

2025 年 9 月 22 日 星期一

经济要闻

- 新华社：**9 月 19 日晚，国家主席习近平同美国总统特朗普通电话，就当前中美关系和共同关心的问题坦诚深入交换意见，就下阶段中美关系稳定发展作出战略指引。通话是务实、积极、建设性的。习近平强调，美方应避免采取单方面贸易限制措施，防止冲击双方通过多轮磋商取得的成果。（资料来源：新华社）
- 央行：**9 月 22 日以固定利率、数量招标方式开展了 2405 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率 1.40%，投标量 2405 亿元，中标量 2405 亿元。同时，以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展了 3000 亿元 14 天期逆回购操作。（资料来源：同花顺）
- 央行：**9 月 LPR 报价出炉，5 年期以上 LPR 为 3.5%，1 年期 LPR 为 3%，均维持不变。（资料来源：同花顺）
- 国新办新闻发布会：**9 月 19 日，国新办举行“高质量完成‘十四五’规划”系列主题新闻发布会介绍“十四五”时期金融业发展成就。中国人民银行行长潘功胜表示，“十四五”以来，我国金融服务实体经济质效大幅提升，坚持支持性的货币政策立场，中国特色的现代货币政策框架逐步形成，政策传导更为有效。金融服务实体经济质效大幅提升，科技型中小企业贷款、普惠小微贷款、绿色贷款年均增速均超过 20%。潘功胜回应美联储降息时说，中国货币政策坚持以为我主、兼顾内外平衡，往后看，我们将根据宏观经济运行情况和形势变化，综合应用多种货币政策工具保证流动性充裕。（资料来源：同花顺）
- 国常会：**国务院总理李强主持召开国务院常务会议，研究关于在政府采购中实施本国产品标准及相关政策，强调要对各类经营主体一视同仁、平等对待，切实保障公平竞争。会议讨论并原则通过《中华人民共和国银行业监督管理法（修订草案）》，决定将草案提请全国人大常委会审议。（资料来源：同花顺）
- 国常会：**近日召开的国务院常务会议讨论并原则通过《中华人民共和国银行业监督管理法（修订草案）》，决定将草案提请全国人大常委会审议。会议指出，要进一步健全管理制度，依法严厉打击非法金融活动和违法违规行，推动金融机构及从业人员自觉尊法、学法、懂法、守法、用法，切实维护金融消费者合法权益，有效防范化解金融风险，促进银行业规范健康发展。（资料来源：同花顺）
- 证券时报：**今年发挥“偿还地方政府拖欠企业账款”功能的特殊新增专项债券累计发行规模已超过 1.2 万亿元，超出市场预期。与此同时，全国性商业银行专项贷款支持清欠工作陆续浮出水面，这体现了三季度以来，财政、金融工具合力“清欠”速度有明显加快。截至 9 月 21 日，地方政府在公开市场发行未披露“一案两书”、主要用于地方化债与清欠工作的特殊新增专项债券超过 1.2 万亿元。（资料来源：同花顺）
- 上海优化调整房产税政策：**9 月 19 日，上海财政局发布《关于优化调整本市个人住房房产税试点有关政策的通知》。对于持居住证的人才，以及居住证满 3 年的居民家庭，首套房免税，人均 60 平方米以内的二套房免税。同时，外地户籍在获得二套房购房资格后，其税费政策和本地户籍的口径保持一致。（资料来源：同花顺）
- 工业和信息化部等部门：**联合印发《钢铁行业稳增长工作方案（2025—2026 年）》，明确未来两年钢铁行业增加值年均增长目标设定在 4% 左右。

本期编辑

分析师：田馨宇

010-66554013

tianxy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521070003

东兴证券研究所金股推荐

证券代码	证券简称
002881.SZ	美格智能
002991.SZ	甘源食品
300619.SZ	金银河
300623.SZ	捷捷微电
600176.SH	中国巨石
600519.SH	贵州茅台
601088.SH	中国神华
603678.SH	火炬电子
603788.SH	宁波高发
605123.SH	派克新材
688111.SH	金山办公

