

首席周观点：2025 年第 26 周

2025 年 6 月 26 日

首席观点

周度观点



张天丰 | 东兴证券金属首席分析师

S1480520100001, 021-25102914, Zhang_tf@dxzq.net.cn

金属行业：金属行业 2025 半年度展望（II）：供需结构强化叠加流动性周期切换——贵金属行业进入强景气周期

全球金属行业仍然处于弱供给周期。全球矿端有效供给增量显现刚性化特征，2024 年全球矿业上游勘探投入在金属价格整体高位背景下延续第二年回落，2024 年全球金属勘探投入已降 3% 至 125 亿美元。尽管 3 年行业矿端平均资本投入周期数据暗示数年后金属行业的供给弹性或有释放空间，如 2021-2023 全球矿山领域年均勘探投入已升至 123.2 亿美元（累计上升 35.4%），该数据创 1997 年以来 9 个周期中第二高位，并触及 2009-2011 年该阶段水平（QE 时期）。但海外市场的高融资成本、有效矿山项目品位的弱化、全球政经环境挥发所带来的远期增长预期波动等，均令全球矿业项目上游支出环境恶化。从最新的数据角度观察，2024 年绿地勘探项目的数量占比已经降至创纪录低点（27.9 亿美元，占比降至 22.36%），但与之对应的在产矿区项目投入占比却持续增长（49.8 亿美元，占比 40%），数据充分显示全球矿业投资环境的复杂化令资本风险偏好出现的明显弱化（如 PAI 指数在 24Q3 已经降至 2016 年来最低）。考虑到绿地项目勘探投入的实质性减少将令实际产能释放的滞后效应更为显著，我们认为全球矿业的供给状态在 2028 年前或延续强刚性化特征。

全球金属行业供给增速整体刚性承压，全球矿端平均供给增速显著低于金属产出增速。从全球 28 种矿业项目年均产出增速观察，24 年矿端实际供给增速由 6.35% 降至 2.22%，仅为近 30 年供给增速均值的 49.8%（1995-2024 年全球矿端供给平均年增速为 4.45%）。而从中国的金属实际产出角度观察，中国 10 种有色金属月度累计产量供给增速 2023-2024 年间均值为 6.79%（24 年均值降至 5.95%），整体维持于 2012 年至今产出增速的波动区间内，显示金属产出的供给增速仍呈周期性的偏刚性特点。

关注行业周期性、成长性及对冲性的配置价值。考虑到金属行业景气度及周期性配置的攀升，结合 2025 下半年全球流动性市场的宽松切换，我们认为金属行业仍需关注三条主线，分别是库存周期低迷但供需状态仍显强韧性的工业金属，行业成长属性强化下的需求弹性外扩的小金属，以及具有强对冲属性且供需基本面延续紧平衡的贵金属。三条主线分别代表了周期性（供给周期及库存周期），成长性（需求长期扩张）以及对冲性（“胀”与风险）的配置机会。

铜金板块带动有色配置属性回归。2025年一季度，有色行业公募基金持仓比例增至4.34%，较24Q4提升1.49PCT。从子板块观察，资金配置的提升主要来源于工业金属与贵金属两大板块，分别环比增长1.17PCT至2.99%和增长0.36PCT至0.76%，其对应公募持仓市值亦分别环比增长61%至711亿元和增长84%至196亿元。细分到金属种类，铜板块公募持仓比例环比提升1.04PCT至2.38%，黄金板块公募持仓比例环比提升0.36PCT至0.76%，两者合计（+1.4PCT）贡献了有色板块25Q1持仓比例增长的94%份额。

