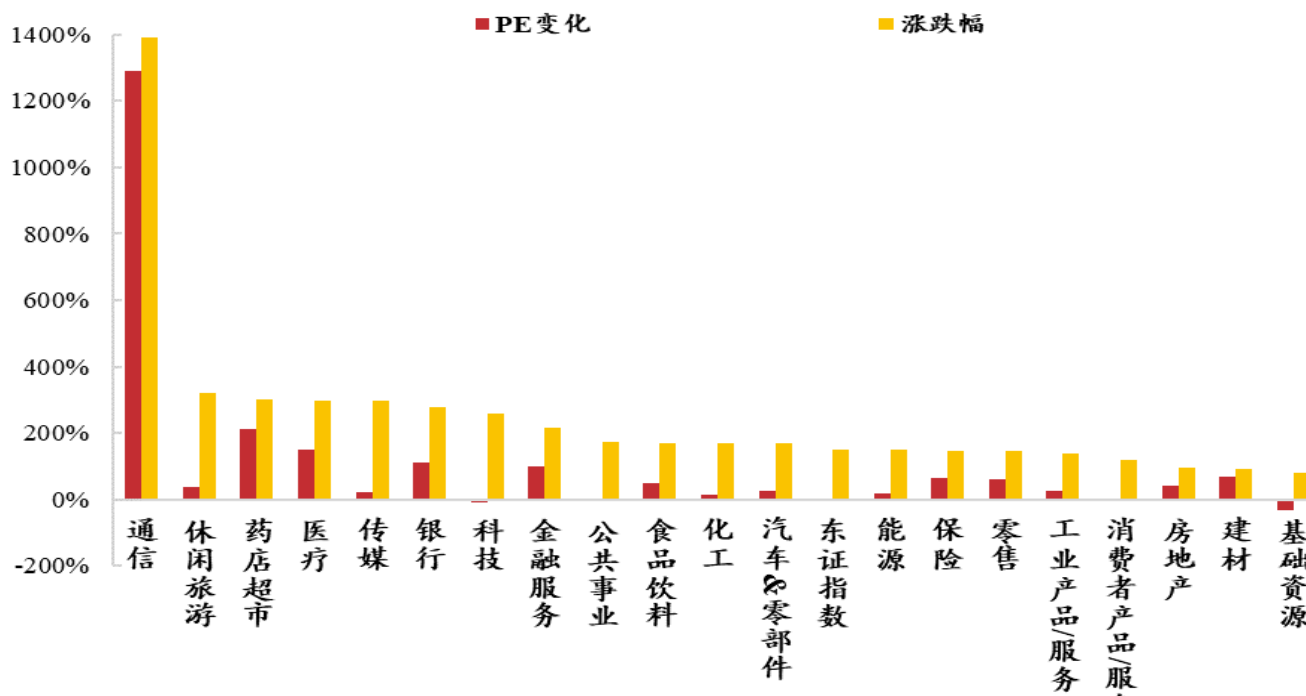
图表25：日经225自70年代末期的表现显著优于其他代表性指数



1973 -1985 年盈利驱动的“转型牛”， 日经指数涨幅近 1.5 倍

- ◆ 可以明显的看到在1973-1985年， 只有不到三分之一的板块涨幅来自于估值拉动， 基本面的盈利变化是大部分板块上涨的主要动力。
- ◆ 从行业表现来看， 涨幅靠前的分别为通信（1389.85%）、休闲旅游（320.78%）、医药零售（300.33%）、医疗保健（298.80%）、传媒（297.87%）；表现靠后的行业分别为基础资源（79.50%）、建材（90.83%）、房地产（95.72%）、消费品及服务（118.21%）、工业品及服务（137.10%）。

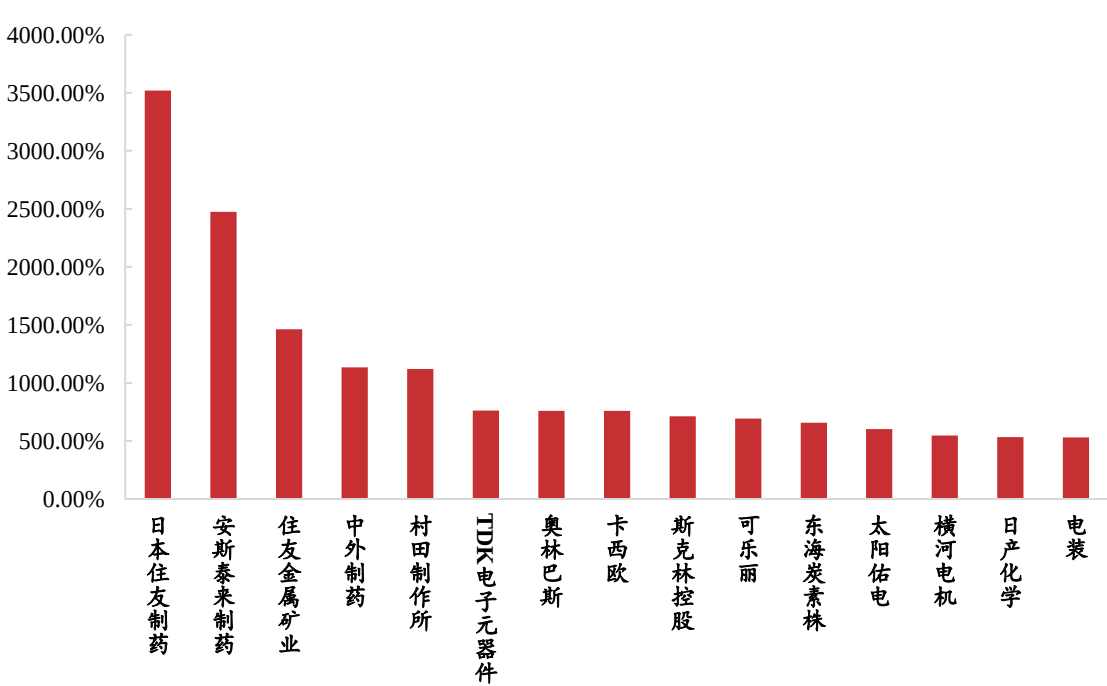
图表26： 1973-1985年间各个板块涨跌幅和PE变化



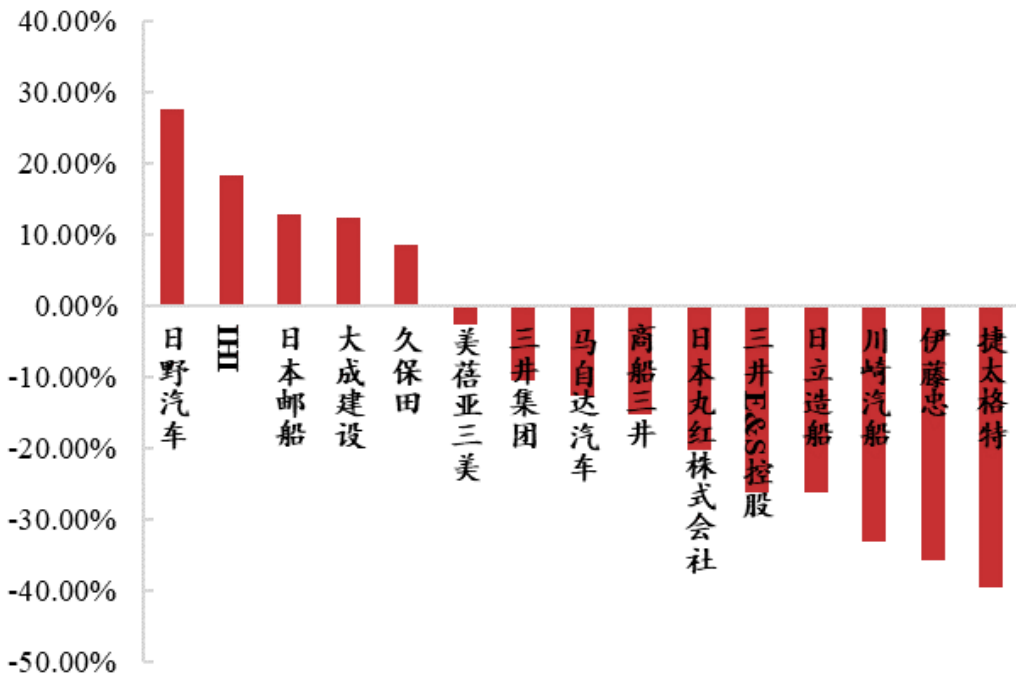
1973 -1985 年盈利驱动的“转型牛”， 日经指数涨幅近 1.5 倍

- ◆ 涨幅前五的个股分别为：日本住友制药、安斯泰来制药、住友金属矿业、中外制药、村田制作所，涨幅分别为3520.3%、2473.6%、1463.5%、1133.7%、1119.8%。
- ◆ 跌幅前五的个股分别为：捷太格特、伊藤忠、川崎汽船、日立造船、三井E&S控股，幅度分别为-39.4%、-35.6%、-33.1%、-26.3%、-26.1%。

图表27：1973年-1985年涨幅前15个股



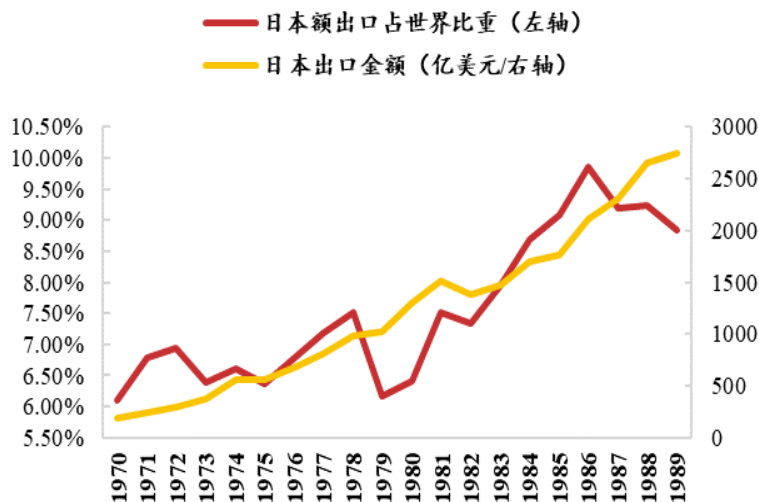
图表28：1973年-1985年跌幅前15个股



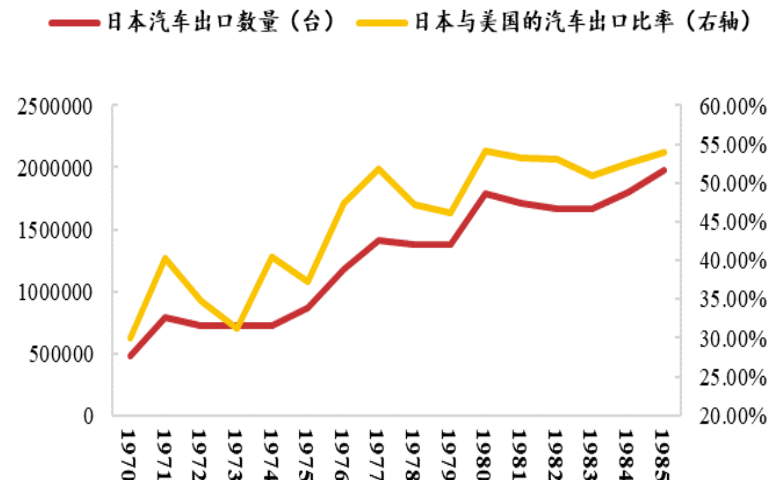
日元升值倒逼日本产业转型，是日股在十年“长牛”的关键

- ◆ 日元升值倒逼日本产业转型，是日股在十年“长牛”的关键。
- ◆ 日本原本低附加值的“来料加工”贸易模式在日元升值的倒逼下被迫转型，在此期间完成了从重工业过度到高端制造、消费服务两大支柱的经济结构。
- ◆ 尽管受到日元升值的压力，日本出口在1985年占世界工业品输出总量的17.9%，位居第一，汽车、半导体取代钢铁、化工成为日本产品的标签。
- ◆ 产业优化同样给股市注入“新鲜血液”，高端制造产业的强劲出口为市场表现带来业绩支撑，企业盈利修复进一步带来经济复苏，居民消费扩张。因此日元升值与80年代的日股“转型牛”

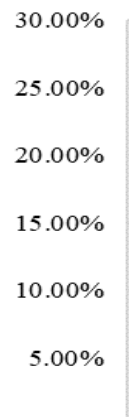
图表29：日本产业转型在全球产业链中开辟了新天地



图表30：1970-1985 年日本汽车出口情况



图表31：1955-1986年日本钢铁出口世界占比



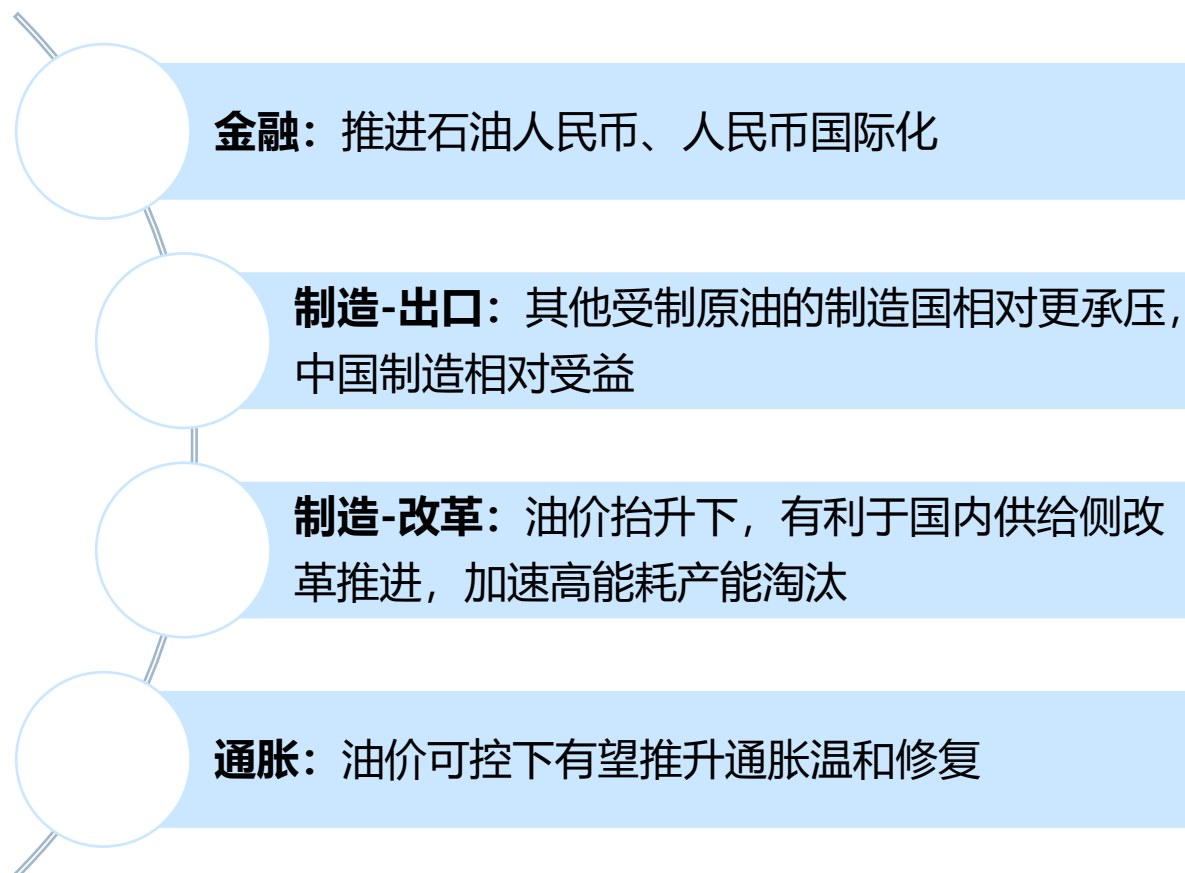
01. 全球大变局：苏伊士运河 VS 霍尔木兹海峡
02. 历史镜观：70年代日本的“东升西落”启示
03. 中国优势：高油价环境中的两条受益线索
04. 4月决断的答卷：HALO PLUS——自由现金流+科技&出海
05. 配置重点1-自由现金流：增长回归，重视年化 25%+的现金流增强
06. 配置重点2-科技&出海：盈利质量稳步提升，机械、电子领衔全球化

油价对国内影响：全球影响力扩张+内部改革推进+负面影响相对低

高油价对国内的多方面潜在利好：

- 1) 全球影响力扩张，包括人民币国际化、出口制造扩张（其他制造国更受损）；
- 2) 推进内部经济修复和改革，包括通过驱动通胀修复价格传导机制，以及高油价加速高能耗产能淘汰、推进供给侧改革和产业向新质生产力升级。

图表32：油价上涨对中国的利好



图表33：油价中国影响测算

油价	● 计算4月相对2月的汽油价格变化幅度 ● 美/日/欧/中：41%/35%/68%/16%
能源对原油 依赖度	● 全球平均36%，欧美日韩在40+% ● 中国21%（主要是煤炭）
原油对中东 依赖度	● 欧美较低，日韩约70%，印泰约40%， ● 中国也约40%
库存	● 日本库存下降近17%

油价对国内影响-通胀：帮助PPI走向温和通胀

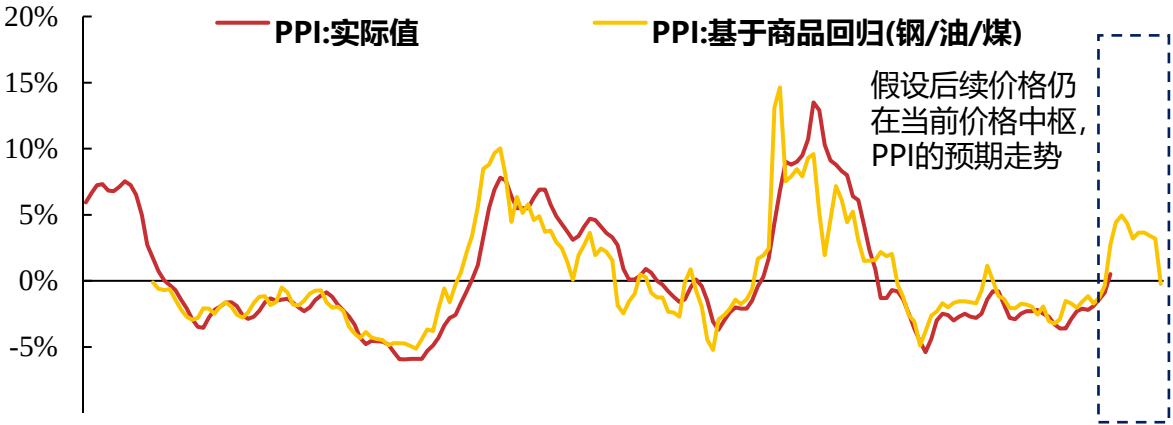
国内PPI看：反内卷+油价上涨下，PPI快速回正。其他分项看，周期相关板块PPI抬升显著。

