

## 策略周评 20250711

### 中报前瞻，有哪些景气的方向？

2025 年 07 月 11 日

#### ■ 中观景气视角，哪些行业在二季度业绩会有较好的表现？

当前国内基本面复苏节奏偏缓，总量经济弹性不足，依然需要聚焦结构性景气的方向。近期上市公司将密集披露中报业绩预告，景气将成为关键的交易线索。从中观景气视角，我们认为可以关注以下行业：

##### ➤ 资源品：工业金属、小金属受益于供需逻辑迎来涨价

**工业金属持续涨价。**二季度以来，铜铝价格持续上涨。工业金属上涨的驱动主要来自于：1) 供给偏紧，资源品行业在经历了三年去库后库存处于偏低水平，同时海外产能有收缩风险，使得供给侧偏紧；2) 需求有支撑，新能源、AI 算力等行业加速发展，拉动了工业金属的需求。在涨价逻辑驱动下，工业金属业绩上修的确性较强。

**小金属景气度显著回升。稀土行业二季度业绩有望爆发：**3 月下旬开始，氧化镨钕价格曾经历短期回落，但随着下游磁材料需求回升，稀土氧化物价格在 4 月末开始得到提振，5、6 月维持高位运行，行业实现量价齐升。7 月 9 日行业巨头北方稀土披露二季度业绩预告，预计上半年净利润同比增长 1883%至 2015%、大超预期，也从侧面印证了板块的景气。**金属钨：**受益于供给偏紧、下游军需旺盛，价格连续两个月实现回升，对板块业绩构成支撑。

##### ➤ 中游制造：风电行业周期上行，摩托车、逆变器出口高增，军工订单有望持续改善

**风电新增装机加速。**自 2024 年底以来风电步入“十四五”收官建设阶段，产业链排产饱满。2025 年排产和建设节奏再提速，装机表现亮眼，5 月风电新增装机累计同比增速达 134%。

**非美需求的强劲复苏推动摩托车与逆变器出口保持高增速。**新兴市场（东南亚、南美等）中，摩托车因性价比优势成为主流代步工具，叠加国产车型在耐用性、智能化上的升级，出口量持续攀升。同时，欧洲能源转型加速及新兴市场光伏装机潮，催生对逆变器的需求，国内企业凭借技术与成本优势抢占份额，非美地区订单增长显著，支撑产品出口表现亮眼。

**军工行业受益于内需提振，订单有望持续改善，而军贸或将为业绩提供弹性。**内需方面，2025 年为十四五收官之年，国防装备现代化建设，军工需求将会回升，是军工景气上行的重要驱动；外贸方面，全球地缘局势动荡，我国军事装备在实战中展现出优势，军贸订单或将为远期业绩带来弹性。可以关注军工电子、导弹等订单充足、业绩具备向上弹性的方向。

##### ➤ 下游消费：国补品类延续高增速，创新药重磅 BD 订单有序落地

**国补&“618”大促催化下，相关品类延续高增速。**5 月社零实现超预期增长，国补品类依然表现亮眼，补贴刺激钝化尚不明显。具体来看，限额以上品类实现高增长的是家电（+53.0%）、通讯器材（+33.0%）、文化办公用品（30.5%）、家具（+25.6%），均是新一轮消费品以旧换新的受益品种。其中家电同时受益于“618”大促，增速较为领先；手机（属于通讯器材）和电脑（属于文化办公用品）为代表的消费电子产品弹性较好。

**创新药：政策密集催化，BD 出海进入商业收获期。**政策方面来看，6 月药监局发布《关于优化创新药临床试验审评审批有关事项的公告（征求意见稿）》，提出“对符合要求的创新药临床试验申请在 30 个工作日内完成审评审批”；同月医保局、卫健委发布《支持创新药高质量发展的若干措施》，助力板块走强。行业方面来看，二季度中国药企 BD 订单密集落地，单笔金额最高达 15 亿美元，交易总量及金额同比均显著增长。

##### ➤ 金融地产：非银景气有望延续

证券分析师 陈刚

执业证书：S0600523040001

cheng@dwzq.com.cn

研究助理 林煜辉

执业证书：S0600124060012

linyh@dwzq.com.cn

#### 相关研究

《并购重组跟踪（二十六）》

2025-07-07

《美股连涨，非美风偏收紧——港股  
&海外周观察》

2025-07-07

**保险负债端、资产端同驱动业绩改善。**负债端：5月保费收入同比增加3.8%，较4月（+2.3%）回升。**资产端**：险资作为绝对收益型资金，对银行等红利资产配置需求刚性，国有大行续创新高、跑出显著超额；十年期国债利率低位下行，利好固收投资；同时险资南下布局加速，2025年前5月港股举牌12次（2024年全年14次）。今年恒生高股息率指数走出慢牛行情，4月8日以来涨幅超20%，保险买入港股高股息标的也将增厚收益。