黄金：黄金市场的定价逻辑已经发生质变。传统的纯金融属性定价方式显现弱化，而商品供需属性的定价方式明显强化，黄金金融属性决定价格弹性而供需属性决定价格韧性。黄金供需已进入商品定价层面上结构性偏紧状态，价格将呈现趋势性的易涨难跌，即供需基本面将决定黄金定价的底部中枢。全球矿产金供应已进入低增长阶段，矿金产出成本提升与供给增速承压相印证。黄金需求具有强韧性及强弹性。近三年全球黄金年均消费量均值已升至约4616吨，其中央行购金连续三年升至1000吨之上，推动黄金需求曲线右移20%以上并带动黄金现货溢价攀升；随着利率环境的常态化回归，全球黄金实物持仓ETF的年增长量或有望恢复至2016-2020年均水平将带来黄金实物需求弹性的显现（约增长451吨/年）。黄金传统金融市场定价层面：避险溢价、汇率平价、流动性溢价及通胀平价四大核心要素均在发酵。我们认为本轮降息期间黄金或有35.8%的上涨空间，对应美元黄金目标价或至3490美元/盎司。

黄金板块相关标的：山金国际、赤峰黄金、四川黄金、紫金矿业、山东黄金。

白银：全球白银供需缺口或持续性放大。受生产成本上升及供给价格弹性下滑影响，白银矿端供应或已进入刚性低速增长新阶段；而回收银产量的增长难以抵消矿端供应增速缓慢的影响，白银总供应或将维持较低增速。2024-2027年间，全球白银供应量或由31529吨增长至32666吨，期间CAGR仅为1.2%。而全球白银则已进入结构性扩张阶段：随着光伏、新能源汽车与环氧乙烷催化剂行业持续发展，工业用银消耗量将作为白银需求上升的核心动力持续增长；摄影业白银需求将以东亚发展中国家为主延续结构性收缩；银饰与银器白银需求将维持印度市场的主导地位，银饰需求中枢上行，银器需求则相对稳定。2024-2027年间全球白银需求CAGR将达到2.9%，或由2024年的36207吨增长至2027年的39457吨。结合对白银供需状态的分析，我们认为全球白银供需缺口或持续放大，2025-2027年间全球白银供需缺口或扩张至5347/6223/6791吨。

白银板块相关标的：兴业银锡，盛达资源。

铂金：供需状态或已进入结构性短缺。2024年全球铂金供需缺口为31吨，根据我们的预测，2025年或继续维持39吨的供应缺口，主因矿产铂金供应疲软、回收铂金增速缓慢，以及铂金需求复苏共振所致。在矿产铂金供应端，预计2025年全球矿产铂金供应量为168.2吨，同比下降6.2%。需求方面，金价的持续高企仍将推动铂金首饰需求复苏，铂金的结构性短缺或使其投资价值持续显现；而工业需求及汽车催化剂需求或保持韧性，但仍将受美国关税政策带来的全球经济不确定性影响而小幅下滑，2025年铂金需求或同比下降0.5%至256.1吨。考虑到全球铂金的供给刚性状态以及需求有弹性的预期，我们通过量化拟合相关数据发现，2025-2027年间全球铂金市场或持续处于结构性短缺周期，平均每年供给缺口约37吨，占当

年需求约 14%左右。

铂金板块相关标的：贵研铂业。

风险提示：政策执行不及预期，利率超预期急剧上升，市场风险情绪加速回落，区域性冲突加剧及扩散。

参考报告：《金属行业 2025 半年度展望（II）：供需结构强化叠加流动性周期切换—贵金属行业进入强景气周期》，2025-6-6



莫文娟 | 东兴证券能源首席分析师

S1480524070001, 010-66555574, mowj@dxzq.net.cn

能源行业：石油石化行业：6 月油价环比大幅上涨，美国成品车用汽油和石油产品供应量环比上升。

6 月 Brent、WTI 及 ESPO 原油价格环比大幅上涨。截至 6 月 13 日，Brent 原油期货结算价和现货价分别为 74.23 美元/桶和 69.36 美元/桶，环比上月上涨 11.41%和 6.77%；WTI 原油期货结算价和现货价格分别为 72.98 美元/桶、68.04 美元/桶，环比上月分别涨 14.63%、9.83%；ESPO 原油现货价格为 67.56 美元/桶，环比上月上涨 10.57%。

5 月 OPEC、国内原油现货价环比下跌。5 月，OPEC 原油现货价格为 63.62 美元/桶，环比下跌 7.77%；中国原油现货月度均价（大庆）为 61.80 美元/桶，环比下跌 3.48%，中国原油现货月度均价（南海）为 55.18 美元/桶，环比下跌 3.52%，中国原油现货月度均价（胜利）为 61.80 美元/桶，环比下跌 2.28%。