后续展望看：原油对PPI的弹性在4-5%，如果油价在80/100美元，对应PPI同比抬升1.5/3%，综合看油价如果后续回落，物价回升相对温和。

图表34：油价对国内通胀影响-弹性测算

直接弹性测算	黑色	石油	煤炭	有色	非金属
权重	6.8%	5.1%	2.4%	5.8%	5.0%
涨跌贡献占比	20.9%	16.9%	9.9%	6.1%	6.0%

间接弹性测算	截距	螺纹钢	动力煤	原油
弹性β	-0.2%	5.1%	4.7%	4.1%
p值	0.14	0.00	0.00	0.00



图表35：油价对国内通胀影响-分板块

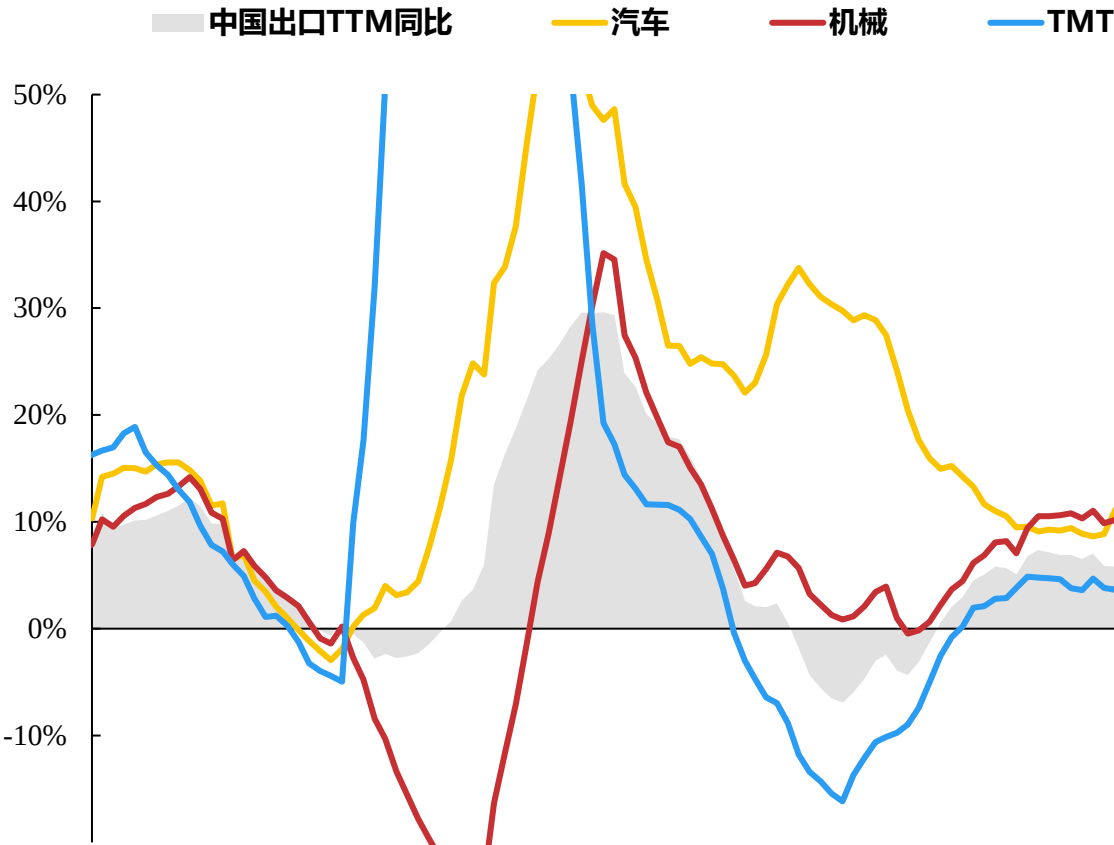
	PPI同比 (%)				3月VS1-2月	
	2026-03	2026-02	2026-01	2025-12	2026年	历史均值
PPI整体同比	0.5	-0.9	-1.4	-1.9	1.7	-0.1
按工业部门						
冶金工业	8.7	8.0	5.6	2.1	1.9	-0.5
电力工业	-3.8	-5.5	-2.3	-2.0	0.1	-0.1
煤炭及炼焦工业	-2.4	-7.1	-9.9	-9.3	6.1	-0.5
石油工业	-2.6	-10.4	-10.3	-7.1	7.8	-0.1
化学工业	-1.9	-4.3	-4.9	-4.5	2.7	-0.2
机械工业	-0.5	-0.9	-1.3	-1.5	0.6	0.0
建筑材料工业	-5.9	-6.2	-6.5	-7.5	0.5	0.0
森林工业	-1.9	-2.0	-1.9	-2.2	0.1	0.0
食品工业	-1.3	-1.3	-1.3	-1.2	0.0	0.0
纺织工业	-0.8	-1.5	-1.8	-2.0	0.9	0.0
缝纫工业	-1.4	-1.3	-1.0	-0.3	-0.3	-0.1
皮革工业	-0.3	-0.1	-0.1	0.0	-0.2	0.0
造纸工业	-2.2	-3.2	-2.4	-0.6	0.6	0.0
文教艺术用品工业	-2.5	-2.5	-2.6	-1.5	0.1	0.0
其他工业	12.2	10.0	7.8	7.6	3.3	0.1
原油相关行业细分						

油价对国内影响-出海：有利于抢占市场+加速产业升级

出海趋势看，目前出口在2-3月再度加速，显示出口顺畅。

结构看，中国产业升级的方向增速超越平均，其中汽车长期超平均，机械整体略高于平均，TMT之前低于平均，目前增速大幅抬升。细项看，集成电路、船舶、汽车零部件等产业升级主力细分同比高增速，且近期增速还在抬升。

图表36：中国出口TTM同比走势：重要板块



图表37：中国出口TTM同比：细分比较

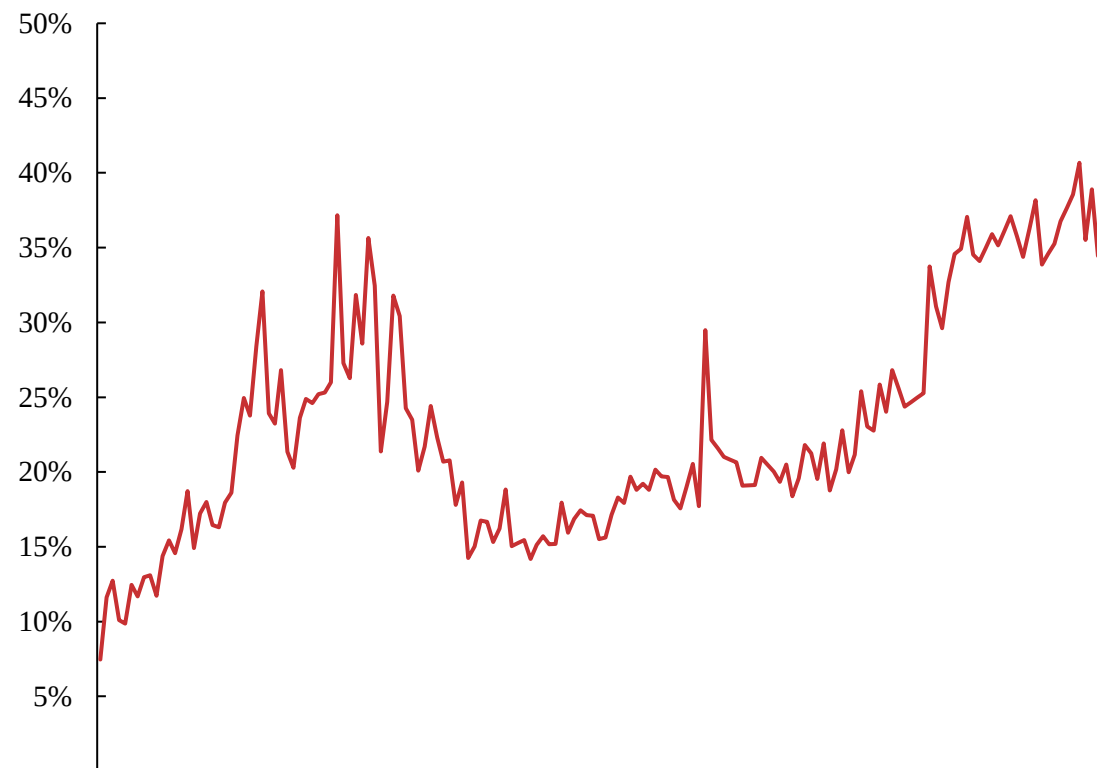
板块	行业	较上月	较年初	26-03	26-02	25-12
上游原材料	成品油	2%	7%	-1%	-3%	-8%
	肥料	1%	-4%	54%	54%	58%
	塑料制品	3%	3%	1%	3%	-2%
	钢材	1%	1%	1%	0%	0%
	铝材	0%	4%	1%	0%	-3%
	陶瓷产品	3%	8%	4%	7%	-4%
	稀土	4%	1%	6%	2%	5%
中游制造业	机电产品	0%	3%	12%	12%	8%
	通用机械	3%	0%	6%	10%	6%
	船舶	2%	10%	38%	35%	27%
TMT	集成电路	7%	17%	43%	36%	26%
	液晶平板	1%	2%	13%	14%	11%
	数据处理设备	3%	5%	3%	0%	-1%
	音视频设备	1%	2%	8%	9%	5%
	手机	0%	-1%	-11%	-10%	-10%
板块	行业	较上月	较年初	26-03	26-02	25-12
下游必选消费	农产品	2%	5%	13%	11%	7%
	水海产品	1%	0%	1%	2%	1%
	粮食	3%	3%	-3%	1%	0%
	中药	0%	1%	26%	29%	27%
	纺织及制品	1%	1%	7%	8%	6%
	服装及附件	4%	0%	0%	4%	0%
	鞋靴	3%	0%	-5%	-2%	-5%
下游可选消费	箱包	3%	1%	-11%	-7%	-12%
	家具	3%	3%	-11%	-8%	-14%
	玩具	4%	3%	-4%	0%	-6%
	灯具照明	4%	2%	-15%	-11%	-13%
	家用电器	5%	1%	-12%	-7%	-13%
	汽车	2%	1%	-5%	-3%	-4%
	汽车零配件	3%	12%	34%	30%	21%
整体		1%	2%	8%	8%	5%

油价对国内影响-影响力扩张：人民币结算占比抬升，特别能源方面

当前中国和其他国家贸易中，人民币结算占比已至40+%；其中中国去年和俄罗斯的能源结算占比也至40+%，和中东能源占比今年也突破40+%。

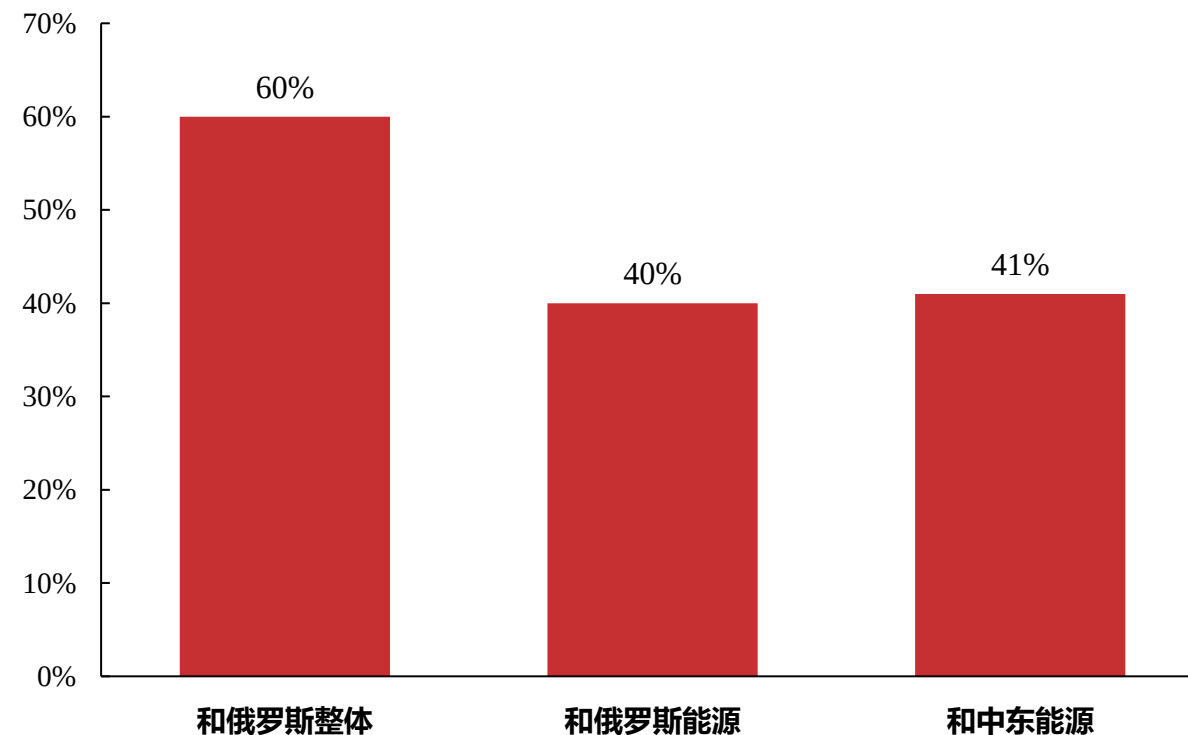
图表38：人民币结算占比

— 人民币结算占比



图表39：人民币能源结算占比

■ 人民币结算占比



中国在高端制造业比例持续攀升

中国的高端制造的权重长期攀升。

中国占中美日欧出口总和的占比看：

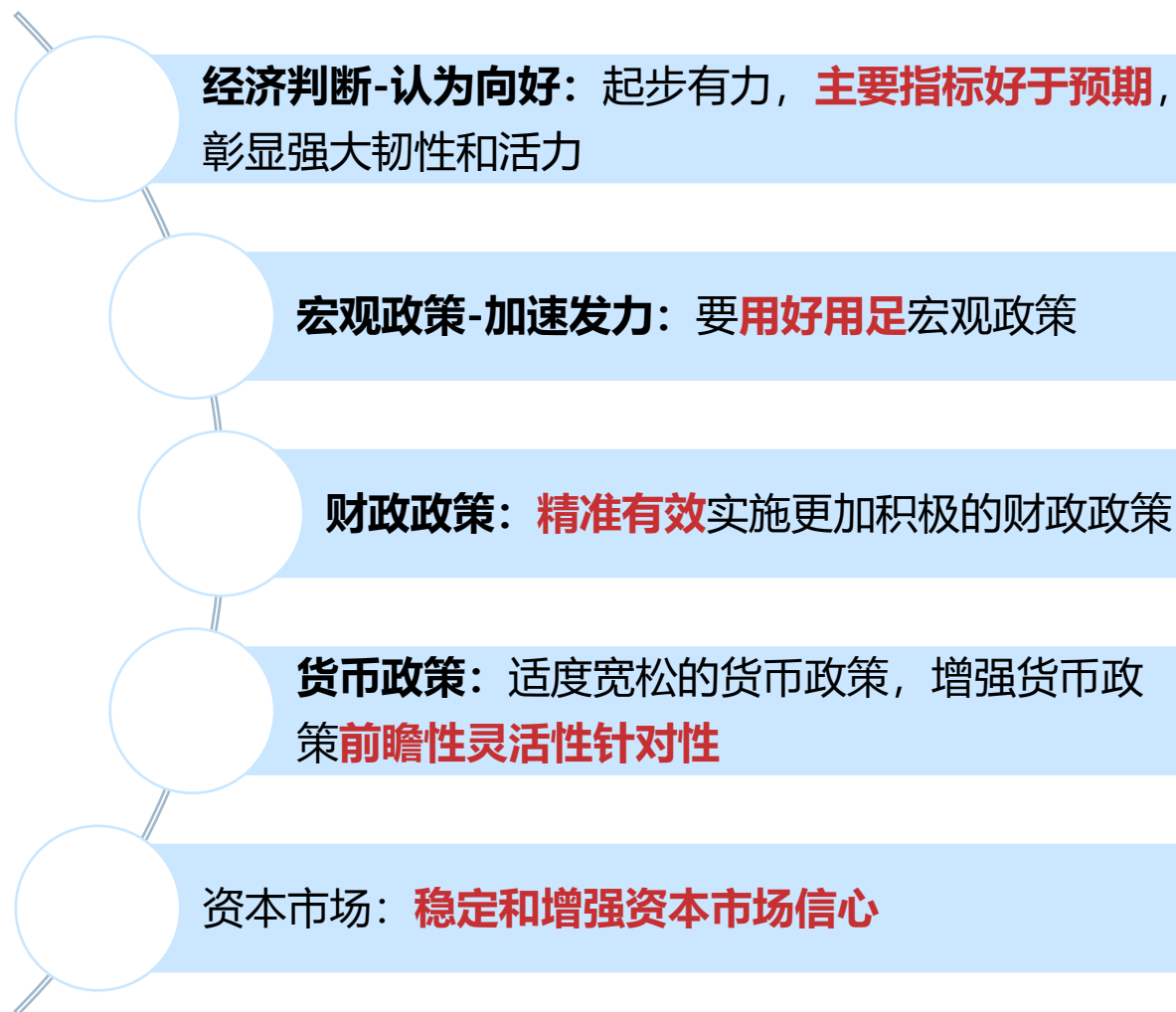
- **制造业、钢铁、化工、自动化产品等占比**，之前占比大多不到30%，之后持续抬升，其中2021-2023年相对2016-2020年均值抬升超3%，2024年大部分也还在上行。
- **通信和集成电路等**，之前就已至50+%，2020年后也维持高位。