数据来源：《九月金股汇》2025 年 08 月 28 日，东兴证券研究所

该方案以“稳增长、防内卷”为核心，为中国钢铁行业的结构性调整与高质量发展指明实施路径。（资料来源：同花顺）

10. **司法部**：发布《规范涉企行政执法专项行动为民办实事典型案例》。其中提到，规范涉企行政执法专项行动开展以来，各级司法行政机关牵头会同相关部门聚焦企业“急难愁盼”，严肃纠治“乱收费、乱罚款、乱检查、乱查封”“违规异地执法和趋利性执法”“执法标准不一致加重负担”“滥用职权、徇私枉法、该罚不罚、粗暴执法”等四类突出问题，解决了一批制约企业发展的执法痛点、堵点问题，形成了不少为民办实事的经验执法。截至9月21日，累计为企业挽回损失150多亿元。（资料来源：同花顺）

重要公司资讯

1. **宝利国际**：基于对半导体测试设备行业及其相关产业链的看好，同意公司在不超过最近一期经审计净资产5%金额范围内，以自有或自筹资金投资南京宏泰半导体科技股份有限公司1%-3%股权。宏泰科技是一家从事半导体测试设备研发、生产和销售的高新技术企业，主要产品包括SoC测试系统、数模测试系统、芯片级封装分选系统等，曾获得国家级专精特新“小巨人”、南京市培育独角兽、江苏省潜在独角兽、中国IC独角兽企业、南京市工程技术研究中心等多项荣誉和资质。（资料来源：同花顺）
2. **信达生物**：玛仕度肽注射液（胰高血糖素[GCG]/胰高血糖素样肽-1[GLP-1]双受体激动剂）的第二项适应症新药上市申请（NDA）获中国国家药品监督管理局（NMPA）批准上市，用于成人2型糖尿病患者的血糖控制。（资料来源：同花顺）
3. **新相微**：全资子公司新相技术拟以自有资金1亿元人民币对北京电子数智科技有限责任公司增资。北电数智为北京电控的控股子公司，本次交易构成关联交易。北电数智是北京电控旗下一家专注于原创性、颠覆性、引领性，技术与数据双驱动的科技创新AI企业。为把握人工智能产业爆发性增长机遇，公司拟通过战略性持股AI领域优质企业，构建双向赋能的产业协同生态，培育孵化出更多符合市场方向的新技术、新产品、新业务、新模式，为公司业务发展及股东创造更多价值。（资料来源：同花顺）
4. **向日葵**：公司拟以发行股份及支付现金方式购买漳州兮璞材料科技有限公司100%股权、浙江贝得药业有限公司40%股权并募集配套资金。公司股票将于2025年9月22日上午开市起复牌。（资料来源：同花顺）
5. **炬华科技**：公司预中标国家电网有限公司2025年第五十三批采购（营销项目第二次计量设备招标采购）项目。根据推荐的中标候选人公示的内容：公司本次预中标共10个包，合计总数量为44.09万只，总金额约1.42亿元。上述中标对公司2025年经营业绩有积极影响，且不影响公司经营的独立性。（资料来源：同花顺）

每日研报**【东兴农林牧渔】农林牧渔行业：宠物医疗空间广阔，全国连锁模式最优（20250919）**

宠物医院是给宠物提供医疗服务的机构，在整个宠物产业链中位于下游，直接与宠物和宠物主对接。宠物医院从上游的医疗设备、动物保健、食品加工生产商处采购设备耗材、疫苗兽药和食品保健品，招聘宠物医师，为宠物提供包括驱虫、体检、疫苗免疫、检验、诊断、药品、手术和住院等医疗服务，部分机构还提供了食品销售、洗澡美容和宠物寄养等其他服务。

千亿级市场待挖掘，行业有望保持快速成长。养宠数量增加和宠物老龄化趋势增加了宠物医疗消费服务的总体基数，而宠物拟人化趋势增加了宠物主的医疗消费意愿，在三个因素共同驱动下，宠物医疗消费市场总量有望持续增长。根据宠物行业白皮书数据，截至 2024 年，我国宠物医院市场规模达到 549 亿元。我们参考中国农业大学兽医医院的收费项目，预测完备的宠物年均医疗健康消费金额在 1500 元左右，如果考虑我国目前 1.2 亿只犬猫能够做到医疗服务全覆盖，则宠物医疗消费市场的终端规模有 1854 亿元的发展潜力。假设到 2030 年我国犬猫数量能够保持 1.5% 的复合增速，即增长到 1.36 亿只，假设渗透率提升至 50%，我国宠物医疗消费市场规模有望增长至 1011 亿元，年复合增速 10.68%。