美国炼油厂可运营产能利用率提升；成品车用汽油和石油产品供应量环比上升；蒸馏燃料油产品的供应量月环比下降，库存量月环比上升。截至 6 月 6 日，美国炼油厂可运营周平均产能利用率为 94.30%，环比上月上涨 4.10 个百分点。美国周成品车用汽油：供应量为 9170 千桶/天，环比上月上升 376 千桶/天，涨幅为 4.28%；车用汽油库存量为 229804 千桶，月环比上升 5098 千桶，涨幅为 2.27%。截至 6 月 6 日，美国石油产品供应量为 19762 千桶/天，环比上月上升 321 千桶/天，涨幅为 1.65%。美国蒸馏燃料油产品：供应量为 3376 千桶/天，环比上月下降 401 千桶/天，降幅为 10.62%；库存量为 108884 千桶，环比上月上升 5331 千桶，涨幅为 5.15%。

美国 5 月原油进出口下降；中国 5 月原油进口数量下降，中国 4 月出口量显著降低。5 月，美国原油进口数量均值为 5928.80 千桶/日，环比上月下降 1.81%；出口数量月度均值为 3818.00 千桶/日，环比上月跌 4.63%。5 月，中国原油进口数量为 4660.00 万吨，环比上月下降了 146 万吨，降幅为 3.04%；4 月，中国原油出口数量为 20.06 万吨，环比上月下降了

20.89 万吨，降幅 51.01%。

结论：Brent、WTI、ESPO 原油现货价上涨。OPEC、国内原油现货价下跌。美国炼油厂可运营产能利用率上涨；成品车用汽油供应量及库存量上涨；蒸馏燃料油产品的供应量环比上月下降，库存量环比上月上升。美国 5 月原油进出口下降；中国 5 月原油进口数量下降，中国 4 月出口量显著降低。

风险提示：地缘政治风险；能源价格大幅波动的风险；需求不及预期的风险。

参考报告：《石油石化行业：6 月油价环比大幅上涨，美国成品车用汽油和石油产品供应量环比上升》，2025-06-20



曹奕丰 | 东兴证券交运分析师

S1480519050005, 021-25102903, caoyifengwx@163.com

交运行业：快递 5 月数据点评：顺丰增速继续领跑，价格竞争烈度维持较高水平

5 月全国快递服务企业业务完成量 173.18 亿件，同比增长 17.2%。分类型看，5 月同城件业务量同比增长 10.4%，异地件业务量增长 18.0%。行业件量增速 3 月以来缓慢下行，与去年同期基数较高有一定关系。

在行业增速放缓的情况下，顺丰增速持续逆势提升，5 月达到 31.8%，明显高于其他通达系上市公司。结合其单票收入的下降，可以看出顺丰将业务向电商件延伸，承接了更多高端电商件的业务。5 月顺丰市场份额同比提升 0.9pct。通达系中，仅圆通增速高于行业均值，可以看出圆通近期对于市场份额的诉求较为强烈，5 月圆通市场份额同比提升 0.5pct；申通增速略低于行业均值，韵达 4-5 月增速偏低或与加盟网点被调查有关，预计后续会有所恢复。

行业单票价格环比 4 月略有下降，同比降幅略微扩大至 7.6%。通达系总部收入方面，单票收入继续下探，价格竞争依旧激烈。申通、韵达与圆通 5 月单票收入同比降幅分别为 3.0%、5.4% 和 4.9%；环比看，申通、圆通 5 月单票收入都环比下降 0.02 元，韵达环比微升 0.01 元。韵达和申通单票收入水平都处于历史最低水平附近。圆通单票收入也降至 22 年以来最低水平，可见行业目前的价格竞争烈度还在提升。顺丰 5 月单票收入同比下降 14.0%，环比下降 2.7%，主要系公司拓展物流场景，电商件占比上升，导致件均收入有所下降。