图表40：中国核心制造的出口占比持续攀升

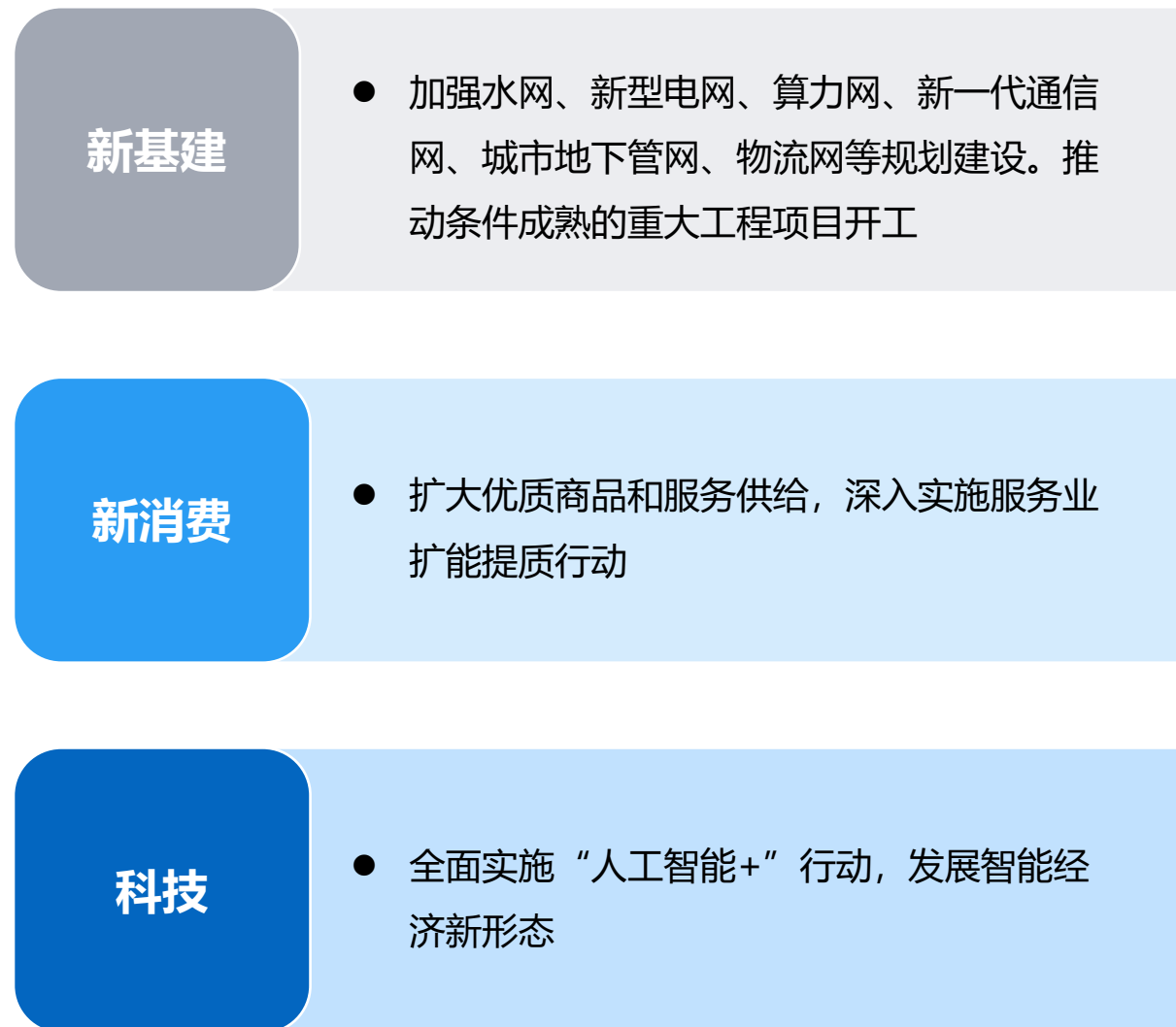
		24 VS 21-23		21-23 VS 16-20	走势图	2024	2023	2022	2021	2020	2021-2023	2016-2020	2010-2015
钢铁	美国		1%	-1%		6%	6%	5%	5%	5%	5%	6%	7%
	欧盟		-3%	-2%		55%	57%	58%	59%	61%	58%	60%	58%
	日本		-1%	-1%		10%	10%	10%	11%	12%	10%	12%	14%
	中国		3%	4%		29%	27%	27%	25%	22%	27%	23%	20%
化学制品	美国		1%	0%		15%	16%	15%	14%	14%	15%	15%	16%
	欧盟		1%	-2%		68%	67%	66%	67%	69%	67%	69%	68%
	日本		-1%	-1%		4%	4%	4%	5%	5%	4%	5%	6%
	中国		-1%	3%		13%	13%	15%	14%	11%	14%	11%	9%
机械+交运	美国		0%	-1%		12%	12%	12%	11%	11%	11%	12%	13%
	欧盟		0%	-2%		49%	51%	48%	48%	50%	49%	51%	51%
	日本		-1%	-2%		7%	8%	8%	8%	9%	8%	10%	11%
	中国		0%	5%		32%	30%	33%	32%	30%	32%	27%	25%
药品	美国		0%	1%		13%	13%	12%	12%	10%	13%	12%	13%
	欧盟		1%	-2%		83%	83%	83%	80%	84%	82%	83%	83%
	日本		0%	0%		1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
	中国		-2%	1%		3%	3%	3%	7%	4%	5%	4%	3%
制造业	美国		0%	-1%		12%	12%	11%	11%	11%	11%	12%	13%
	欧盟		0%	-2%		52%	53%	51%	52%	53%	52%	54%	53%
	日本		-1%	-1%		5%	6%	6%	6%	7%	6%	7%	9%
	中国		0%	4%		31%	29%	32%	31%	29%	31%	27%	25%
自动化产品	美国		-1%	-1%		12%	12%	13%	12%	12%	12%	13%	14%
	欧盟		-2%	-3%		62%	63%	64%	66%	68%	64%	67%	65%
	日本		-1%	-2%		12%	12%	12%	13%	14%	12%	15%	17%
	中国		4%	5%		15%	13%	11%	9%	6%	11%	6%	5%
通讯+电讯	美国		2%	-1%		13%	11%	11%	10%	10%	11%	11%	12%
	欧盟		1%	0%		32%	33%	31%	30%	31%	31%	31%	32%
	日本		0%	-1%		3%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	6%
	中国		-2%	1%		52%	53%	55%	57%	55%	55%	53%	50%
集成电路+	美国		3%	-1%		16%	14%	14%	14%	14%	14%	15%	15%

4月政治局会议政策：经济向好，继续发力，侧重基建+新消费+科技

图表41：整体宏观



图表42：强调板块



市场展望：分子/分母+风险偏好均向上

分子-内需	分子-外需	分母-国内流动性	分母-海外流动性	风险偏好
• 政策力度-继续发力：用好用足宏观政策 • 经济验证-指标向上：PMI等数据都在验证修复	• 需求总量-韧性仍在：美国大而美法案逐步落地+AI高景气；其他地区关注高油价冲击情况。 • 面向中国-份额增加：地缘冲突下，中国的相对成本、技术等优势凸显。	• 政策力度-延续宽松：适度宽松的货币政策，增强货币政策前瞻性灵活性针对性。 • 通胀-无长期压力：传导至利率有限。	• 短期-承压有限：联储表态略偏鹰，但市场反应平平。 • 中期-新主席上任可能先引导宽松：沃什更可能首先配合特朗普。 • 长期-关注通胀强度：通胀水平持续回升，需要关注加息的可能性。	• 地缘-预期修复：美伊都有和谈动能，但中期可能拉锯。 • 政策-坚定支持：稳定和增强资本市场信心。 • 资金-短期融资+长期险资：市场对行情仍有信心，融资持续回流；险资新增资金长期支撑。

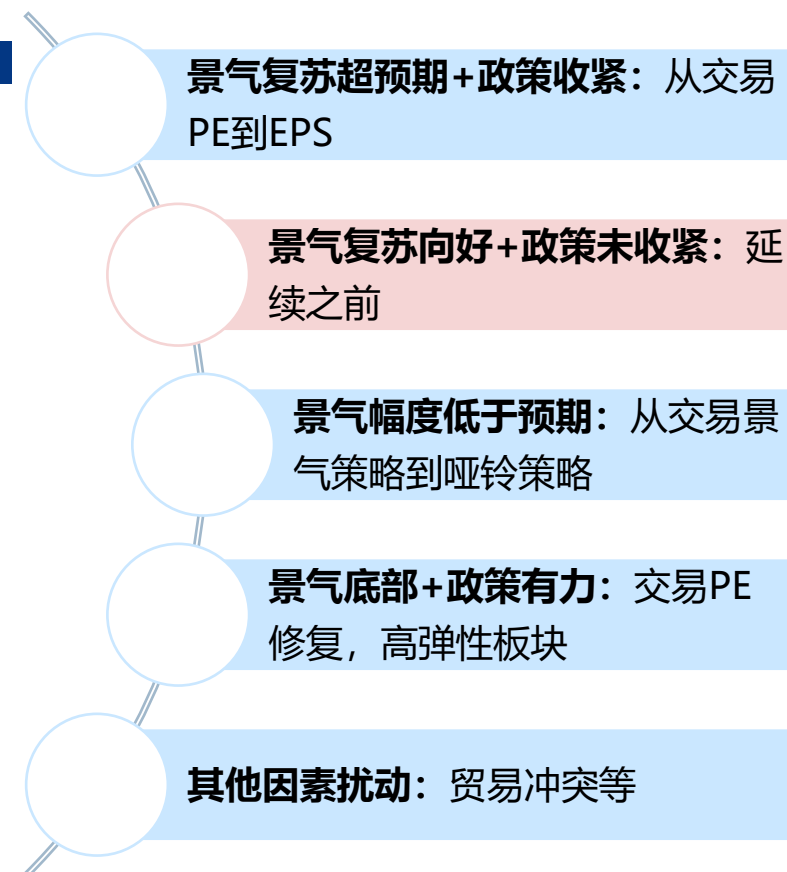
- 01. 全球大变局：苏伊士运河 VS 霍尔木兹海峡
- 02. 历史镜观：70年代日本的“东升西落”启示
- 03. 中国优势：高油价环境中的两条受益线索
- 04. 4月决断的答卷：HALO PLUS——自由现金流+科技&出海
- 05. 配置重点1-自由现金流：增长回归，重视年化 25%+的现金流增强
- 06. 配置重点2-科技&出海：盈利质量稳步提升，机械、电子领衔全球化

4月决断的参考方向-景气+政策力度，指引行情走势

- 历年4月决断看，经济复苏情况（宏观+财报）+政策发力情况，是4月决断研判整体行情走势的主要抓手。
- 当前景气向好，政策发力企稳，行情预计延续向上。

图表43：4月决断都在决断什么？

	行情位置	景气情况	政策情况	其他情况	全年主线思路	行情变化	后续主线
2013	复苏初期	复苏中，但不强			弱复苏下看新兴	上涨→偏强震荡	TMT
2014	底部震荡						金融
2015	杠杆牛市				扩大消费需求		TMT往消费扩散
2016	底部震荡	想要推进复苏	供给侧改革+宽松		PPI和名义GDP回升	确认筑底后再启动	周期
2017	复苏中期	复苏，较强	宽松→一般		政策偏紧+景气复苏占优	上涨→偏强震荡	核心资产行情
2018	下行趋势			贸易冲突	社融增速下滑下，更有韧性的板块		消费
2019	复苏初期	复苏，一般	宽松→略宽松		宽松退坡后，高弹性让位给核心资产	上涨→偏强震荡	核心资产和金融
2020	复苏初期	想要推进复苏	更宽松		复工复产受益	开始反弹	消费和核心资产
2021	复苏中期	复苏，较强	宽松→一般		利率抬升下，稳增长到调结构	上涨→偏强震荡	新能源接棒核心资产
2022	下行趋势	想要推进复苏	有力	疫情冲击	复工复产受益	开始反弹	供应链改善
2023	复苏初期	复苏中，但不强			弱复苏，TMT景气	上涨→震荡	TMT
2024	底部震荡	复苏中，但不强			复苏不及预期	上涨→震荡→ 向下	趋弱至924

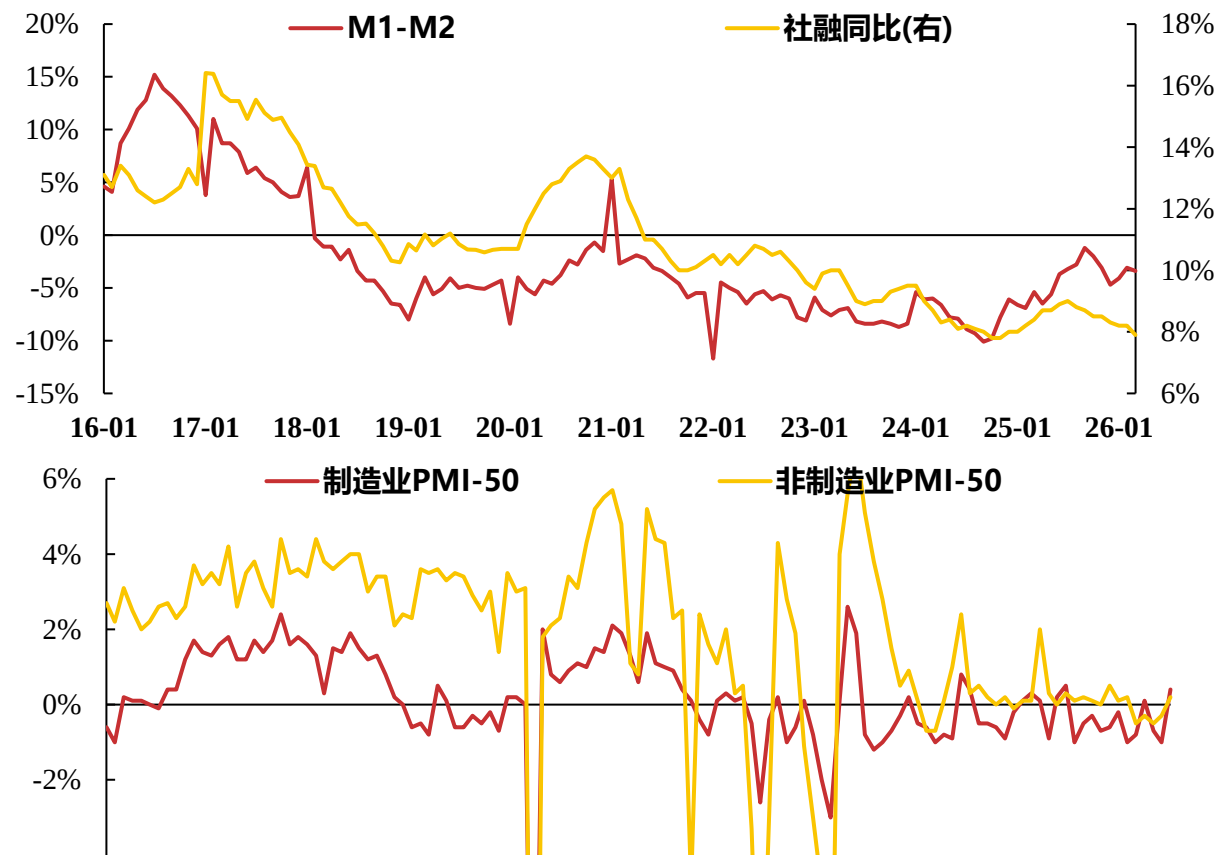


4月决断-景气指引：景气向好，信用侧有反复

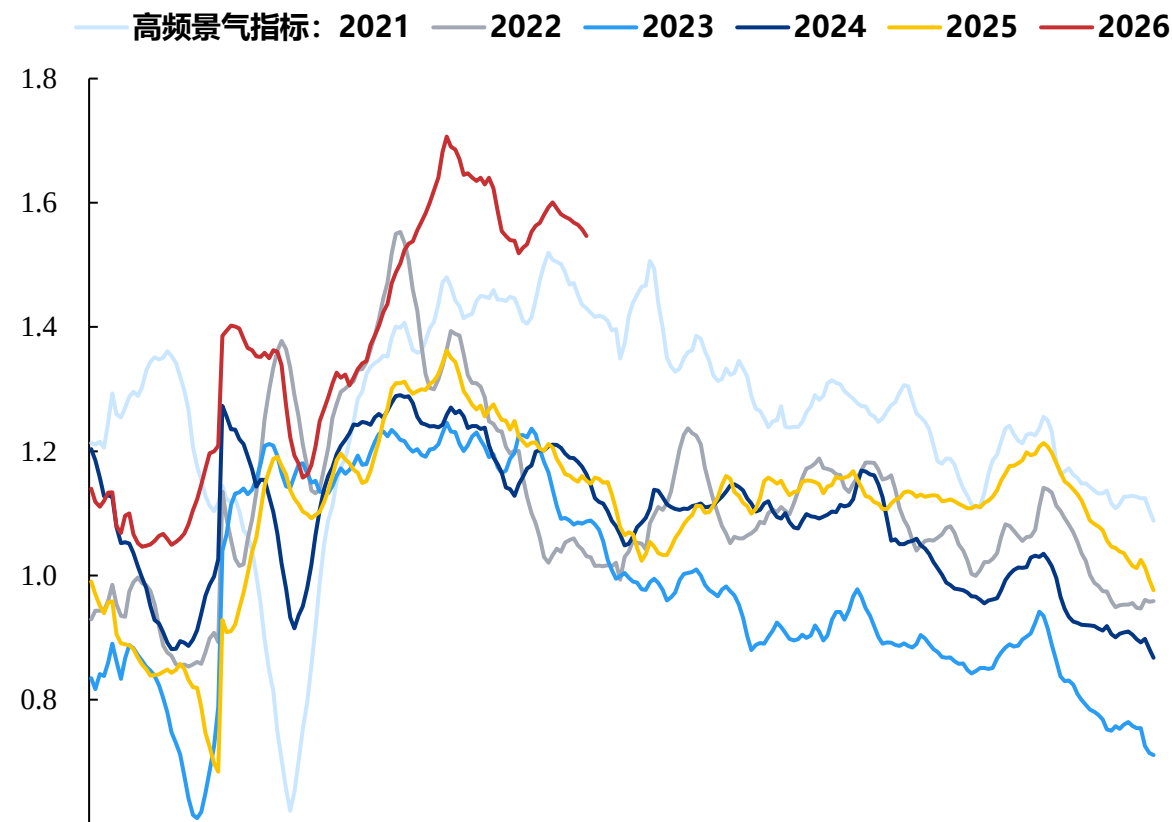
► 景气侧，PMI和经济高频指标看，复苏向好；同时政治局会议对经济态度也表示指标好于预期。