**券商受益于市场活跃度提升和投行业务复苏。**2025年4月大盘在对等关税冲击下形成黄金坑，随后持续反弹，于7月突破3500点。今年二季度日均成交额升至1.25万亿，同比增长近50%、融资余额更是实现倍增，活跃的市场交投状态有望对券商业绩形成提振。此外，投行业务也在今年二季度迎来改善，IPO数量达到24家，募资金额超两百亿，均较去年同期大幅增加。6月18日证监会发布“1+6”政策，设立科创成长层并重启未盈利企业上市，投行业务有望持续受益。

#### ► TMT：海外算力链受益于大厂资本开支，存储、游戏步入上行周期

**海外算力链**：海外AI推理算力需求旺盛带动国内算力通信、PCB供应链订单持续高增。伴随模型轻量化趋势及场景应用加速落地，推理侧重要性显著提升，据IDC估计，2026年推理测算算力需求在算力需求总量中占比将超过60%。北美主要厂商对于AIDC基建收益比依旧保持乐观，美国四大CSP厂商亚马逊、微软、谷歌在2025年依然维持了较高的资本开支，Meta更是上调指引。在推理需求的持续增长下，全球ASIC芯片龙头博通在新一季财报已经交出了亮眼的答卷，国内算力通信、PCB供应链业绩也有望持续兑现。工业富联日前披露了二季度业绩预告，净利润实现爆发式增长，其中AI业务是主要驱动力，也印证了海外算力链的景气。

**存储**：大厂减产、下游需求旺盛，存储芯片量价齐升。一方面存储巨头三星、SK海力士和美光纷纷削减DDR4内存芯片产能，转向下一代更先进的DDR5，供给出现收紧；另一方面，AI产业的快速发展带来了存储需求的显著增长，现货市场呈现供不应求的状态，DRAM等存储芯片价格大幅上涨。在此背景下，国内存储芯片公司业绩在二季度有望量价齐升。

**游戏**：供需共振叠加AI赋能，行业景气上行。供给侧，版号常态化重启后优质产品加速落地，2025年6月国产游戏审批量达147个，续创2022年以来新高；需求侧，用户对精神及情绪消费的旺盛刚需持续释放与供给形成共振。伽马数据显示5月中国游戏市场规模达280.51亿元，同比增长9.86%，环比增长2.56%；其中移动游戏收入同比提升12.0%、延续高增速。随着AI技术进一步赋能降本增效，游戏行业有望持续拓展内容边界与业绩空间。

#### ■ 总结而言

近期上市公司将密集披露中报业绩预告，景气将成为关键的交易线索。结合基本面视角，我们认为二季度业绩景气的方向主要集中在：1）上游工业金属、小金属；2）中游风电和出海方向的摩托车、逆变器，以及有订单兑现预期的军工板块；3）下游国补消费品种以及创新药；4）金融地产板块的非银；5）TMT板块的海外算力链、存储和游戏方向。

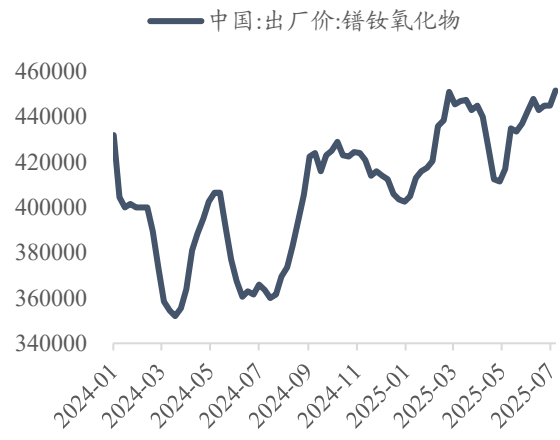
■ 风险提示：国内经济复苏速度不及预期；联储降息不及预期；宏观政策力度不及预期；科技创新不及预期；地缘政治风险。

图1: 铜铝价格走势 (单位: 美元/吨)