连锁化率仍有提升空间，全国连锁是最优模式。截至 2024 年 9 月，我国宠物诊疗机构数量超过 2.2 万家，连锁化率 21.1% 左右，相比美国市场 30% 的连锁化率还有提升空间。行业走过前期的激进扩张期，已经基本形成了新瑞鹏、瑞派、瑞辰“三瑞并立”的竞争格局。我国连锁宠物医疗将进入外部扩张与内部提效并重阶段，头部企业的发展思路从门店数量的激进扩张逐步走到提升运营质量的稳健发展。我们认为宠物医疗机构的核心竞争力在于以技术和平台管理为支撑的综合服务能力：

医疗技术是立身之本。我们认为技术是医疗机构的立身之本，连锁宠物医院在设备、人员和医疗体系的构建上都具备独特优势，能够为宠物和宠物主提供先进全面的诊疗服务。全国性的连锁医疗机构在资金和设备采购层面具备**期显完备的、高精度的诊疗设备**为准确诊断宠物病症提供了最基础的技术支撑；在医护人员结构性短缺的背景下，面临专业宠物医生人才缺口，全国连锁医疗机构能够通过“培养引进-能力进阶-技术传承-职业拓展”的全周期闭环，来培养人才、吸引人才、留住人才，把握医疗技术的核心要素；全面的科室设置，分级诊疗系统和诊断检测支撑能够为全国连锁宠物诊疗机构提供坚实的系统性保障，内部的病例积累与交流沟通能够实现系统的内生长。

平台管理决定盈利能力与成长性。平台管理能力决定了机构“开源节流”的能力以及“滚雪球”的能力。我们认为，全国连锁医疗具备跨区域品牌效应，以及 O2O 线上引流能力，能够实现有效“开源”，此外能够通过集体采购和供应链管理降低采购成本，通过提升流程化和信息化提升管理效率降低费用，有效实现“节流”，从而能够将竞争优势落实到盈利层面，并且实现可复制性。

我们认为全国连锁宠物医疗机构在医疗技术和平台管理独具优势：在医疗技术层面，全国连锁宠物医院在设备、人员和医疗体系的构建上都具备独特优势，能够提供先进全面的诊疗服务；在平台管理层面，全国连锁宠物医疗机构在成本控制、管理效率和品牌渠道方面的优势决定了其在收入端可以持续引流实现收入增长，在成本端和费用端可以通过供应链管理和信息化流程化管理实现成本费用优化，从而能够在行业竞争中处于

优势地位。

国内连锁宠物医疗集团：

新瑞鹏集团：我国最大的全国宠物连锁医疗机构，2019年由瑞鹏和高瓴资本旗下宠物医疗品牌整合而成。目前在全国范围内开设有宠物中心医院及国际医院、各类宠物专科医院及社区医院 1500 多家，覆盖北京、上海、广州、深圳等 100 多个城市。

瑞派宠物医院（瑞普生物参股）：公司成立于 2012 年，旗下拥有近 600 家宠物医院门店，员工 6000 余名，年接诊量超过 300 万例。公司近年来借助资本力量持续扩张，截至 2024 年末，上市公司瑞普生物直接持有其 9.09% 的股权。

瑞辰宠物医院：公司成立于 2021 年，由晨壹投资、KKR 集团以及爱尔眼科三家机构共同投资建立，在全国超 50 个大中城市拥有 200 多家优秀宠物医院，800 多名宠物医生和 18 个特色专科，旗下医院覆盖华北、东北、长三角、两广等多个区域。