► 信用侧，社融增速仍向下，M1-M2剪刀差修复→回落后，目前又重新修复。

图表44: M1-M2、社融、PMI



图表45: 经济高频指标

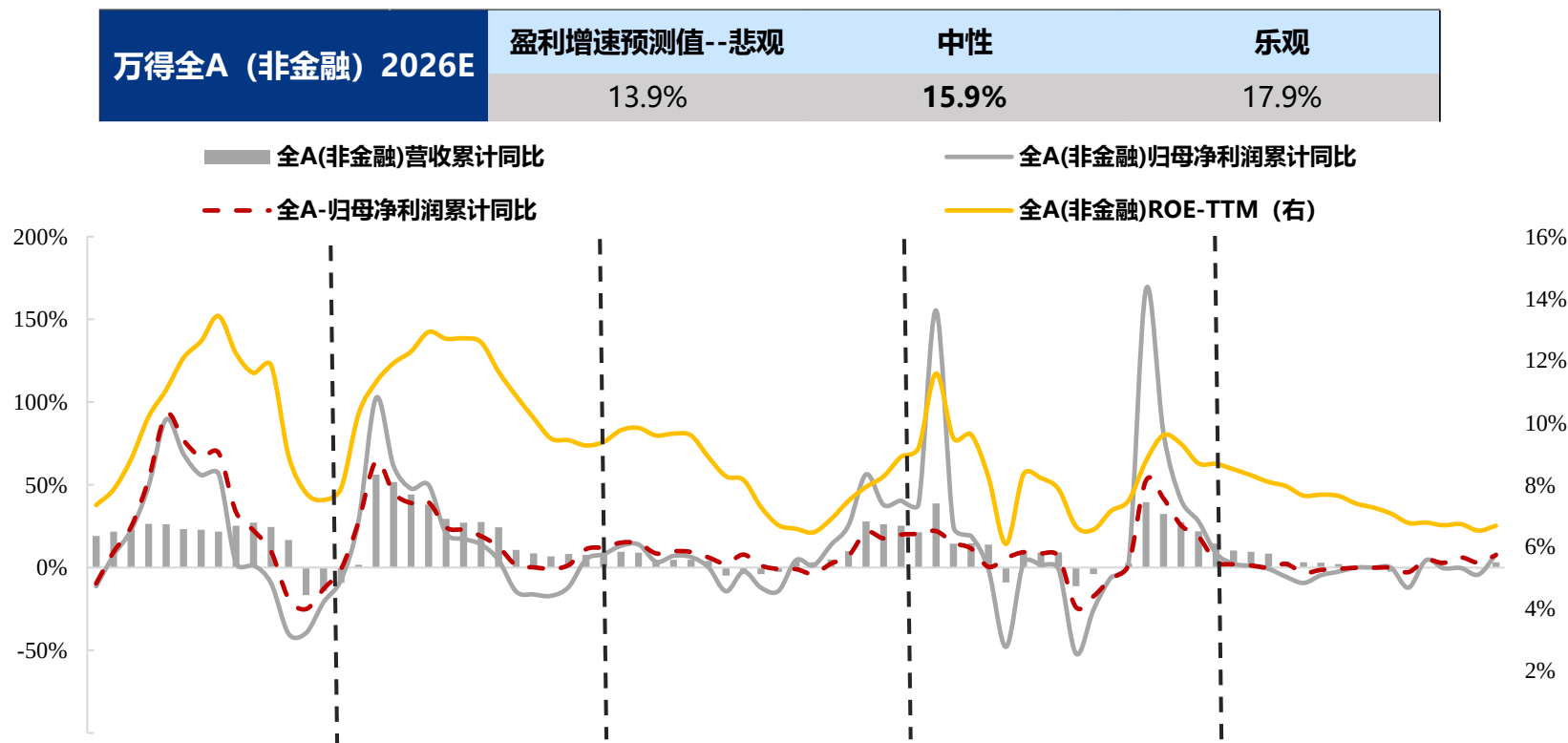


4月决断-Q1业绩指引：全A业绩同比+7.7%，较25Q4上升4.6pct

➤ 可比口径下，当前全A归母净利润累计同比+7.7%，相较上期上升4.6个百分点，中性测算下2026E约15.9%；全A非金融归母净利润累计同比+7.9%，相较上期上行12.2个百分点。全A非金融营收累计同比+3.3%，相较上期上行3.7个百分点，景气度触底回暖。全A非金融ROE-TTM约6.7%，相较Q4上行0.16个百分点。

➤ 即财报视角，利润增速和ROE修复情况向好。

图46：全A盈利增速较25Q4上升4.6pct



4月决断的参考方向-4月行情+政策支持方向，指引结构方向

- 历史经验看，4月行情对后续年内结构的指引效果显著，无论是延续Q1还是切换。因此要重视4月行情+4月政治局会议方向。
- 后续5-12月行情没有延续4月行情的，或受外部催化影响（2015去杠杆/2025贸易冲突），或受4月政治局会议指引（2021碳中和/2022稳市场）。

图表47：4月的风格和板块切换对后续5-12月行情指引

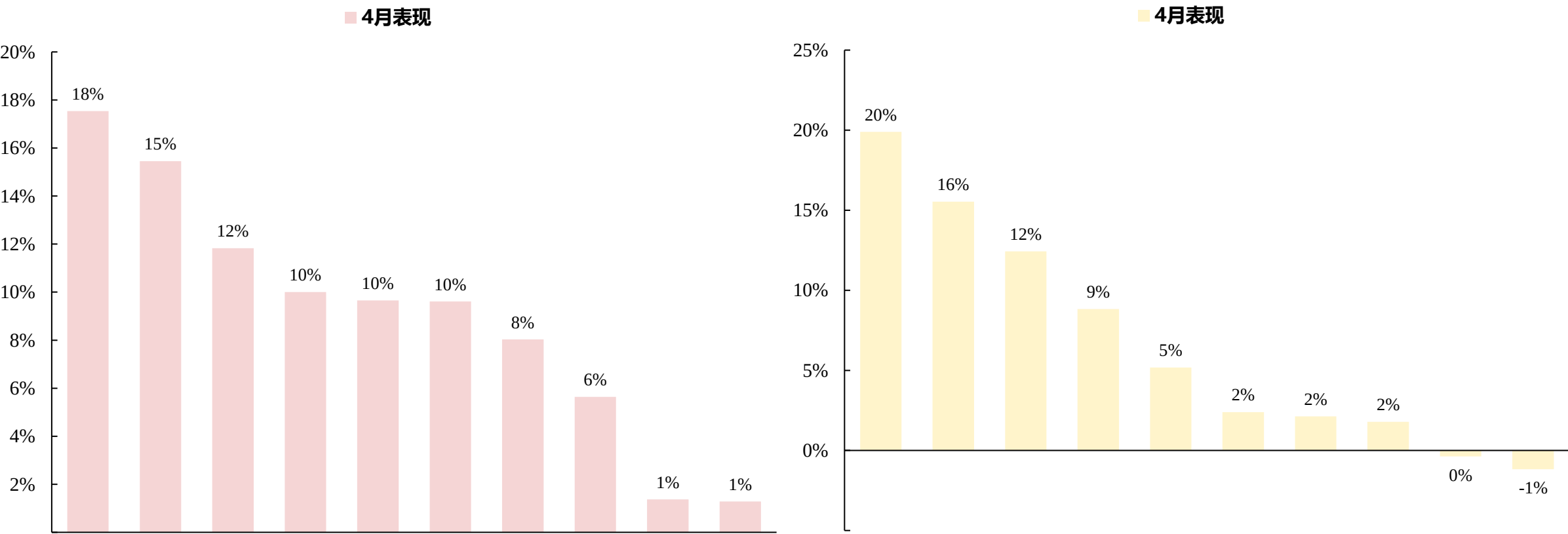
市值结构	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
1-3月	-3.3%	3.4%	3.0%	0.7%	-3.1%	28.7%	-17.9%	2.3%	-3.2%	30.7%	-6.8%	-3.2%	-13.9%	6.5%	-2.8%	1.9%
4月	-7.7%	-1.4%	5.9%	-2.1%	-0.8%	19.0%	-1.9%	-2.9%	-3.7%	-1.4%	5.2%	2.2%	-9.5%	-1.4%	1.0%	-3.2%
5-12月	4.4%	-23.9%	-4.0%	6.9%	58.6%	-9.5%	8.1%	5.7%	-23.0%	3.3%	28.1%	10.4%	4.4%	-9.6%	12.1%	29.3%
1-3月	小盘	大盘价值	成长	小盘成长	小盘成长	小盘成长	大盘价值	大盘价值	成长	成长	成长	大盘价值	价值	小盘	价值	小盘
4月	小盘	大盘价值	成长	小盘成长	大盘	大盘价值	大盘价值	大盘价值	大盘价值	大盘成长	大盘成长	大盘成长	大盘价值	价值	大盘成长	大盘价值
5-12月	小盘	大盘价值	大盘价值	小盘成长	大盘价值	小盘成长	小盘价值	大盘	大盘价值	大盘成长	大盘成长	小盘	小盘	小盘价值	大盘	大盘成长
1-3月和4月相关性	82%	92%	96%	71%	-89%	10%	45%	81%	-44%	-61%	20%	-68%	12%	-20%	61%	-28%
4月和5-12月相关性	61%	-5%	-56%	55%	91%	-23%	88%	94%	60%	40%	93%	7%	-90%	40%	-13%	-94%
4月前2板块，后续超额	8.2%	0.2%	-2.8%	31.7%	1.9%	-2.6%	-0.1%	15.0%	9.5%	4.0%	16.4%	-9.3%	-10.6%	-2.5%	-3.9%	-16.4%
相较1-3月是否切换且延续	延续1-3月	延续1-3月	延续1-3月	延续1-3月	尝试成功	尝试失败	延续1-3月	延续1-3月	尝试成功	尝试成功	尝试成功	尝试失败	尝试失败	部分成功	部分成功	尝试失败

板块结构	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
1-3月	-3.3%	3.4%	3.0%	0.7%	-3.1%	28.7%	-17.9%	2.3%	-3.2%	30.7%	-6.8%	-3.2%	-13.9%	6.5%	-2.8%	1.9%
4月	-7.7%	-1.4%	5.9%	-2.1%	-0.8%	19.0%	-1.9%	-2.9%	-3.7%	-1.4%	5.2%	2.2%	-9.5%	-1.4%	1.0%	-3.2%
5-12月	4.4%	-23.9%	-4.0%	6.9%	58.6%	-9.5%	8.1%	5.7%	-23.0%	3.3%	28.1%	10.4%	4.4%	-9.6%	12.1%	29.3%
1-3月	哑铃	金融稳定	金融质量	TMT成长	TMT	TMT	红利质量	红利质量	质量	TMT	成长消费	稳定	红利	TMT	红利	周期制造
4月	哑铃	金融稳定	金融质量	TMT	金融质量	稳定	周期	红利质量	金融消费	质量	质量	消费质量	红利	红利	红利稳定	红利稳定
5-12月	哑铃+周期	金融	金融质量	TMT成长	金融稳定	TMT质量	稳定消费	质量金融	金融稳定	TMT	质量制造	成长	制造	周期红利	金融TMT	TMT
1-3月和4月相关性	73%	77%	70%	31%	-57%	9%	55%	83%	-24%	-6%	52%	-54%	81%	-12%	72%	-89%
4月和5-12月相关性	74%	51%	55%	33%	54%	-74%	27%	53%	71%	-6%	47%	-12%	-61%	40%	-20%	-95%

4月决断-行情指引：本轮看，成长/小盘表现靠前，周期/制造其次

行情视角看，成长/小盘表现靠前，周期/制造其次，关注年内延续性。

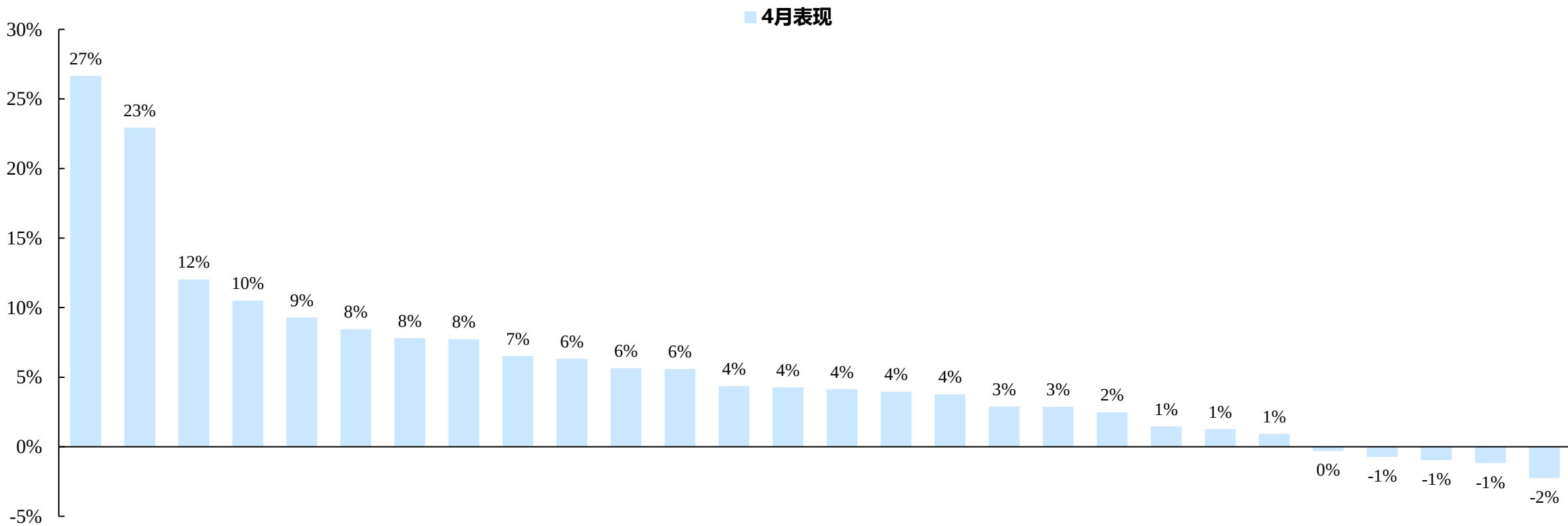
图表48：4月表现-板块



4月决断-行情指引：本轮看，成长/小盘表现靠前，周期/制造其次

行情方向看，电子/通信第一梯队，周期材料/顺周期制造第二梯队，消费等靠后。
催化看，产业侧Deepseek等催化发力+风险偏好修复，是科技超额重要原因。

图表49：4月表现-行业



4月决断-景气预期指引：周期/制造表现靠前

景气预期视角看，周期/制造表现靠前，后续长期投资视角提示重视。

图表50：4月景气预期变化-细分

景气预期变化-周期/制造				景气预期变化-其他			
排名	细分	盈利预期变化	本月涨跌幅	排名	细分	盈利预期变化	本月涨跌幅
1	焦炭Ⅱ	175.7%	-6.0%	11	其他电源设备Ⅱ	11.9%	15.2%
2	电视广播Ⅱ	58.0%	-0.2%	12	互联网电商	11.7%	6.8%
3	冶钢原料	46.2%	9.5%	13	照明设备Ⅱ	11.3%	16.2%
4	其他电子Ⅱ	26.0%	19.3%	14	工业金属	11.3%	5.3%
5	通信设备	22.5%	26.0%	15	贵金属	10.3%	-7.6%
6	能源金属	19.0%	22.8%	16	化学原料	10.1%	3.7%
7	小金属	18.3%	13.1%	17	玻璃玻纤	9.5%	30.4%
8	环保设备Ⅱ	16.9%	18.7%	18	塑料	8.7%	13.8%
9	普钢	13.4%	-0.2%	19	航运港口	8.4%	-1.2%

财报-行业：有色金属、计算机和军工业绩增速靠前

- 1、整体来看，18个行业2026Q1单季的业绩增速相较25Q4出现改善，TMT和上游原材料业绩整体改善趋势显著，中游制造环比有所走弱。
- 2、具体行业方面，有色金属、计算机和军工Q1单季业绩增速领先；零售、建材、交运、建筑以及电子相较去年Q4环比改善幅度靠前。
- 3、在考虑基数效应的情况下：
- 1) 大部分Q1业绩高增的行业主要由于低基数影响，包括石油石化、医药生物、商贸零售等，存在行业见底信号。
- 2) 小部分行业在去年同期高基数的情况下延续高增，例如有色金属、基础化工和电子的Q1单季增速仍然维持10%及以上，具备独立景气。
- 4、煤炭、有色和社服出现单季度业绩和营收均连续2个季度改善，景气趋势较强。