我们认为目前低价件领域“以价换量”策略表现出一定程度的边际效应递减。行业对价格敏感型客户的挖掘已经较为充分，继续降低价格能够带来的增量需求已经较为有限。以价换量效果的减退意味着厂商通过（规模效应带来的）成本下降对冲降价影响的能力在减弱，后续的降价会更直接的冲击总部与加盟商的盈利空间。因此我们认为目前的价格战已经进入烈度最高的中后期，重点考验的是加盟商体系的稳定性。但价格战在短期内缓和的概率不大。考虑

到行业龙头希望通过持续的价格战将自身竞争优势转化为市场份额，预计在龙头实现较明显的份额提升之前，价格竞争烈度还会维持较高水平。

风险提示：行业价格战加剧；人力成本攀升；政策面变化等

参考报告：《快递5月数据点评：顺丰增速继续领跑，价格竞争烈度维持较高水平》，2025-6-23



林瑾璐 | 东兴证券银行首席分析师

S1480519070002, 010-66554130, 15692169289@163.com

银行行业：财政发力支撑社融平稳增长，信贷需求仍然偏弱

5月社融信贷整体符合预期。社融同比多增，主要是财政积极前置发力；信贷延续同比少增，结构上以企业贷款为主。其中，企业一般贷款同比多增，票据融资同比少增，或反映在政策呵护息差态度下，对规模增长目标有所淡化，银行票据冲量诉求减弱。居民按揭贷款小幅多增，后续仍需楼市企稳基础稳固的支撑。综合来看，财政发力下，社融增长有支撑；但信贷需求仍待进一步提振。

（一）5月社融同比多增仍主要源于政府债发行前置。5月社融新增2.29万亿，同比+2248亿，主要是政府债券净融资1.46万亿，同比+2367亿，体现财政政策保持积极，政府债发行节奏前置。5月末存量社融同比增速与上月持平于8.7%。二、三季度为政府债发行高峰，有望支撑社融维持平稳。此外，5月企业债券融资1496亿，同比+1211亿，反映5月降息后信用债收益率进一步下行、科创债新政出台等为企业债券发行带来契机，企业债券发行意愿抬升。

（二）5月信贷读数偏弱，结构上以企业贷款为主。5月人民币贷款单月新增6200亿，同比-3300亿；从前五个月来看，人民币贷款累计新增1.07万亿，同比-4600亿。5月末人民币贷款增速+7.1%，较上月下降0.1pct；1-5月地方政府已发行超过1.5万亿特殊再融资债券置换地方隐性债务，对银行表内信贷增长有较大影响。

企业短贷同比多增、中长贷同比少增，票据冲量减小。5月非金企业贷款新增5300亿，同比-2100亿。其中短贷新增1100亿，同比+2300亿；中长贷新增3300亿，同比-1700亿，仍受债务置换影响。票据贴现新增746亿，同比-2826亿。或反映在政策呵护息差态度下，对规模增长目标有所淡化，银行通过低价票据贴现冲规模的诉求减弱。

居民短贷负增，按揭早偿改善支撑中长贷多增。5月居民贷款新增540亿，同比-217亿。其中短贷减少208亿，同比-451亿；居民消费信贷需求仍较弱。中长贷新增746亿，同比+232亿；或主要体现按揭贷款早偿有所改善。后续中长贷增长主要取决于楼市回暖情况。

5月新发贷款定价总体平稳。据央行数据，5月企业新发放贷款（本外币）加权平均利率约3.2%，与上月持平；个人住房新发放贷款（本外币）加权平均利率约3.1%，均与上月持平。5月下旬LPR下调，预计6月新发贷款利率环比走低。

（三）去年低基数下，M1增速环比大幅提升。5月M1同比增2.3%，环比大幅提升0.8pct；主要与去年手工补息整改的低基数有关（24年4-6月M1增速基数较低）。M2同比增7.9%，环比回落0.1pct。5月人民币存款新增2.18万亿，同比+5000亿。分部门看，非银存款新增1.2万亿，同比+300亿；财政存款新增8800亿，同比+1167亿。居民存款新增4700亿，同比+500亿；企业存款减少4176亿，同比+3824亿。