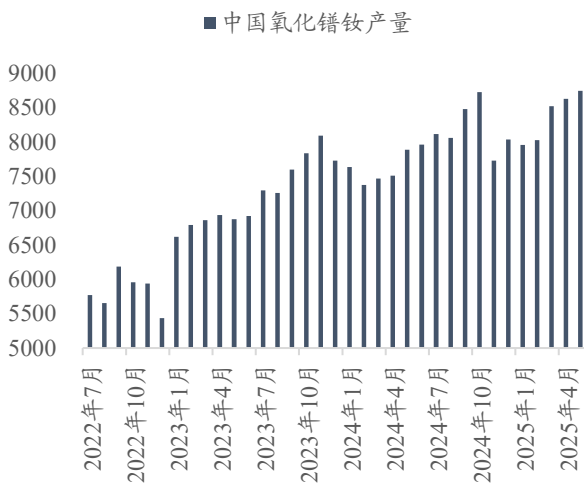
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 稀土产品价格提升 (单位: 元/吨)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 稀土产量增加 (单位: 吨)



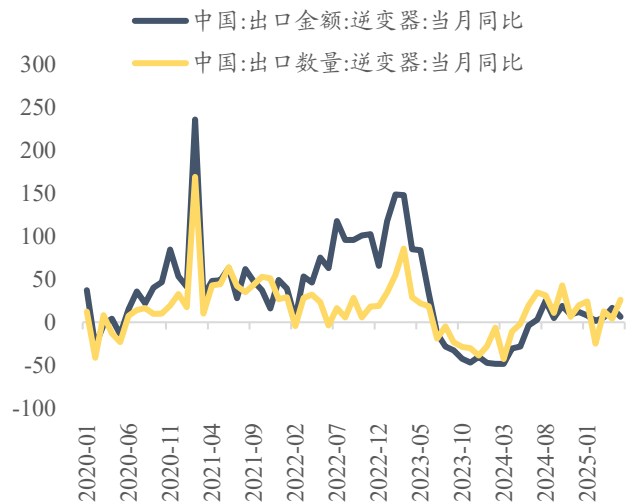
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2025 年风电新增装机加速 (单位: %)



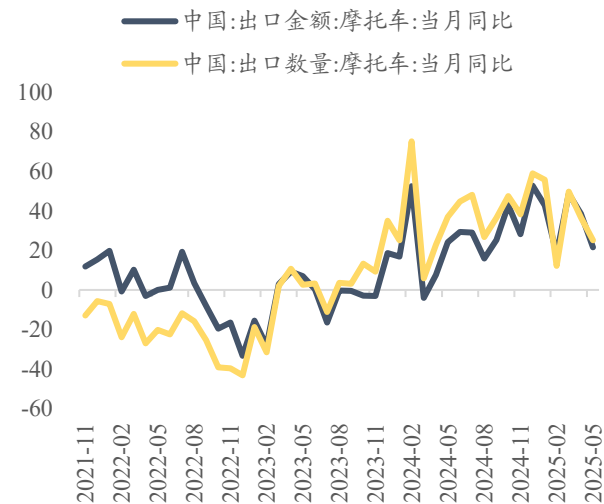
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5：逆变器出口增速回升（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：摩托车出口增速维持高位（单位：%）



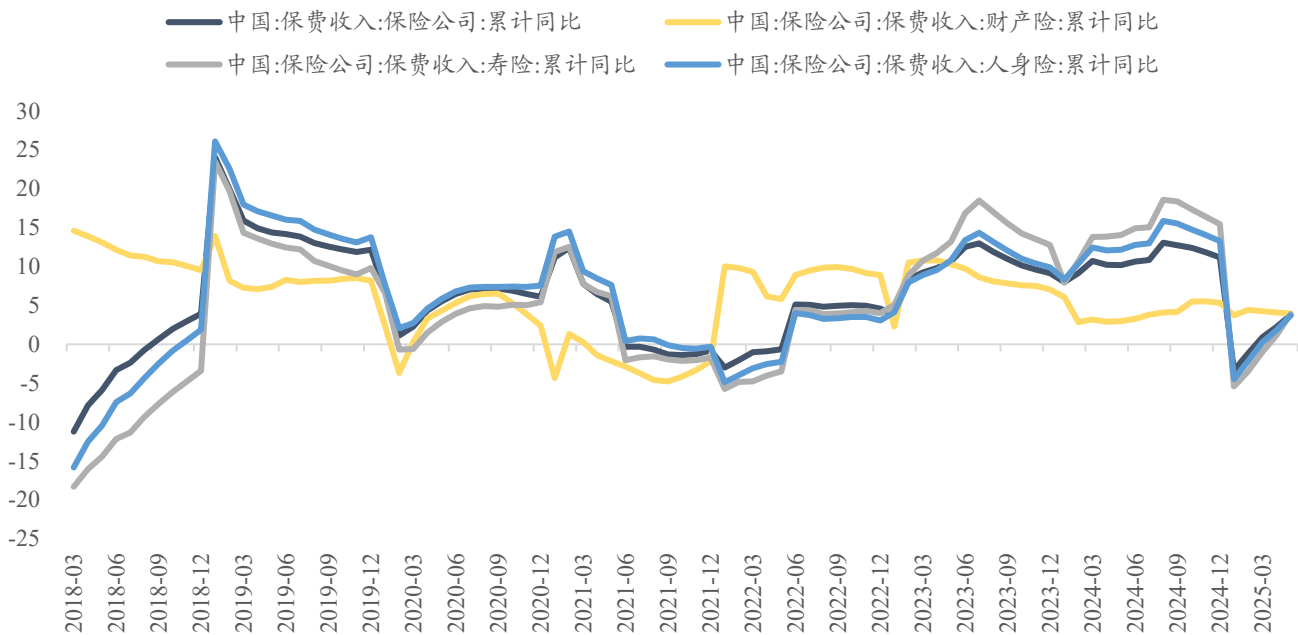
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：限额以上商品数据显示，国补品种依然表现较好（单位：%；pct）