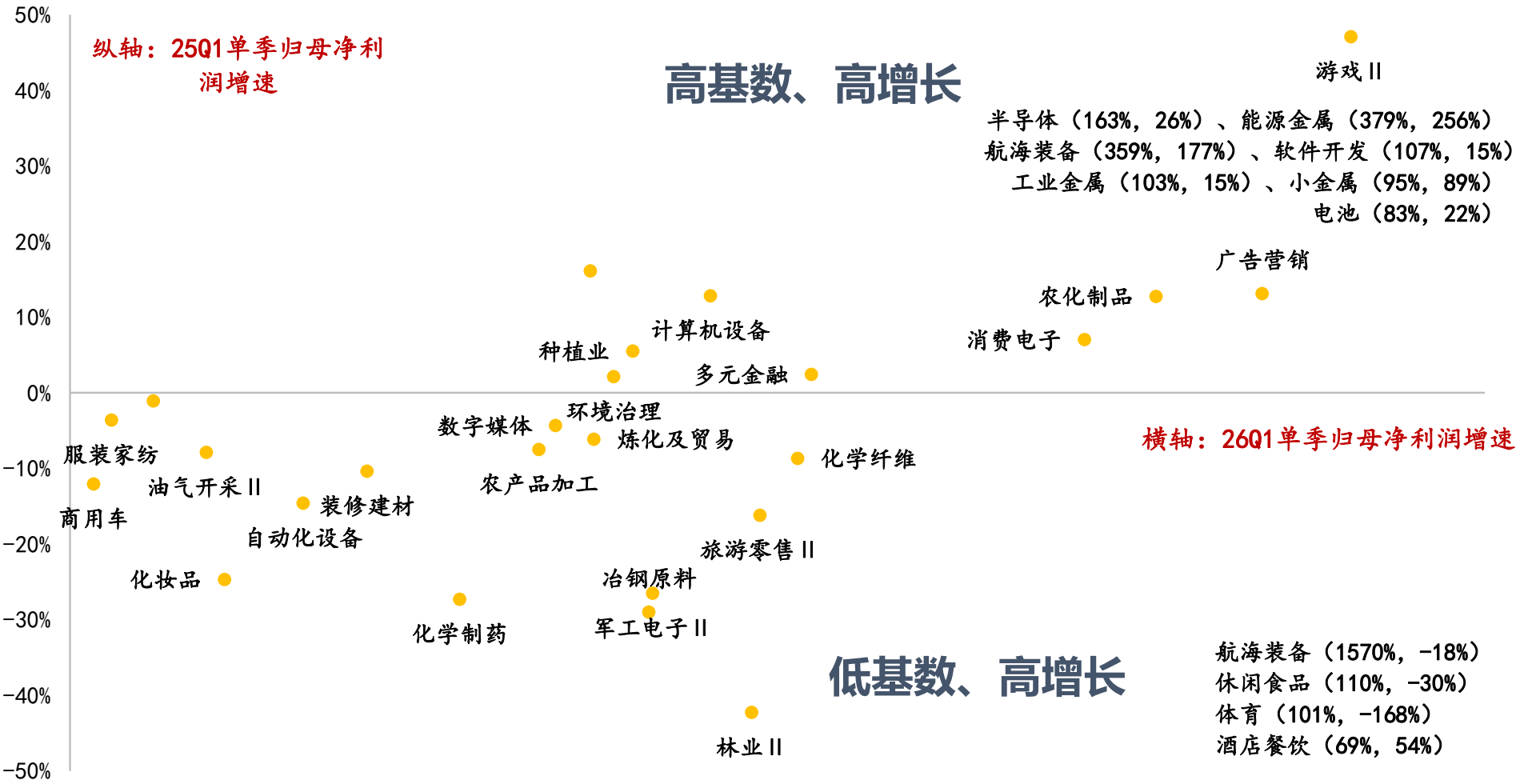
图51：有色金属、计算机和军工业绩增速靠前

产业链划分		单季归母净利润增速					累计归母净利润增速			单季营业收入增速					累计营业收入增速		
		26Q1	25Q4	25Q3	25Q2	趋势图	26Q1	25Q4	25Q3	26Q1	25Q4	25Q3	25Q2	趋势图	26Q1	25Q4	25Q3
上游原材料	煤炭	-3%	-16%	-24%	-36%		-3%	-27%	-30%	1%	-9%	-11%	-20%		1%	-14%	-16%
	石油石化	15%	-15%	-3%	-23%		15%	-12%	-11%	-3%	-3%	-5%	-10%		-3%	-6%	-7%
	钢铁	-78%	1%	203%	82%		-78%	274%	748%	-5%	-8%	0%	-8%		-5%	-7%	-6%
	有色金属	113%	102%	51%	19%		113%	57%	43%	37%	31%	15%	6%		37%	15%	10%
中游制造业	建筑材料	-44%	-306%	11%	23%		-44%	-35%	29%	-2%	-13%	-6%	-7%		-2%	-8%	-5%
	基础化工	16%	-26%	22%	-2%		16%	5%	10%	10%	4%	2%	1%		10%	3%	3%
	电力设备	55%	271%	50%	25%		55%	38%	20%	22%	11%	8%	6%		22%	7%	6%
	机械设备	-5%	9%	5%	15%		-5%	13%	14%	8%	3%	4%	6%		8%	6%	7%
	国防军工	87%	401%	89%	20%		87%	70%	26%	44%	43%	85%	24%		44%	39%	36%
下游消费品	农林牧渔	-109%	-131%	-57%	22%		-109%	-35%	14%	4%	-4%	0%	10%		4%	3%	6%
	食品饮料	-2%	-36%	-8%	-2%		-2%	-9%	-4%	2%	-10%	-3%	0%		2%	-3%	-1%
	医药生物	4%	-46%	2%	-1%		4%	-4%	-4%	2%	5%	1%	0%		2%	0%	-1%
	纺织服饰	-1%	218%	-13%	-10%		-1%	22%	-9%	6%	14%	4%	4%		6%	1%	-3%
	商贸零售	50%	-488%	-62%	-20%		50%	-192%	-31%	7%	-3%	1%	-5%		7%	-4%	-4%
	轻工制造	-18%	-42%	-21%	-27%		-18%	-30%	-21%	5%	-2%	0%	0%		5%	0%	0%
	家用电器	-8%	-65%	5%	4%		-8%	-7%	10%	0%	-8%	4%	5%		0%	4%	7%
	汽车	-22%	4%	10%	-6%		-22%	4%	4%	3%	4%	10%	9%		3%	7%	9%
	社会服务	12%	-1%	-8%	4%		12%	0%	0%	6%	4%	3%	7%		6%	5%	5%
	美容护理	-12%	122%	4%	-14%		-12%	-3%	-10%	5%	0%	6%	5%		5%	4%	5%
大金融	非银金融	-2%	-34%	65%	15%		-2%	28%	39%	-4%	-12%	26%	8%		-4%	7%	14%
	银行	3%	0%	3%	3%		3%	1%	2%	8%	2%	2%	3%		8%	1%	1%
	房地产	1%	6%	-213%	-137%		1%	26%	228%	-23%	-29%	-8%	-15%		-23%	-18%	-10%
支持服务业	建筑装饰	-15%	-80%	-21%	-6%		-15%	-25%	-11%	-6%	-7%	-5%	-6%		-6%	-6%	-6%
	公用事业	-7%	21%	6%	-2%		-7%	5%	3%	-2%	-4%	-3%	1%		-2%	-3%	-2%
	环保	20%	30%	-8%	-12%		20%	-3%	-6%	13%	11%	7%	-1%		13%	5%	3%
	交通运输	19%	-78%	-14%	4%		19%	-15%	-5%	5%	5%	2%	-2%		5%	1%	0%
TMT	电子	65%	5%	48%	30%		65%	30%	37%	28%	22%	20%	21%		28%	20%	20%
	通信	5%	-5%	12%	9%		5%	7%	9%	6%	4%	4%	4%		6%	4%	3%
																	

财报-行业概况：半导体、有色金属、游戏等在高基数下维持业绩高增



图52：2026Q1单季业绩增速高于10%的行业中，半导体、电池以及有色金属等细分业绩持续高增



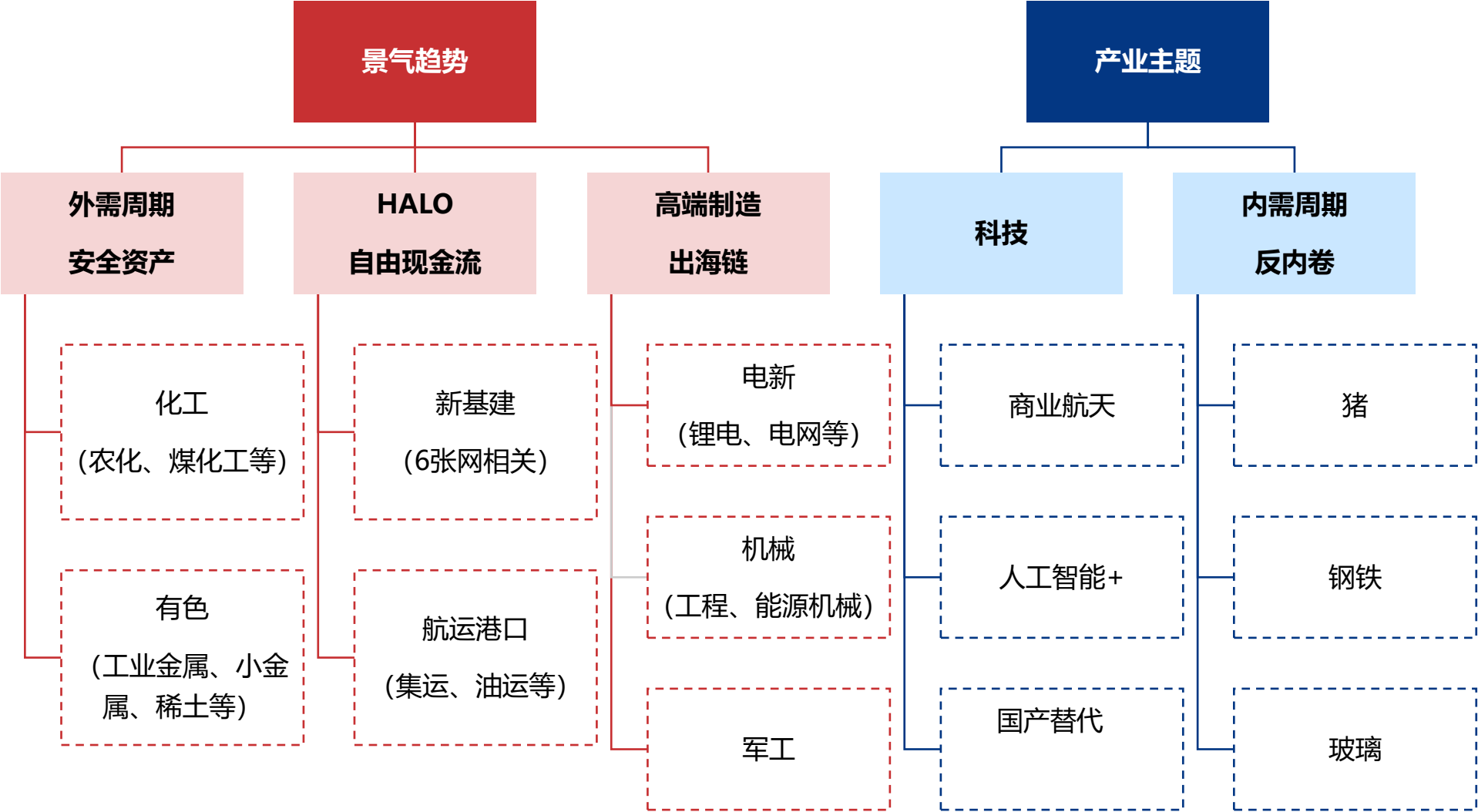
财报-细分概况：造纸、航运港口趋势显著，非白酒、化学原料呈现底部反转



图表53：造纸、航运港口景气趋势显著，银行和券商景气回暖

	行业	单季归母净利润增速					累计归母净利润增速			单季营业收入增速					累计营业收入增速		
		26Q1	25Q4	25Q3	25Q2	趋势图	26Q1	25Q4	25Q3	26Q1	25Q4	25Q3	25Q2	趋势图	26Q1	25Q4	25Q3
业绩和下游高景气确定性强	工业金属	103%	98%	49%	11%		103%	48%	32%	34%	32%	9%	1%		34%	12%	5%
	造纸	217%	58%	-326%	-143%		217%	163%	-136%	7%	-2%	-6%	-10%		7%	-7%	-9%
	煤炭开采	-3%	-15%	-24%	-36%		-3%	-27%	-30%	1%	-9%	-11%	-20%		1%	-14%	-16%
	航运港口	-6%	-26%	-33%	-14%		-6%	-17%	-14%	4%	0%	-5%	1%		4%	1%	1%
	消费电子	43%	40%	34%	22%		43%	27%	23%	34%	33%	27%	27%		34%	28%	26%
业绩拐点已底部向上	金属新材料	-2%	-69%	15%	0%		-2%	-5%	11%	24%	19%	12%	5%		24%	11%	8%
	非白酒	7%	-3%	11%	10%		7%	11%	10%	2%	0%	0%	1%		2%	1%	1%
	铁路公路	-2%	-37%	1%	-5%		-2%	-7%	-2%	2%	-2%	-2%	-4%		2%	-2%	-1%
	化学原料	7%	-62%	-8%	-11%		7%	-11%	-4%	3%	-2%	-2%	1%		3%	1%	2%
	通用设备	-12%	-19%	-4%	9%		-12%	8%	8%	4%	-1%	-1%	-1%		4%	0%	1%
下游景气回暖趋势明显	小金属	90%	6%	51%	35%		90%	44%	61%	35%	6%	25%	21%		35%	19%	24%
	国有大型银行Ⅱ	4%	3%	3%	2%		4%	2%	1%	9%	2%	4%	4%		9%	2%	2%
	城商行Ⅱ	7%	-11%	7%	9%		7%	3%	7%	10%	2%	4%	8%		10%	4%	5%
	农商行Ⅱ	4%	-1%	2%	4%		4%	3%	4%	3%	-3%	-2%	2%		3%	-1%	0%
	一般零售	56%	-530%	-91%	-55%		56%	-509%	-55%	-1%	-7%	-2%	-1%		-1%	-5%	-4%
	农产品加工	20%	-70%	170%	96%		20%	15%	50%	5%	-10%	0%	3%		5%	-3%	0%
	个护用品	3%	-14%	25%	16%		3%	13%	17%	6%	4%	17%	13%		6%	14%	18%
	装修建材	13%	-107%	-13%	-41%		13%	-56%	-25%	6%	-5%	-3%	-9%		6%	-6%	-6%
	塑料	32%	-2%	38%	13%		32%	25%	29%	9%	-8%	3%	10%		9%	4%	9%
	轨交设备Ⅱ	5%	-39%	-7%	30%		5%	2%	24%	6%	-3%	3%	16%		6%	7%	13%
	航海装备Ⅱ	359%	113%	299%	137%		359%	167%	202%	174%	94%	194%	37%		174%	88%	85%
	证券Ⅱ	18%	-3%	60%	50%		18%	42%	62%	22%	-11%	29%	3%		22%	10%	18%

图表54：投资机会

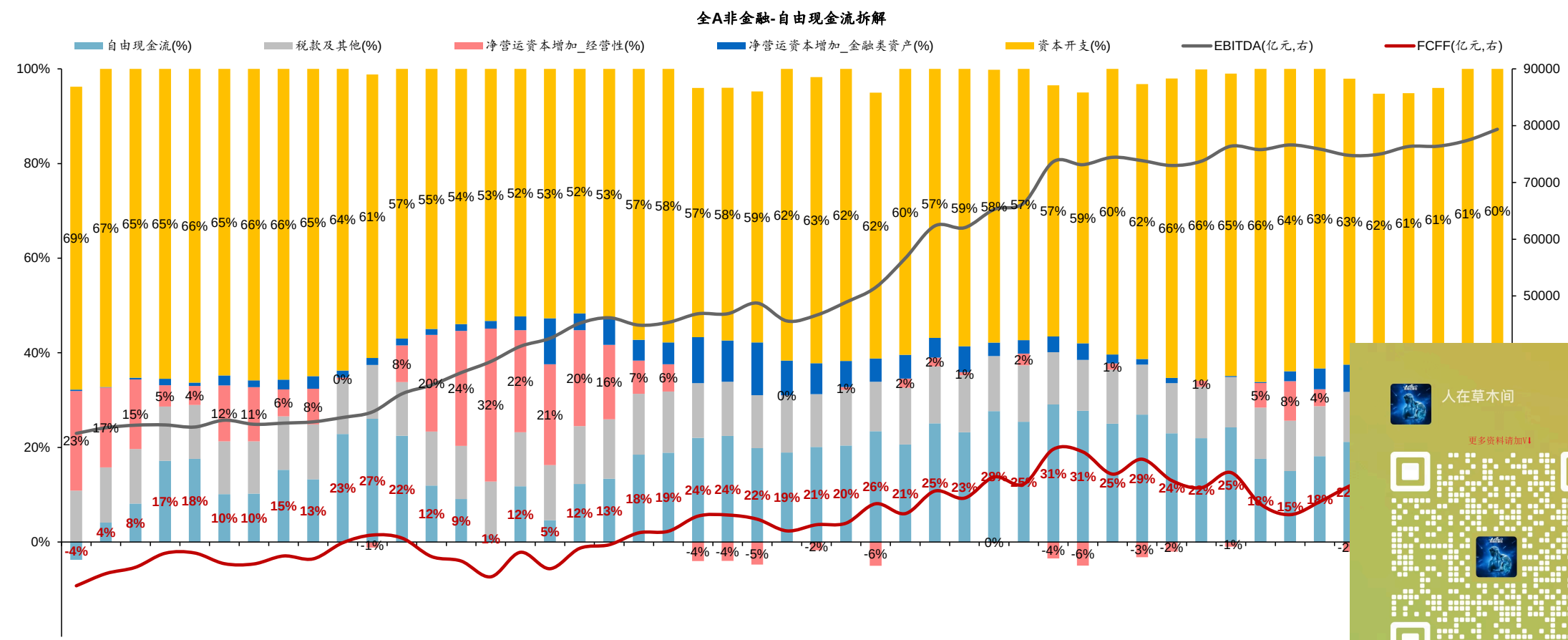


01. 全球大变局：苏伊士运河 VS 霍尔木兹海峡
02. 历史镜观：70年代日本的“东升西落”启示
03. 中国优势：高油价环境中的两条受益线索
04. 4月决断的答卷：HALO PLUS——自由现金流+科技&出海
05. 配置重点1-自由现金流：增长回归，重视年化 25%+的现金流增强
06. 配置重点2-科技&出海：盈利质量稳步提升，机械、电子领衔全球化

全A非金融：前端盈利增长回归

➤ **增长回归，经营资本重回扩张，现金流回落。**全A非金融EBITDA拆分来看，CAPEX占比继续走低至60%，经营性 Δ NWC由25Q2的-6%持续回升转正至26Q1的3%，成为FCFF占比由25%下滑至20%的主要驱动。

图表55：全A非金融EBITDA拆分：资本开支占比继续走低，经营性净营运资本转正增、FCFF占比回落至20%



人在草木间

更多资料请加V

行业：关注现金流模式转型且景气加速行业

图表56：一级行业FCFF规模，有色、医药、环保为十年新高，机械、通信在90%分位以上

FCFF (亿元)																																																				
一级行业	走势	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	10年分位 (%)									
有色金属		121	134	450	190	39	-50	-315	-204	-182	-166	-83	-11	157	256	38	123	86	167	344	241	70	101	268	719	747	1102	1222	1426	1246	1043	892	631	623	689	824	1097	995	1231	1449	1291	1576	100									
医药生物		292	288	318	184	147	129	-3	111	-139	2	176	-55	124	358	273	473	504	734	981	917	901	1120	1081	1152	1026	927	1030	901	647	992	826	900	1063	979	704	673	465	556	833	858	1196	100									
环保		14	-74	-39	11	-23	-8	-46	-92	-132	-156	-192	-152	-170	-183	-229	-287	-326	-317	-288	-267	-345	-226	-146	-162	-136	-115	-22	-53	-13	45	-77	-76	-68	-137	-52	-39	-18	-8	65	53	96	100									
机械设备		-181	6	33	-153	-123	73	-128	227	-20	47	278	7	31	276	357	598	674	858	761	1079	766	880	724	267	-36	425	379	473	500	175	536	559	585	427	364	614	599	1005	847	1167	975	93									
通信		435	542	197	-414	-370	-948	-641	-173	-102	38	42	-138	-109	107	163	322	330	348	307	262	87	78	276	680	675	1614	1376	1829	2572	798	870	1610	1307	1391	1676	2927	2587	2438	2420	1983	2430	90									
基础化工		224	-73	24	216	-68	88	-34	55	-85	-12	213	80	-53	190	-26	-701	-805	-332	-317	208	-84	428	169	910	1130	1286	1133	954	402	-28	-165	-31	59	204	471	608	301	539	641	636	902	88									
石油石化		1372	1472	1871	2099	2289	2619	2539	2017	1812	2052	2097	1389	853	-32	-161	596	221	518	-314	1007	1575	2316	3021	1402	1671	1200	1516	1776	1871	459	904	2505	2736	3702	3629	2161	2690	2340	2277	2960	2550	83									
房地产		-3415	-1242	761	1079	786	309	-1434	-887	-2266	-1013	-931	662	966	760	450	-507	-299	-927	-103	326	977	1214	665	1894	1473	1643	1881	11	1367	1271	914	191	-644	-945	66	861	1878	2061	2148	1636	1522	83									
农林牧渔		56	53	52	52	-41	-52	-52	-119	-105	9	-38	-87	-31	-3	71	186	21	-97	-417	-914	-1487	-1322	-1080	-931	-828	-558	-440	-376	-268	-204	-169	67	154	263	336	461	477	572	545	373	204	83									
美容护理		-3	10	28	2	-4	-14	-19	2	5	8	16	-7	4	13	5	-7	-47	-35	-44	-43	1	4	16	51	34	35	19	33	27	32	75	54	95	80	48	14	16	54	64	71	48	78									
传媒		199	199	213	162	212	225	211	163	-139	138	64	-179	-89	-109	-30	114	204	192	244	403	449	519	478	369	331	315	236	301	327	356	574	632	552	396	310	123	136	212	199	293	345	75									
纺织服装		51	46	40	68	38	68	42	4	9	38	73	23	-26	96	93	180	228	200	216	139	120	92	73	258	179	224	242	181	278	318	325	399	316	276	275	141	115	167	115	284	220	70									
钢铁		124	242	117	114	-215	-166	-132	475	702	1196	1443	1425	1497	1239	1119	1075	909	1158	891	805	770	965	1159	1515	1741	1318	1222	551	227	306	46	470	267	330	275	467	470	358	767	509	792	58									
电力设备		38	64	-26	-15	-183	-214	-291	-602	-445	-264	-239	-68	80	149	196	299	283	238	297	387	167	289	209	-266	-606	-79	-347	61	-102	-55	314	209	-153	-1360	-1694	-1406	-1124	154	-129	-246	38	58									
社会服务		8	38	55	94	105	112	118	67	79	101	79	44	53	77	91	109	32	99	129	74	80	8	-36	10	37	4	45	13	54	74	92	109	78	104	76	103	101	79	87	102	79	55									
公用事业		812	1359	1048	1214	776	-39	-108	-498	77	576	784	1241	1265	1387	1515	1282	1220	1334	1041	1397	1091	1077	1114	167	-84	-114	-158	299	220	-126	-611	-412	-708	-270	8	-170	-300	-134	161	217	507	53									
交通运输		1005	1056	931	214	-83	-375	-606	-10	-191	-209	314	593	1053	1748	1665	1643	1206	1355	1036	495	-289	388	700	2902	3398	3514	3891	2411	2674	2515	2405	2510	1806	1908	2239	2760	3390	3620	2784	1936	1445	50									
食品饮料		478	635	767	831	721	668	519	608	648	719	667	845	858	1030	961	996	853	903	1049	1127	1207	1377	1299	1498	1224	1198	1183	1195	1436	1433	1518	1706	1796	2307	2109	1742	1901	1485	1358	918	1098	50									
建筑装饰		580	731	-219	891	-11	141	566	665	542	754	861	1977	1277	1034	623	-181	-728	-459	424	-29	320	-164	-973	103	34	1452	1896	2439	2267	2973	2037	1249	-115	-2107	-925	668	1222	1316	985	236	509	43									
计算机		124	5	-47	-141	-157	-87	-69	127	-135	-161	-188	38	32	203	179	97	79	160	351	264	242	199	39	-200	-403	-333	-256	-119	72	172	154	41	-147	-217	-112	-92	109	109	50	185	-24	43									
煤炭		370	210	547	466	815	1585	1338	1660	1296	962	764	747	1400	1782	1733	1825	1516	1333	1547	1930	1651	2053	2291	2730	3026	3644	3569	3267	3126	2787	2345	2077	1769	1558	1669	1030	979	693	685	991	1066	33									
国防军工		-32	-87	-209	-274	-292	-175	-37	165	162	176	203	-112	-57	-145	-167	269	207	169	215	447	263	728	456	101	-4	33	9	-5	81	-428	-154	-258	-416	-354	-348	-357	54	3	43	-229	-170	28									
家用电器		506	570	648	321	468	362	153	544	315	246	234	135	46	557	1053	1130	1009	668	616	930	1026	1202	605	691	586	632	795	698	847	1210	1459	1253	1352	1230	972	848	519	582	291	-186	400	25									
建筑材料		243	173	151	153	21	108	44	366	321	421	542	557	497	543	584	639	670	801	697	666	758	598	920	1107	914	897	436	93	98	157	240	257	209	140	112	265	280	336	263	138	151	23									
综合		-107	-144	-118	-179	-175	-137	-236	-156	-109	-75	-10	9	-50	117	212	150	155	111	41	-37	-50	-31	-43	85	84	77	73	-41	-23	-1	4	19	-22	-26	-51	-29	-3	17	-12	-28	-77	23									