投资建议：当前来看，银行信贷增速小幅放缓，存款增速回升；价格方面，降息后信贷投放利率预计继续下行，存款挂牌利率调降有助于负债成本改善，净利息收入增长边际压力可控。展望全年，规模方面，受支持“两重两新”等超长期特别国债发行带动、以及地方政府工作重心从隐债置换过渡到促经济复苏的推动，银行规模扩张有望维持稳定；价格方面，受政策呵护，后续存款到期重定价、存款挂牌利率调降将释放负债端成本压力，预计净息差继续收窄但幅度逐步缩小，对业绩拖累有望减小。非息方面，伴随资本市场活跃度提升，手续费收入增速有望改善；其他非息中的公允价值变动损益项或有波动，但前期浮盈兑现对业绩总体仍有支撑。资产质量局部风险压力上升，整体仍维持平稳，拨备或继续释放反哺利润。总体来看，银行盈利维持稳定的积极因素仍多。

我们继续看好银行板块配置价值。内在逻辑是利率中枢下行背景下，资产荒矛盾依然存在，银行股息较高且业绩稳定性强，配置价值将进一步突显。从资金面来看，政策持续鼓励中长线资金入市，预计保险资管、理财公司以及在公募新规推动下主动管理型基金均对银行板块有加大配置需求，有利板块表现。**建议关注：（1）国有大行等业绩稳定性较强的高股息标的配置价值；（2）稳增长政策成效逐步显现之下，具备区位优势和业绩释放空间的优质区域行。**

风险提示：经济复苏、实体需求恢复不及预期，导致信贷增速大幅下滑；政策力度和实施效果不及预期，导致风险抬升资产质量大幅恶化等。

参考报告：《银行业：财政发力支撑社融平稳增长，信贷需求仍然偏弱——5月社融金融数据点评》，2025-6-16



刘航 | 东兴证券电子行业首席分析师

S1480522060001, 021-25102909, liuhang-yjs@dxzq.net.cn

电子行业：2025年中期展望——AI浪潮推动 电子行业进入新发展阶段，三大核心领域增长动能值得关注

年初至2025年6月4日，电子行业指数(中信)跑赢创业板指数。我们分析认为年初受DeepSeek

引领的开源模型创新浪潮驱动国内 AI 大模型产业价值重估，叠加终端侧 AI 应用的持续迭代升级，算力产业链一季度表现相对强劲。后续受特朗普美国关税政策影响，对电子板块形成较大干扰。2025 年初至 2025 年 6 月 4 日，电子板块指数涨幅在全行业指数（中信）中居前。2025 年 Q1 基金持有电子行业总市值为 5705.58 亿元，占流通 A 股市值比重下降至 4.78%；2025 年 Q1 电子板块基金持仓市值前十的公司其中半导体领域的标的占比高达 90%。2025Q1 基金持仓电子行业总市值在申万一级行业中排名第二。

展望未来，硬件创新周期叠加 AI 浪潮推动电子行业进入新发展阶段，三大核心领域增长动能明确看好方向如下：（1）晶圆代工（2）SoC（3）热管理材料：

（一）晶圆代工：受益于 AI 发展，服务器、数据中心与存储这成为增长最快的细分市场，全球半导体销售额到 2030 年总额将超过 1 万亿美元；芯片需求不断上升带动全球半导体晶圆厂产能持续增长，2024 年及 2025 年增长率分别为 6%和 7%。2025 年全球晶圆月需求量预计达到 11.2 百万片，到 2030 年增至 15.1 百万片。展望未来，受 AI 需求持续强劲的推动，全球晶圆代工行业有望实现持续增长，此外，消费电子、网络和物联网等非 AI 半导体应用需求预计将逐步复苏，这将为行业的增长趋势提供支撑。受益标的：中芯国际、华虹公司等。