风险提示：养宠量增长不及预期，宠物医疗需求提升不及预期，行业政策出现重大变化，企业并购整合不及预期等。

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

【东兴宏观】美联储从限制性转向中性——9月美国 FOMC 点评（20250918）

美联储降息 25bp,政策利率降至 4-4.25%，同时继续 QT。

主要观点：

美联储对关税冲击评估有所减轻，小幅上调经济增速预期。

三四季度通胀若温和，则经济下降风险有所上升。

美联储存在一定的降息过慢风险，年内仍有 2 次降息。

市场充分预期了年内降息幅度，美股观点暂时没有变化，中短期中性略偏积极，长期中性。

一、美联储观点

上半年经济增速略有放缓，但 SEP 略回升了全年经济增速预期。受消费者支出回落影响，美国 GDP 上半年增速从去年 2.5% 放缓至 1.5%。今年增长动力主要来自企业设备和 AI 基础设施投资，以及高收入群体消费。SEP 对 GDP 的预期比 6 月有所上调，升至 1.6%（6 月 1.4%，3 月 1.7%）和明年 1.8%，对通胀（6、9 月 PCE 3.0%，3 月 2.7%）和失业率（6、9 月 4.5%，3 月 4.4%）的预期与 6 月保持一致，没有下调靠近 3 月预期，政策利率中位数下降 25bp 至 3.6%（3、6 月均为 3.9%）。SEP 的修正显示美联储对关税冲击的担忧有所缓，以及就业市场数据修正带来的货币政策改变。对未来政策利率路径，点阵图显示绝大多数委员对年内降息增加 25bp。

美联储政策转变主要源自近期非农数据疲软。鲍威尔承认目前劳动力供需双方均明显减少。移民下降导致劳动供给几乎没有增长，劳动力需求同时下降并相对略快，供需双降形成了目前微妙的略偏负面的平衡，体现为失业率略有上升但仍在历史低位。

与 4 月相比，美联储对关税引起的通胀担忧有所下降。截止 8 月，年内通胀上行压力主要来自商品，服务价格回落。美联储观察到部分商品价格受到了关税影响，并预计影响会继续积累。但目前为止关税影响不算太大，爆发持续性通胀的风险下降。

通胀与就业的权重从原来倾向于通胀转为更为平衡，货币政策随之进一步从限制性向中性靠拢。今年以来，因为年初劳动力市场数据非常稳固，货币政策一直聚焦通胀上行风险，总体保持限制性。4 月后，5-8 月的劳动力市场明显疲软，就业风险上升。当前，通胀和就业的风险都处于上升状态，因此美联储的货币政策从限制性向中性方向调整。鲍威尔承认，历史上美联储的两大政策目标很少出现目前这种相互冲突的局面，美联储能做的就是衡量双方离各自目标有多远，再确定政策偏向哪一方。

本次会议降息 50 基点的提议没有得到广泛支持。鲍威尔认为过去 5 年中美联储经历了大幅加息和降息，当政策明显偏离了适当水平而需要快速调整时，美联储都迅速采取了行动。他认为现在并不是这种状态，今年的货币政策节奏合理，仍等待并观察通胀和就业市场的演变。25bp 的降息就是对就业市场新增就业的大幅减少以及就业市场走弱的其他迹象（如人员的低流动性以及应届生就业困难）的回应。

在失业率预测没有变化的情况下，SEP 增加 25bp 降息，鲍威尔认为可以理解为是一次风险管理性降息，是对劳动力市场疲软的应对，而不是对经济可能下行的应对。（这体现在 SEP 对今年和明年 GDP 的预测略有上行，而通胀和失业率预测基本没变。）

二、点评

美联储存在一定程度的降息过慢的风险。美联储没有选择降息 50bp 体现了多数投票委员对通胀上行的警惕。毕竟除了非农新增出现疲软，其他数据并没有出现明显的下滑。（例如，亚特兰大 GDP 预测模型对三季度的预测颇为乐观，零售数据显示 3 季度消费尚可。）

美国经济的重心多在消费高峰期的三四季度，相应的，消费尚可的情况下，从 8 月到来年的 2 月的通胀数据

容易超出预期，这也是经济运行良性的一种表现。在关税背景下，这可能容易将通胀原本的良性上行过于归结于关税，从而造成降息过慢的风险。若年内后续通胀不及预期，可能会被解读为关税对通胀的影响不大，但更可能是因为消费不振，企业无法转嫁关税的结果。本次美国关税范围广泛，关税政策的不确定性时间过长，导致美国进口的关税成本无法大部分由外国承担。若美国贸易商无法将这部分成本全部转移给消费者，企业或倾向于削减人手以控制总成本保证利润，从而加速本已流动性较差的劳动力市场真正陷入裁员周期。

虽然本轮存在移民减少和关税的双重外生冲击，但历史上，在不陷入衰退的前提下，非农新增连续 4 个月均处于低位增长较为罕见，并且失业率不能及时同步持续低迷的非农新增的情况也多次出现。建议密切关注周度初请数据是否持续上升。

风险提示：海外通胀超预期。

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

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、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

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

免责声明

以上内容来源于东兴证券研究报告的观点。

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

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

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

行业评级体系

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

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

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

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。