行业：关注现金流模式转型且景气加速行业

► **三级行业【真金加速度】思路筛选，航空运输、安防设备、快递、纺织化学制品、固废治理等行业入选。**参考我们此前报告《年化22%指数的误区及再增强——自由现金流系列研究2》对个股的筛选条件，应用在三级行业口径且为了筛选结果数量适当放宽参数约束，最终具备“现金流模式转型”且当前“景气加速”符合的行业共26个，FCFF规模领先的包括航空运输、安防设备、快递、纺织化学制品、固废治理等行业。

图表57：三级行业【真金加速度】思路筛选，航空运输、安防设备、快递、纺织化学制品、固废治理等行业入选

	FCFF (亿元)						FCFF/MV (%)						CAPEX/D&A						EBITDA/营收 (%)						EBITDATTM环比变化同差 (亿元, 可比口径)						
三级行业	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	10年分位 (%)	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	10年分位 (%)	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	10年分位 (%)	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	10年分位 (%)	近一年二阶导系数	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	
航空运输	801	941	926	856	856	67	17.0	18.4	16.8	18.2	18.2	93	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7	63	21	22	22	23	24	100	0.08	-162	88	106	-1	137	
安防设备	106	166	244	253	238	88	2.5	3.4	4.9	4.6	4.4	93	2.0	1.9	1.8	1.5	1.4	0	15	16	16	18	19	43	0.05	-4	30	-3	84	26	
快递	185	187	243	104	140	78	5.9	5.4	7.5	3.2	4.3	78	0.8	0.9	1.0	1.0	1.0	28	10	10	10	10	10	13	0.09	-4	-73	-26	37	15	
纺织化学制品	111	131	135	101	129	93	14.1	15.5	16.1	9.8	12.6	90	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7	10	17	17	18	18	20	45	0.22	0	-6	-6	-8	8	
固废治理	20	51	65	63	101	98	0.7	1.5	1.9	1.7	2.8	100	1.4	1.3	1.2	1.1	1.1	0	23	24	24	24	24	48	0.01	0	-10	-4	3	13	
多业态零售	57	64	43	58	80	70	7.2	7.8	5.4	7.6	10.6	80	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4	5	17	17	15	15	16	90	0.27	2	-1	-34	-6	4	
医院	39	44	44	69	76	76	1.7	1.7	1.8	3.0	3.3	98	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7	0	22	22	22	23	23	70	0.13	5	-3	0	10	1	
体外诊断	-28	-14	1	13	55	100	-1.1	-0.5	0.0	0.5	2.0	83	1.4	1.3	1.3	1.2	1.1	0	22	20	19	22	22	15	0.55	6	-9	-16	54	4	
其他建材	47	71	57	48	50	93	4.3	6.1	4.7	3.4	3.6	80	1.2	1.2	1.1	1.0	1.0	0	12	11	11	10	10	15	0.08	-2	-12	-1	0	2	
铜	23	7	38	28	44	100	7.3	1.4	7.8	4.5	7.0	76	0.3	0.2	0.2	0.3	0.4	29	32	31	32	34	34	100	0.24	2	-4	5	2	3	
改性塑料	-27	-9	10	33	41	85	-2.5	-0.6	0.6	2.0	2.5	83	1.4	1.3	1.3	1.1	1.1	0	6	6	6	7	8	38	0.07	3	-2	4	13	1	
超市	-11	14	26	44	41	68	-1.2	1.4	2.8	5.6	3.3	70	0.3	0.4	0.4	0.6	0.7	43	7	7	5	4	5	88	0.24	-7	3	-45	-20	11	
品牌化妆品	-9	18	35	46	41	78	-0.8	1.4	3.1	4.6	4.0	80	2.2	1.9	1.6	1.3	0.9	0	11	11	12	14	14	50	0.14	-2	-1	5	21	2	
电视广播Ⅲ	94	54	25	80	32	83	6.2	3.0	1.4	4.9	1.9	65	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5	0	22	21	21	19	19	0	0.03	5	2	2	-10	0	
预加工食品	-20	-31	-12	5	25	94	-3.5	-5.0	-1.8	0.6	3.1	94	1.6	1.8	1.4	1.2	1.1	0	13	13	13	13	13	47	0.05	-1	-2	3	-3	3	
专业连锁Ⅲ	31	26	42	54	24	68	5.0	4.0	6.8	9.2	4.2	68	0.7	0.9	0.7	0.7	0.8	28	2	2	2	2	2	5	0.02	-3	-4	0	1	4	
诊断服务	6	6	19	17	21	92	1.3	1.1	3.7	3.4	4.2	100	0.7	0.8	0.7	0.7	0.7	5	1	0	1	6	7	13	0.73	2	-2	8	26	6	
火电设备	11	8	7	16	19	68	5.1	3.6	2.9	6.2	7.2	83	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5	3	9	10	10	14	14	100	0.18	-7	-1	-1	7	2	
会展服务	2	-4	3	7	17	97	1.2	-2.1	1.6	4.3	11.1	100	0.4	0.3	0.3	0.1	0.2	3	25	26	27	29	30	91	0.03	-1	2	0	0	1	
培训教育	5	7	10	4	15	92	0.9	1.1	1.7	0.8	2.7	98	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	10	12	11	11	13	13	80	0.26	-2	1	3	2	1	
公路货运	5	10	22	12	14	98	1.9	3.4	7.1	4.1	4.6	90	1.0	0.8	0.7	1.0	1.0	10	5	6	6	7	7	50	0.02	-1	1	5	2	1	
门户网站	10	19	14	16	13	75	1.8	3.0	2.3	2.7	2.1	73	3.0	2.7	0.5	0.6	0.6	23	14	13	14	14	14	20	0.02	1	0	1	-1	0	
印染	-3	-5	-3	8	6	65	-2.0	-3.3	-1.5	4.3	3.6	63	1.3	1.1	1.1	1.2	1.1	18	10	10	9	9	10	23	0.17	0	-3	-1	-1	0	
食用菌	-1	1	0	6	6	76	-0.6	0.8	0.4	3.1	3.1	82	0.7	0.7	0.9	0.9	1.0	35	10	10	13	27	32	100	1.34	5	-1	-1	11	4	

【真金加速度】现金流增强组合更新

- **【真金加速度】组合更新，盈利增长回归重视“现金流模式”+“景气加速”**。在上市公司整体前端盈利增长回归的背景下，市场对成长风格的风偏或再迎提升。而如我们此前报告《年化22%指数的误区及再增强——自由现金流系列研究2》所述，传统现金流指数产品的定位更加偏向于追求稳定性，在当前市场环境极大可能面临弹性不足，故投资者更应重视我们此前叠加景气因子考量而构建的**【真金加速度】**个股组合，组合最新行业权重分布及个股情况见下。

图表58: **【真金加速度】组合26/4/30调仓后权重领先行业包括医药19%、机械10%、纺服10%、环保7%**

代码	一级行业	组合内行业权重14以来走势图(%)	20/4/30	20/8/31	20/10/31	21/4/30	21/8/31	21/10/31	22/4/30	22/8/31	22/10/31	23/4/30	23/8/31	23/10/31	24/4/30	24/8/31	24/10/31	25/4/30	25/8/31	25/10/31	26/4/30
801150.SL	医药生物		0	4	5	3	3	3	9	10	9	14	8	2	10	5	7	4	5	7	19
801890.SL	机械设备		8	4	3	3	2	3	6	8	7	4	12	6	5	12	7	9	7	5	10
801130.SL	纺织服饰		0	0	8	7	10	0	0	0	7	0	8	9	7	0	2	7	7	2	10
801970.SL	环保		0	0	0	0	0	0	0	5	5	2	0	2	0	5	7	7	10	12	7
801170.SL	交通运输		0	8	15	14	19	11	3	3	14	6	4	6	2	9	2	2	24	7	7
801960.SL	石油石化		0	0	0	4	0	0	0	3	5	0	2	0	2	2	0	0	2	5	5
801030.SL	基础化工		23	12	13	10	5	5	3	13	5	2	6	4	5	7	11	9	5	12	5
801140.SL	轻工制造		15	0	0	3	5	8	0	8	0	4	4	6	10	0	5	2	5	7	5
801880.SL	汽车		0	20	13	8	5	5	6	3	5	6	8	6	5	5	9	9	7	7	5
801730.SL	电力设备		0	12	8	1	0	0	6	0	0	0	2	9	10	12	11	7	7	5	5
801200.SL	商贸零售		15	0	3	7	8	11	6	8	2	10	13	9	10	2	2	11	2	5	5
801010.SL	农林牧渔		8	8	0	0	0	0	0	3	0	4	0	2	2	5	9	4	2	0	5
801720.SL	建筑装饰		0	4	5	4	8	3	0	0	5	10	4	2	10	2	9	0	0	0	7
801040.SL	钢铁		0	4	3	4	3	3	0	3	2	2	2	4	0	0	0	2	2	2	2
801050.SL	有色金属		8	0	0	3	0	8	6	13	5	2	2	6	5	7	9	4	2	2	2
801080.SL	电子		15	0	0	3	3	0	3	0	2	6	6	4	0	2	2	7	0	2	2
801180.SL	房地产		0	4	8	4	14	14	12	8	11	4	6	4	2	2	0	2	0	5	0
801230.SL	综合		8	4	0	0	0	0	0	0	0	2	2	0	0	0	0	0	0	5	0
801710.SL	建筑材料		0	0	0	3	0	0	0	0	0	0	0	2	2	2	0	0	0	2	0
801120.SL	食品饮料		0	0	0	6	3	0	3	0	0	0	2	0	2	2	2	0	5	2	0
801160.SL	公用事业		0	8	10	1	3	3	0	3	2	8	0	6	2	7	0	4	2	2	0
801760.SL	传媒		0	4	0	4	5	5	3	0	2	4	0	6	0	0	0	7	0	2	0
801950.SL	煤炭		0	4	3	0	0	11	24	10	0	0	0	0	2	0	0	0	0	0	0
801110.SL	家用电器		0	0	5	0	0	3	6	3	9	8	6	4	2	7	0	2	0	0	0
801210.SL	社会服务		0	0	0	0	0	3	0	0	2	2	4	4	2	0	0	2	2	0	0

【真金加速度】现金流增强组合更新

图表59:【真金加速度】组合26/4/30调仓后成分

证券代码	证券简称	一级行业	三级行业	总市值 (亿元)	上市日期	最新报告期	EBITDA_TTM/营收TTM(%)				FCFF回报率=FCFF_TTM/总市值				CAPEX_TTM/D&A_TTM			
							上期 报告期	最新 报告期	最新 分位	近5年季 变化趋势	上期 报告期	最新 报告期	10年 分位	近10年季 变化趋势	上期 报告期	最新 报告期	最新 分位	近10年季 变化趋势
600346.SH	恒力石化	石油石化	炼化化工	1555	2001-08-20	2026-03-31	13	14	43%		15%	14%	95%		0.6	0.5	13%	
000425.SZ	徐工机械	机械设备	工程机械整机	1169	1996-08-28	2026-03-31	12	12	85%		9%	10%	95%		0.9	0.9	40%	
000301.SZ	东方盛虹	石油石化	炼化化工	877	2000-05-29	2026-03-31	10	11	38%		8%	16%	100%		1.1	1.0	5%	
002532.SZ	天山铝业	有色金属	铝	770	2010-12-31	2026-03-31	27	31	100%		8%	10%	90%		0.8	0.9	15%	
600741.SH	华域汽车	汽车	车身附件及饰件	588	1996-08-26	2026-03-31	9	9	33%		8%	13%	95%		0.7	0.8	38%	
600143.SH	金发科技	基础化工	改性塑料	452	2004-06-23	2026-03-31	8	8	50%		8%	11%	95%		0.8	0.8	0%	
688599.SH	天合光能	电力设备	光伏电池组件	407	2020-06-10	2026-03-31	-1	1	13%		5%	20%	100%		0.7	0.6	0%	
600079.SH	ST人福	医药生物	化学制剂	308	1997-06-06	2026-03-31	18	19	80%		6%	8%	100%		0.7	0.6	0%	
601333.SH	广深铁路	交通运输	铁路运输	228	2006-12-22	2026-03-31	13	14	60%		12%	8%	93%		0.3	0.4	13%	
600339.SH	中油工程	石油石化	油气及炼化工程	227	2000-12-25	2026-03-31	2	3	23%		25%	50%	100%		0.4	0.4	48%	
000778.SH	新兴铸管	钢铁	钢铁管材	182	1997-06-06	2026-03-31	8	8	48%		13%	21%	100%		0.7	0.8	18%	
603707.SH	健友股份	医药生物	化学制剂	148	2017-07-19	2026-03-31	25	25	15%		4%	8%	100%		2.3	1.6	3%	
000089.SZ	深圳机场	交通运输	机场	146	1998-04-20	2026-03-31	40	42	80%		9%	10%	93%		0.4	0.4	8%	
300244.SZ	迪安诊断	医药生物	诊断服务	121	2011-07-19	2026-03-31	10	11	20%		14%	15%	95%		0.5	0.4	0%	
603883.SH	老百姓	医药生物	线下药店	106	2015-04-23	2026-03-31	11	11	60%		27%	28%	100%		0.2	0.1	0%	
000516.SZ	国际医学	医药生物	医院	103	1993-08-09	2026-03-31	11	12	78%		10%	11%	100%		0.4	0.2	0%	
002004.SZ	华邦健康	医药生物	化学制剂	98	2004-06-25	2026-03-31	21	22	73%		15%	17%	100%		0.6	0.5	0%	
600874.SH	创业环保	环保	水务及水治理	98	1995-06-30	2026-03-31	46	46	55%		24%	28%	100%		1.2	0.7	0%	
002818.SZ	富森美	商贸零售	商业物业经营	91	2016-11-09	2026-03-31	74	133	100%		13%	10%	92%		0.2	0.2	16%	
002275.SZ	桂林三金	医药生物	中药III	84	2009-07-10	2026-03-31	32	32	45%		7%	7%	98%		0.8	0.8	35%	
301381.SZ	赛维时代	商贸零售	跨境电商	84	2023-07-12	2026-03-31	5	5	67%		14%	14%	100%		0.5	0.5	67%	
600169.SH	ST太重	机械设备	能源及重型设备	80	1998-09-04	2026-03-31	14	14	48%		16%	22%	100%		1.2	0.9	25%	
002560.SZ	通达股份	电力设备	线缆部件及其他	77	2011-03-03	2026-03-31	4	4	63%		8%	7%	95%		1.5	1.2	0%	
603901.SH	永创智能	机械设备	印刷包装机械	68	2015-05-29	2026-03-31	10	11	50%		7%	7%	95%		0.8	0.8	3%	
603877.SH	太平鸟	纺织服饰	非运动服装	67	2017-01-09	2026-03-31	16	17	89%		6%	14%	97%		0.5	0.5	29%	
002390.SZ	信邦制药	医药生物	中药III	66	2010-04-16	2026-03-31	8	9	23%		10%	10%	95%		0.4	0.2	0%	
002375.SZ	亚厦股份	建筑装饰	装修装饰III	56	2010-03-23	2026-03-31	5	5	55%		3%	8%	95%		0.6	0.8	33%	
605377.SH	华旺科技	轻工制造	特种纸	55	2020-12-28	2026-03-31	12	13	14%		9%	14%	100%		0.7	0.5	0%	
300219.SZ	鸿利智汇	电子	LED	54	2011-05-18	2026-03-31	8	9	30%		2%	7%	98%		1.3	1.1	0%	
300970.SZ	华绿生物	农林牧渔	食用菌	43	2021-04-12	2026-03-31	25	31	100%		5%	8%	100%		0.6	0.6	0%	
603817.SH	海峡环保	环保	水务及水治理	42	2017-02-20	2026-03-31	41	42	11%		2%	13%	100%		1.2	1.1	9%	
603808.SH	歌力思	纺织服饰	非运动服装	40	2015-04-22	2026-03-31	21	21	38%		13%	16%	98%		0.2	0.2	3%	
300190.SZ	维尔利	环保	综合环境治理	40	2011-03-16	2026-03-31	0	4	23%		8%	11%	90%		0.4	0.5	15%	
603600.SH	永艺股份	轻工制造	成品家居	40	2015-01-23	2026-03-31	7	8	33%		7%	9%	90%		0.8	0.8	0%	
002998.SZ	优彩资源	基础化工	涤纶	34	2020-09-25	2026-03-31	8	10	43%		6%	10%	100%		0.3	0.3	10%	
300509.SZ	新美星	机械设备	印刷包装机械	34	2016-04-25	2026-03-31	13	14	51%		6%	9%	95%		0.5	0.6	28%	
600386.SH	北巴传媒	汽车	汽车经销商	33	2001-02-16	2026-03-31	10	11	80%		14%	11%	90%		0.4	0.4	3%	
603001.SH	奥康国际	纺织服饰	鞋帽及其他	33	2012-04-26	2026-03-31	2	6	15%		13%	14%	90%		0.2	0.2	5%	