| 当月同比增速 |          | 2024年5月 | 2025年4月 | 2025年5月 | 较去年同期（pct） | 较上月环比（pct） |
|--------|----------|---------|---------|---------|------------|------------|
| 板块分类   | 限额以上商品总额 | 3.5     | 6.6     | 8.2     | 4.70       | 1.60       |
| 必选消费   | 粮油、食品    | 9.3     | 14.0    | 14.6    | 5.30       | 0.60       |
|        | 烟酒       | 7.7     | 4.0     | 11.2    | 3.50       | 7.20       |
|        | 饮料       | 6.5     | 2.9     | 0.1     | -6.40      | -2.80      |
|        | 日用品      | 7.7     | 7.6     | 8.0     | 0.30       | 0.40       |
| 可选消费   | 化妆品      | 18.7    | 7.2     | 4.4     | -14.30     | -2.80      |
|        | 金银珠宝     | -11.0   | 25.3    | 21.8    | 32.80      | -3.50      |
|        | 纺织服饰     | 4.4     | 2.2     | 4.0     | -0.40      | 1.80       |
|        | 通讯器材     | 16.6    | 19.9    | 33.0    | 16.40      | 13.10      |
| 地产链条   | 家电       | 12.9    | 38.8    | 53.0    | 40.10      | 14.20      |
|        | 建材       | -4.5    | 9.7     | 5.8     | 10.30      | -3.90      |
|        | 家具       | 4.8     | 26.9    | 25.6    | 20.80      | -1.30      |
| 汽车     | 汽车       | -4.4    | 0.7     | 1.1     | 5.50       | 0.40       |
|        | 石油及制品    | 5.1     | -5.7    | -7.0    | -12.10     | -1.30      |
| 其他文娱   | 文化办公用品   | 4.3     | 33.5    | 30.5    | 26.20      | -3.00      |
|        | 中西药品     | 4.3     | 2.6     | 0.3     | -4.00      | -2.30      |

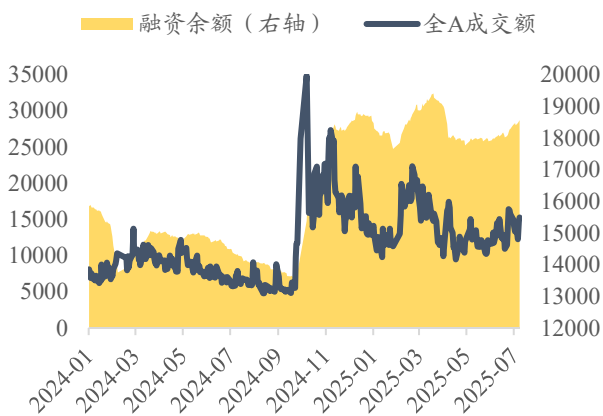
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8: 2025 年二季度保险公司保费收入同比增长 (单位: %)