01. 全球大变局：苏伊士运河 VS 霍尔木兹海峡
02. 历史镜观：70年代日本的“东升西落”启示
03. 中国优势：高油价环境中的两条受益线索
04. 4月决断的答卷：HALO PLUS——自由现金流+科技&出海
05. 配置重点1-自由现金流：增长回归，重视年化 25%+的现金流增强
06. 配置重点2-科技&出海：盈利质量稳步提升，机械、电子领衔全球化

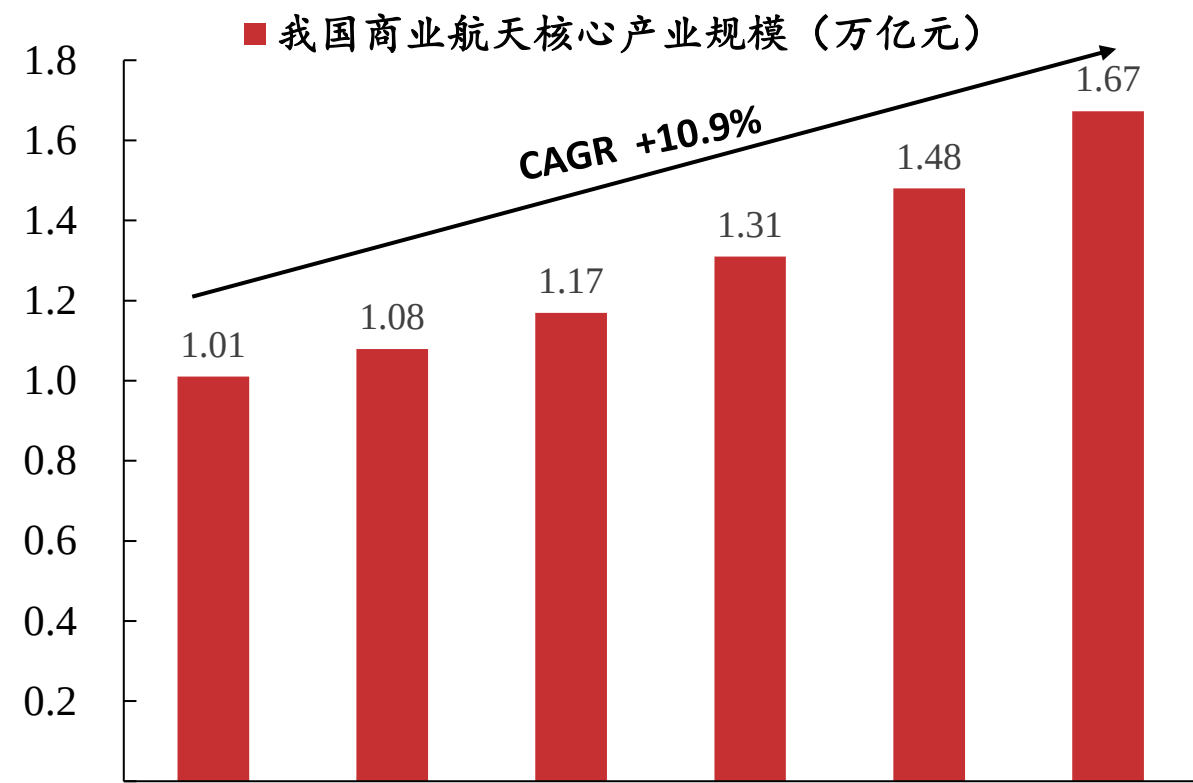
商业航天：星辰大海，“哥伦布”出发前夜

我国商业航天发展速度“快”，规模能力双提升。2025年我国商业航天核心产业规模达1.01万亿元，同比增长近7%。截至2025年底，我国商业航天企业数量已超600家，同比增长20%以上，卫星、火箭、发射场、测控、应用等环节创新活跃，为产业发展打开了更为广阔的空间。“十五五”期间，我国商业航天核心产业规模复合增长率有望达到11%左右，保持快速发展态势。

图表60：商业航天政策密集出台，2025年我国商业航天产业迎来专职监管机构商业航天司

时间	相关政策/事件	主要内容
2025年3月	2025年政府工作报告	新培育一批国家级先进制造业集群，商业航天、北斗应用、新型储能等新兴产业快速发展。深入推进战略性新兴产业融合集群发展，开展新技术新产品新场景大规模应用示范行动，推动商业航天、低空经济、深海科技等新兴产业安全健康发展。
2025年11月	国家航天局设立商业航天司	我国商业航天产业的专职监管机构，未来将持续推动我国商业航天高质量发展。
2025年11月	商业航天高质量发展安全发展行动计划(2025-2027年)	该行动计划为期三年，其总体目标是到2027年，使商业航天产业生态高效协同，科研生产安全有序，产业规模显著壮大，创新创造活力显著增强，资源能力实现统筹建设和高效利用，行业治理能力显著提升，基本实现商业航天高质量发展。
2026年4月	"太空算力专业委员会"成立	作为业内首个面向全国的专业化协同平台，专委会目前凝聚了院士专家、龙头企业、科研院所与金融机构等产业链各方力量，将围绕五大核心方向推进工作，系统构建太空算力技术体系与产业生态。
2026年4月	商业航天高质量发展企业圆桌会议	国家航天局局长单忠德主持召开商业航天高质量发展企业圆桌会议。邀请 14 家企业负责人进行研讨，明确要求“创新采用‘一站式’审批模式”，并前瞻布局太空算力、太空制造等新业态。
2026年4月	发布《商业航天标准体系	中国航天日启动仪式上，国家航天局与市场监管总局联合发布了《商业航天标准体系（1.0 版）》，系统构建了覆盖行业

图表61：2025-2030年我国商业航天核心产业规模及增长率预测

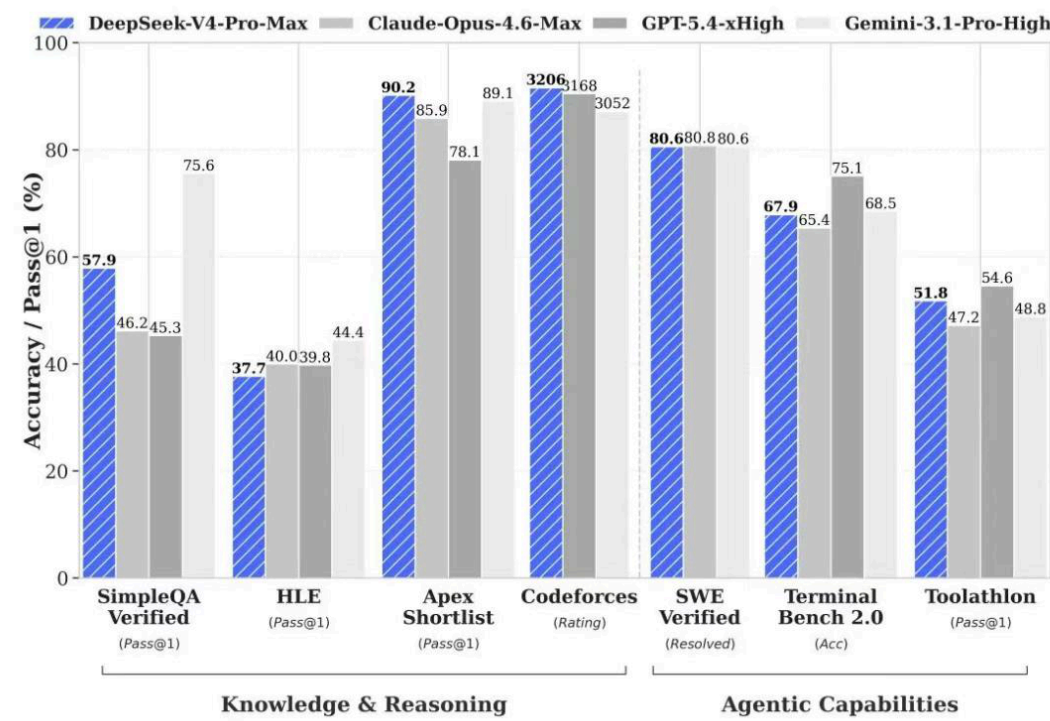


AI：DeepSeek-V4 国产化落地，海外资本开支增速高位，继续看好AI算力

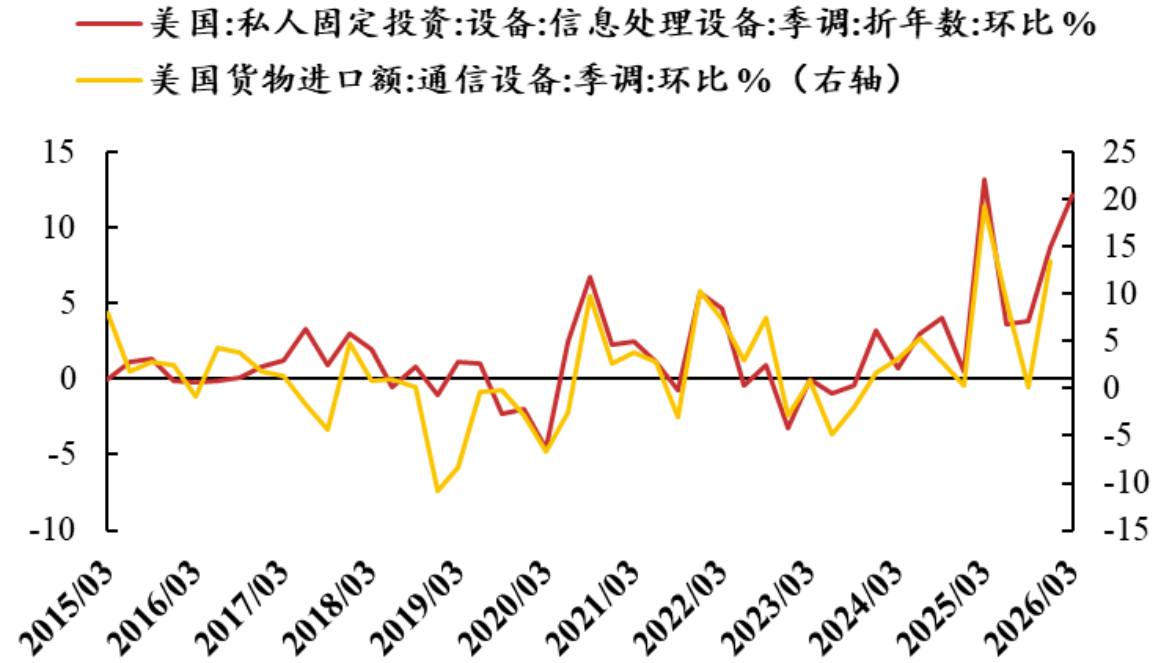
国产模型后跑通全栈国产化，国产算力或趋近质变临界点。4月24日，DeepSeekV4正式发布。深度求索公司在本次技术报告中明确指出：“我们验证了细粒度EP方案在英伟达GPU和华为昇腾NPU双平台上的表现。”表明DeepSeek已在使用国产算力做推理。同日华为发文称本次通过双方芯模技术紧密协同，实现昇腾超节点全系列产品支持DeepSeekV4系列模型，实现低成本且兼顾万卡级别Scaleout集群规模。

海外算力方面，美国Anthropic引领的应用需求快速增长，OpenClaw带动下AI应用呈现加速落地趋势。2025年美国4大科技厂商（亚马逊、微软、谷歌、Meta）的资本开支持续增长，海外AI基础设施投入仍在加大。

图表62：DeepSeek-V4-Pro模型性能比肩顶级闭源模型



图表63：海外AI领域资本开支高位

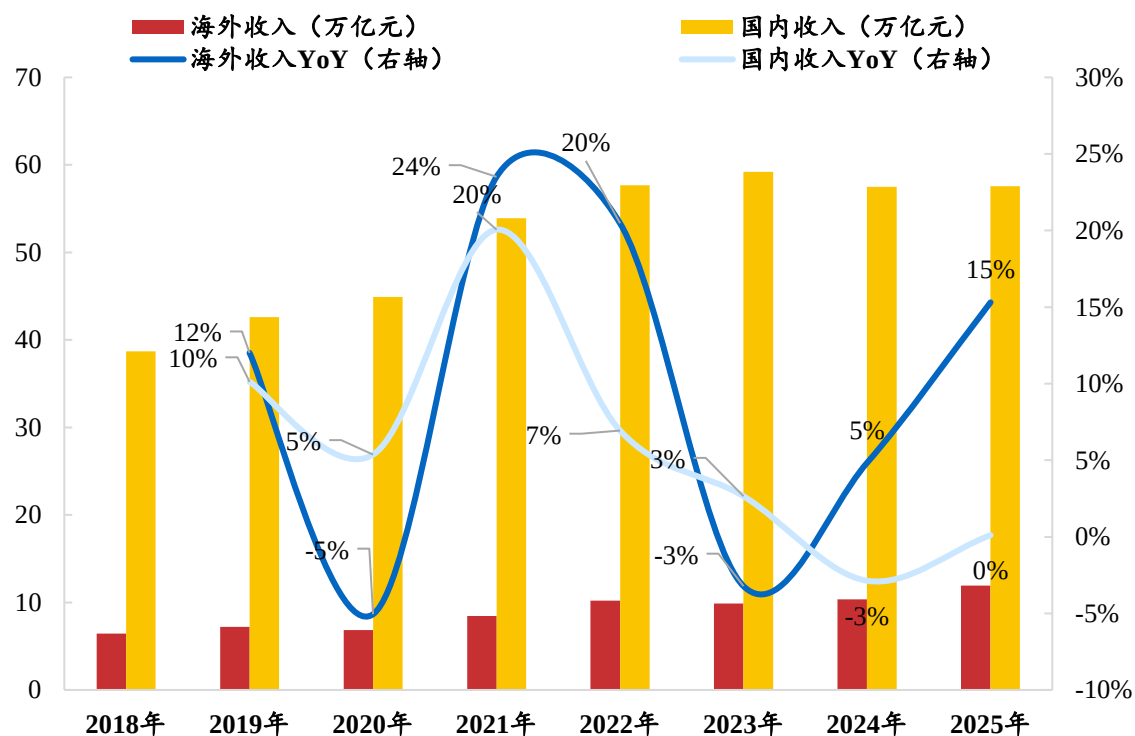


2025年A股海外营收同比增长+15%，较国内增速高出15pct

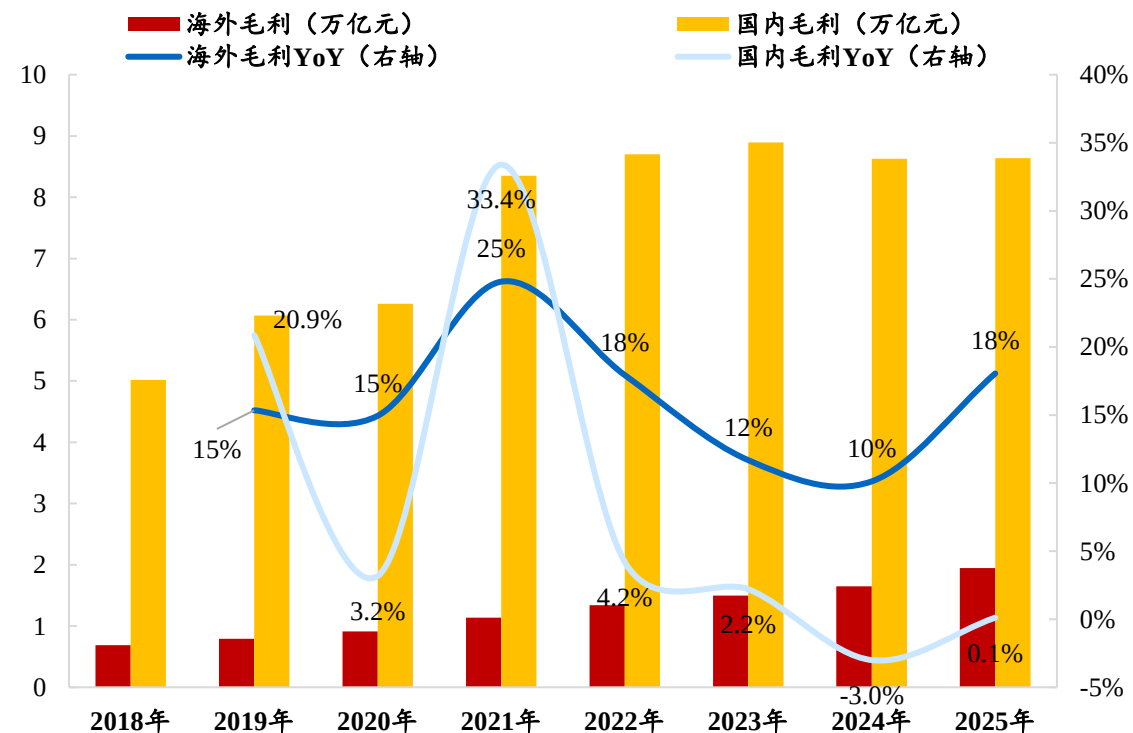
2025年A股海外收入同比增长+15%，较国内增速高出15pct，同时较去年边际提升10pct，仅次于2021-2022年疫后复苏的出口爆发期；2025年A股海外收入达11.9万亿元，占全部收入比重的17.2%，较去年边际提升1.9pct。

2025年A股上市公司海外毛利同比增长+18%，较国内+18pct，较2024年+8pct。2025年A股海外毛利达1.9万亿元，占全部收入比重的18.4%，较去年边际提升2.3pct。

图表64：A股上市公司海外收入同比增长15%，较国内+15pct，较2024年+10pct



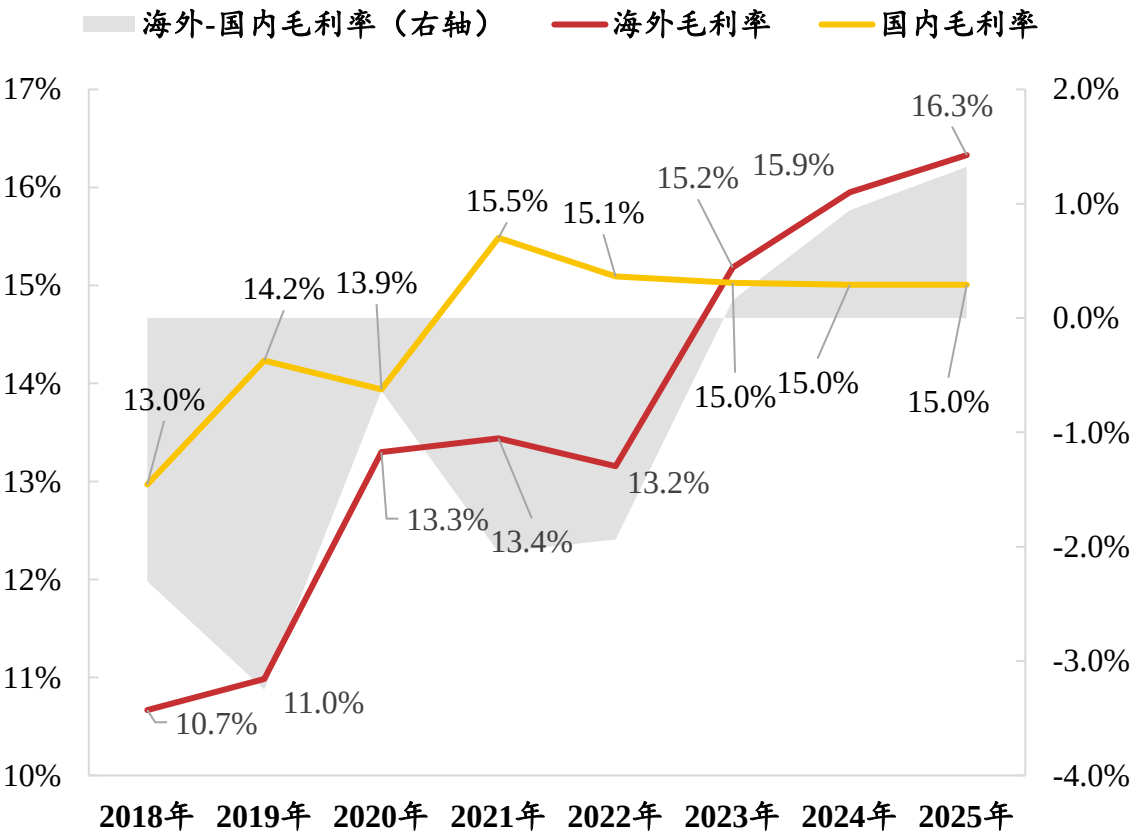
图表65：A股上市公司海外毛利同比增长18%，较国内+18pct，较2024年+8pct



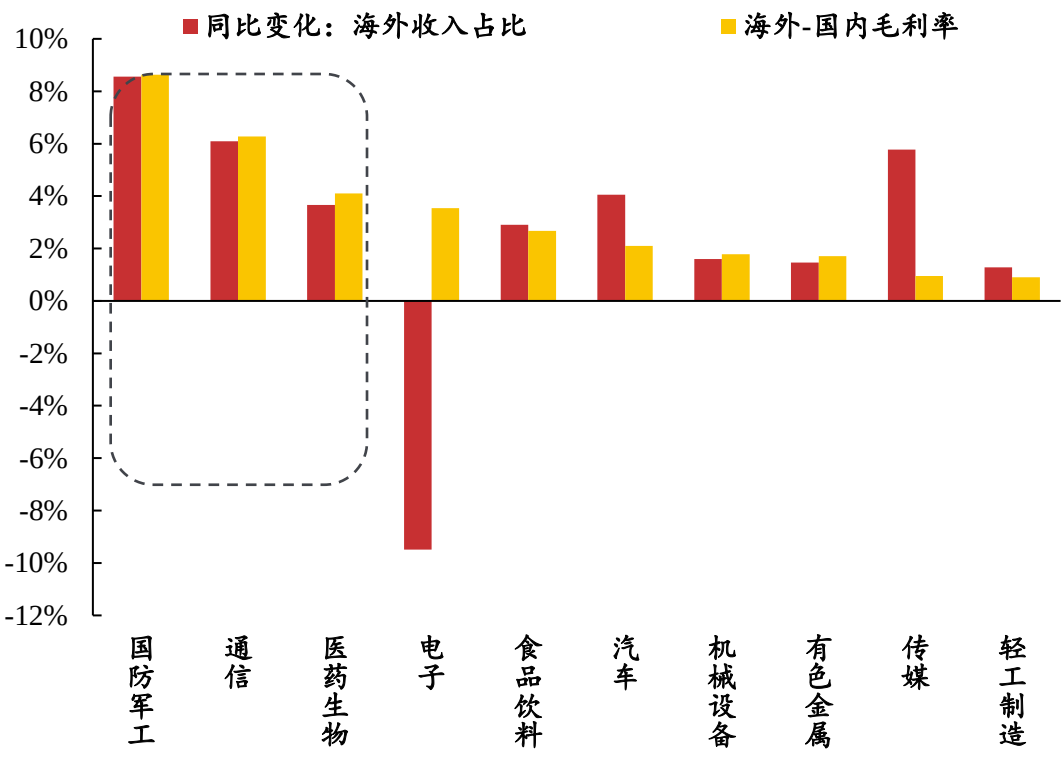
出海盈利质量稳步提升，2025年海外-国内毛利率+0.4pct至+1.3%

2023~2025年出海上市公司海外盈利能力稳步提升。2025年海外毛利率环比+0.4pct至16.3%，国内仅持平15.0%。一级行业来看，国防军工、通信、医药生物等海外盈利能力较去年明显提升，2025年海外-国内毛利率剪刀差分别较去年扩大+9pct、+6pct、+4pct至+8%、+10%、+1%。

图表66：2025年海外毛利率+0.4pct至16.3%，国内仅15.0%

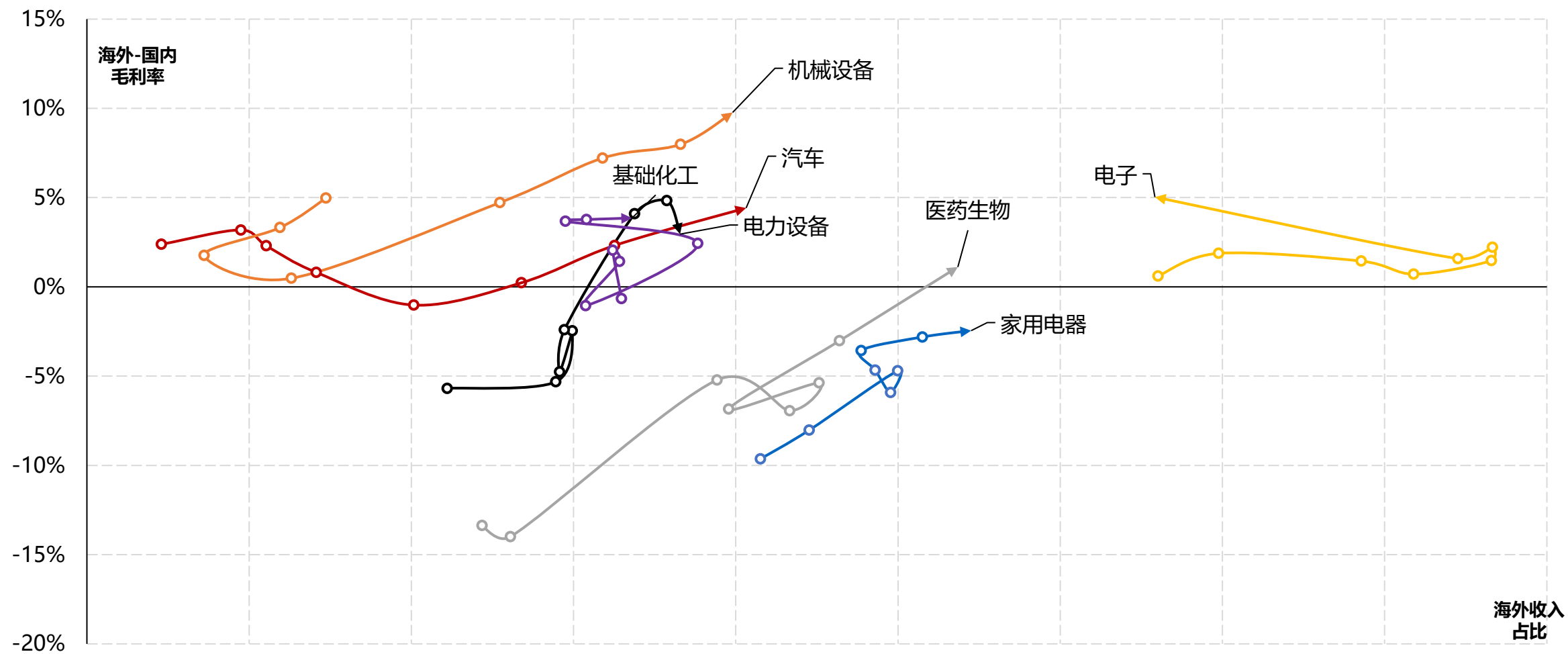


图表67：国防军工、通信、医药生物等海外盈利能力较去年明显提升



2018~2025年重点行业出海进程

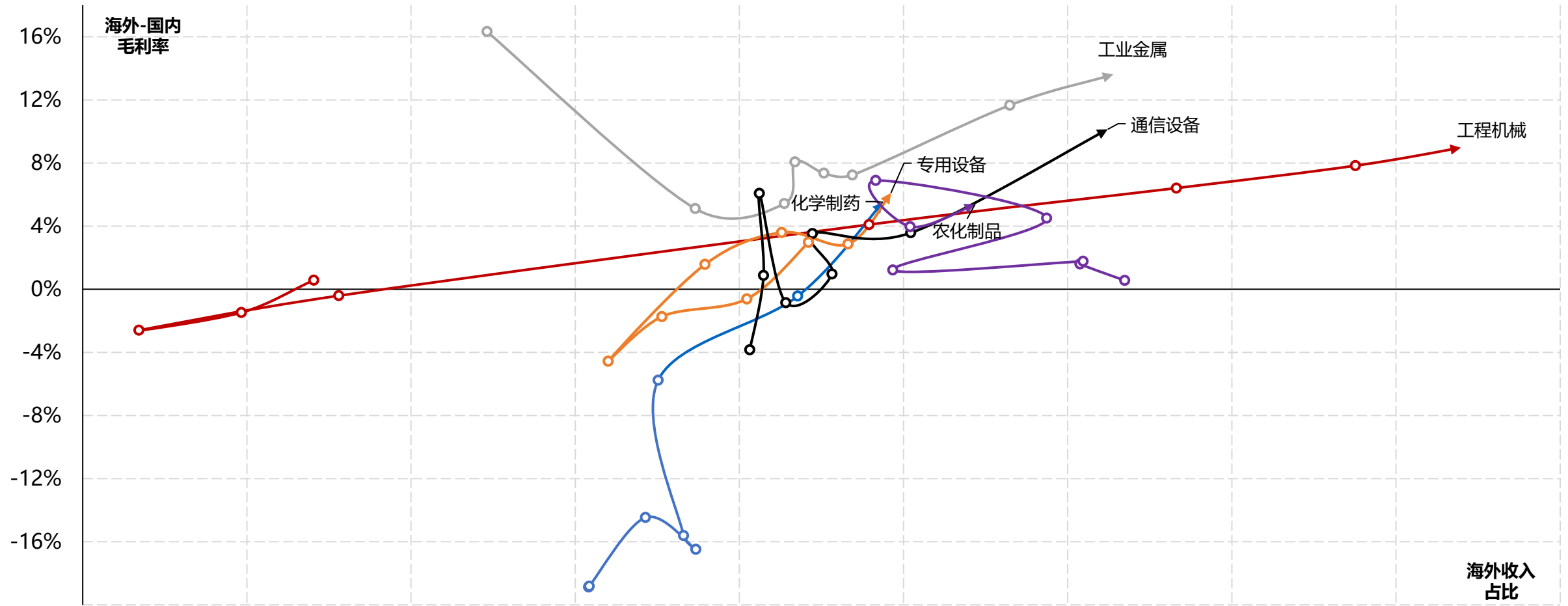
图表68：2018~2025年重点行业出海进程



2018~2025年重点细分出海进程

筛选2025年报海外收入占比提升、海外-国内毛利率上行的重点细分，工程机械及专用设备、工业金属、化学制药、通信设备、农化制品2018~2025年如何出海。

图表69：2018~2025年重点细分出海进程



出海财务选股组合更新

筛选逻辑：1、海外收入占比连续3年提升且最新一期>10%；2、海外收入近三年CAGR>10%；；2、海外毛利率连续3年提升；3、市值>50亿。

图表70：出海财务选股组合更新

股票代码	公司简称	一级行业	总市值 (亿元)	海外收入占比				海外收入 (亿元)					海外毛利率			
				2023年	2024年	2025年	近3年变化	2023年	2024年	2025年	2025年YOY	近3年CAGR	2023年	2024年	2025年	近3年变化
002779.SZ	中坚科技	机械设备	148	89.3%	92.3%	95.1%	9.4%	6.0	9.0	9.7	8%	30%	27.5%	27.6%	30.2%	7%
603993.SH	洛阳钼业	有色金属	3984	82.4%	88.2%	92.5%	20.5%	1534.0	1878.5	1911.7	2%	15%	10.3%	16.1%	25.1%	19%
301580.SZ	爱迪特	医药生物	77	58.7%	61.8%	66.3%	8.7%	4.6	5.5	6.9	25%	26%	51.9%	54.6%	56.1%	8%
300548.SZ	长芯博创	通信	748	25.5%	44.3%	59.4%	34.3%	4.3	7.7	15.1	94%	60%	34.6%	49.5%	57.3%	26%
603619.SH	中曼石油	石油石化	156	43.6%	47.0%	53.0%	15.9%	16.3	19.4	20.8	7%	22%	15.0%	19.8%	24.9%	21%
300857.SZ	协创数据	电子	1258	46.2%	50.6%	50.6%	7.9%	21.5	37.5	61.9	65%	66%	10.2%	10.8%	13.6%	4%
000425.SZ	徐工机械	机械设备	1169	40.1%	45.5%	48.2%	18.5%	372.2	416.9	486.0	17%	20%	24.2%	25.4%	25.8%	3%
000528.SZ	柳工	机械设备	197	41.7%	45.8%	47.7%	17.0%	114.6	137.6	157.9	15%	25%	27.7%	28.6%	29.7%	5%
600761.SH	安徽合力	机械设备	161	35.0%	40.0%	43.9%	14.4%	61.1	69.3	87.1	26%	23%	24.2%	26.2%	30.1%	11%
300832.SZ	新产业	医药生物	379	33.6%	37.2%	43.9%	12.1%	13.2	16.9	20.1	19%	28%	65.7%	67.3%	70.3%	14%
600619.SH	海立股份	家用电器	192	37.2%	39.2%	41.0%	6.8%	63.3	73.6	84.0	14%	14%	11.1%	14.8%	18.0%	9%
002594.SZ	比亚迪	汽车	9389	26.6%	28.6%	38.7%	17.1%	1602.2	2218.8	3107.4	40%	50%	7.1%	17.6%	19.5%	15%
000811.SZ	冰轮环境	机械设备	248	13.0%	29.8%	33.0%	21.1%	9.7	19.8	23.3	18%	47%	28.3%	29.5%	31.0%	7%
601968.SH	宝钢包装	轻工制造	66	24.4%	28.6%	32.0%	11.6%	18.9	23.8	28.1	18%	17%	11.4%	14.3%	15.5%	4%
605299.SH	舒华体育	轻工制造	106	13.3%	19.7%	29.2%	20.7%	1.9	2.8	4.6	64%	59%	26.2%	28.1%	30.1%	6%
001359.SZ	平安电工	基础化工	163	23.4%	25.5%	26.6%	4.2%	2.2	2.7	3.2	17%	19%	49.8%	52.7%	53.4%	10%
600169.SH	ST太重	机械设备	80	21.7%	23.6%	25.1%	14.4%	18.1	21.8	26.0	19%	45%	23.7%	26.0%	26.9%	5%
002606.SZ	大连电瓷	电力设备	64	14.2%	18.6%	23.6%	14.2%	1.2	2.8	4.2	51%	55%	28.8%	35.3%	35.3%	12%
300450.SZ	先导智能	电力设备	925	13.5%	23.9%	21.7%	13.1%	22.4	28.3	31.3	10%	38%	16.1%	39.3%	40.8%	41%
002111.SZ	威海广泰	国防军工	59	13.5%	20.5%	20.9%	15.4%	3.2	5.9	7.0	18%	75%	34.0%	36.1%	42.8%	43%
600030.SH	中信证券	非银金融	4034	15.7%	17.2%	20.7%	8.1%	94.0	109.5	155.2	42%	24%	53.0%	59.0%	63.0%	20%
688158.SH	优刻得-W	计算机	205	16.1%	17.7%	20.5%	7.6%	2.4	2.7	3.5	31%	11%	7.9%	21.0%	24.3%	35%
688016.SH	心脉医疗	医药生物	126	6.9%	13.6%	19.0%	13.1%	0.8	1.6	2.6	57%	70%	39.6%	49.2%	62.3%	29%
002708.SZ	光洋股份	汽车	75	10.4%	13.7%	18.4%	8.3%	1.9	3.2	5.0	58%	49%	3.9%	12.3%	15.8%	48%
688712.SH	北芯生命	医药生物	174	8.2%	12.3%	16.9%	10.7%	0.2	0.4	0.9	135%	152%	59.0%	59.6%	63.7%	15%
002565.SZ	顺灏股份	轻工制造	202	7.4%	8.4%	16.5%	11.7%	1.1	1.3	2.0	53%	43%	30.8%	31.0%	32.4%	32%
002752.SZ	昇兴股份	轻工制造	72	10.8%	13.4%	15.2%	4.7%	7.6	9.5	10.9	14%	15%	19.3%	20.8%	21.5%	6%
688400.SH	凌云光	机械设备	284	7.4%	7.8%	13.5%	7.3%	2.0	1.7	3.9	126%	32%	33.8%	37.6%	41.4%	8%

- **全球地缘风险：**美伊冲突存在延续风险，进而影响全球油价和供应链等。
- **全球经济衰退风险：**高油价压制全球景气，硬着陆衰退的风险增加，进而影响中国景气。
- **海外金融风险超预期：**美国潜在的二次通胀风险可能导致降息幅度低于预期，同时叠加美股相对高位，存在美国股市等金融市场波动加大的风险。
- **历史经验失效：**本文结合历史政策效果、经济周期、股市行情等经验对当下进行分析，存在历史经验失效的可能。

信息披露

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

以报告发布日后6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

A股市场代表性指数以沪深300指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普500指数为基准。

行业评级

以报告发布日后6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A股市场代表性指数以沪深300指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普500指数为基准。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。



财通证券
CAITONG SECURITIES

选择财通 财运亨通



欢迎关注财通证券研究所微信公众号