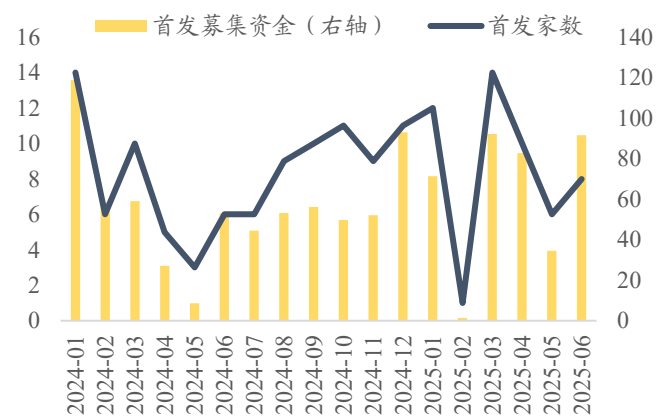
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 今年二季度市场活跃度相较于去年有明显提升 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 今年二季度 IPO 家数、募集金额均较去年同期有明显增加 (单位: 家; 亿元)



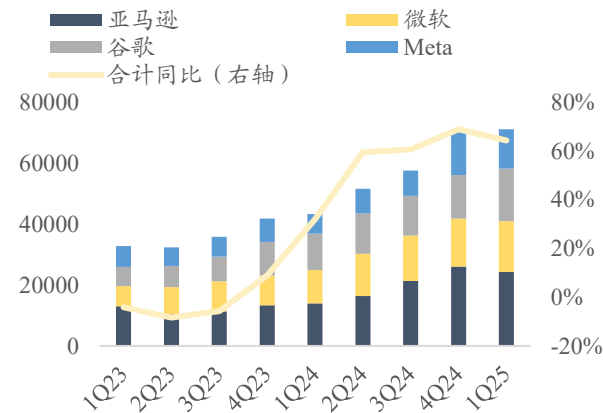
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11：美国四大厂商对 2025 年资本开支给出了较为乐观的指引

| 公司   | 2025E 资本开支指引                                             |
|------|----------------------------------------------------------|
| 谷歌   | 2025 年资本开支指引为 750 亿美元（同比增长约 43%）                         |
| Meta | 2025 年资本开支指引为 640-720 亿美元，同比增长约 63%-84%（此前为 600-650 亿美元） |
| 亚马逊  | 2025 年年化千亿美元资本开支                                         |
| 微软   | 微软2025财年将在AI数据中心方面投入800亿美元                               |

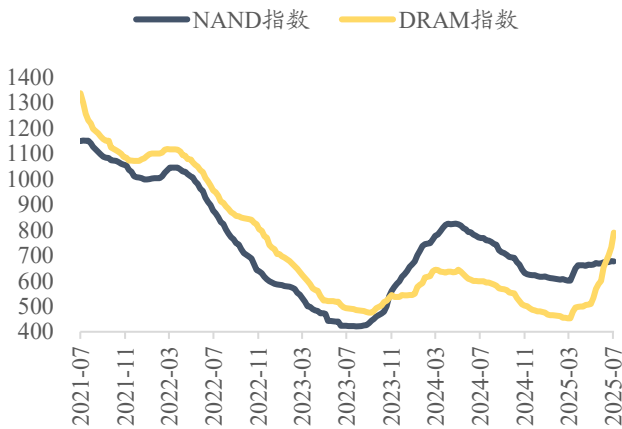
数据来源：IT 之家，东吴证券研究所

图12：美国厂商资本开支情况（单位：百万美元；%）



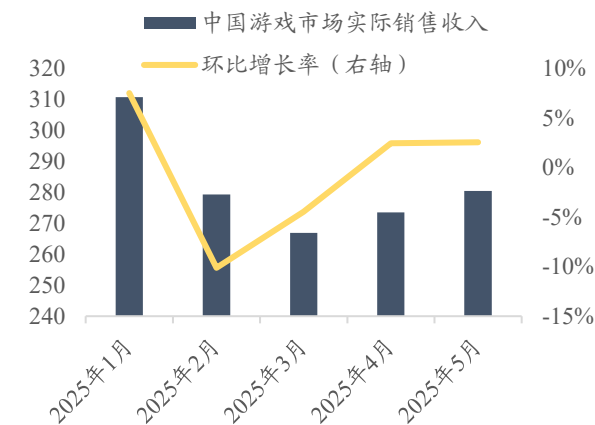
数据来源：彭博，东吴证券研究所

图13：存储在二季度迎来明显涨价（单位：点）



数据来源：CMF 闪存市场，东吴证券研究所

图14：中国游戏市场规模（单位：亿元；%）



数据来源：伽马数据，东吴证券研究所

图15：中国移动游戏销售收入维持高增速（单位：%）



数据来源：iFind，东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>