（二）SoC：当前 AI 技术成为 SoC 架构的重要组成部分，为边缘设备提供了更强大的智能处理能力，AI 应用也持续向各行各业渗透多领域场景。移动设备、物联网设备和可穿戴设备对能效与紧凑尺寸日益增长的需求，正推动 SoC 在市场上的普及。随着人工智能（AI）和机器学习算法的不断进步，针对 AI 优化的 SoC 的发展势头迅猛。这些针对 AI 优化的 SoC 提供了边缘处理能力，即使在网络连接有限的区域，也能提升隐私保护水平并延长电池续航时间。汽车领域对支持高级驾驶辅助系统（ADAS）、自动驾驶和车载信息娱乐系统的 SoC 需求不断上升，正在显著推动 SoC 市场的增长。根据 MarketandMarket 预测，全球 SoC 市场规模将从 2024 年的 1384.6 亿美元增至 2029 年的 2059.7 亿美元，2024-2029 年复合年增长率（CAGR）为 8.3%。受益标的：瑞芯微、恒玄科技、全志科技、乐鑫科技、芯原股份等。

（三）热管理材料：热管理材料导热、散热性能的高低很大程度上影响着消费电子产品运行的稳定性及可靠性。自 2024 年以来，为满足 AI 大模型的训练与推理需求，AI 终端器件算力呈指数级增长，以智能手机笔记本电脑、智能家居等消费电子产品内部器件发热量及散热需求显著提升。当前市场最大且发展最快的是 AI 手机和 AIPC。在端侧 AI 算力加码的情况下，热管理材料的散热效能对 AI 性能的稳定性及可靠性起到直接决定性作用。全球热管理市场的规模将从 2023 年约 159.8 亿美元增长到 2028 年的 264.3 亿美元，年均增长率为 10.5%，热管理材料需求有望快速增长。受益标的：思泉新材、领益制造、苏州天脉、飞荣达、中石科技等。

风险提示：产品价格波动、行业景气度下行、行业竞争加剧、中美贸易摩擦加剧。

参考报告：《电子行业 2025 年中期展望：AI 浪潮推动 电子行业进入新发展阶段，三大核心领域 增长动能值得关注》，2025-6-12



刘田田 | 东兴证券轻工纺服首席分析师

S1480521010001, 010-66554038, liutt@dxzq.net.cn

商贸零售行业：5月社零环比提速，消费品以旧换新政策持续显效

2025年5月社零总额环比提速，主要受“6·18”大促时间提前影响。2025年5月份，社会消费品零售总额同比增长6.4%，增速环比4月上升1.3个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额同比增长7.0%。5月份社零增速提升主要源于“6·18”大促中主要平台大促时间平均提前七天左右，5月13日便开启预热活动，活动周期拉长，推动消费者提前释放购买需求。2025年1-5月社会消费品零售总额累计同比增长5.0%，社会消费稳健复苏。

按消费类型看，必选消费保持稳健增长，可选品类持续复苏。按消费类型来看，2025年5月商品零售额同比增长6.5%，餐饮收入同比增长5.9%，商品零售增速稍高于餐饮消费增速，主要受益于“6·18”大促提前与可选消费品需求回暖。商品零售中，粮油食品、饮料类、日用品类销售额分别同比+14.6%、+0.1%和+8.0%，必选消费表现稳健；年初以来可选消费品则呈现持续复苏态势，化妆品类和服饰鞋帽类表现一般，受金价上涨影响，黄金珠宝类销售额表现亮眼，同时，家用电器类和家居类等同比实现双位数增长，表现突出。

高增品类受益于消费政策支持，政策拉动销售效果突出。2025年5月，家用电器类销售额同比+53.0%，是表现最好的品类，主要得益于全国范围内持续推进的以旧换新政策；家具类销售额同比+25.6%，表现很好，源于各地因地制宜出台的“焕新”政策，对消费者购买厨卫类、家装类产品普遍给予15%-20%政府补贴；金银珠宝类销售额同比+21.8%，表现也很亮眼，金价上涨持续带动投资属性产品销售，消费端情绪回暖。其他没有政策刺激的行业除体育娱乐用品类外均表现相对平稳，化妆品类、烟酒类、服饰鞋帽类销售额分别同比+4.4%、+11.2%和+4.0%，反映了可选品类消费需求仍较大程度依赖政策刺激，而政策的出台对促进对应品类消费力的释放效果明显。

按零售业态看，线上渠道稳健增长，线下结构性分化有所收敛，高性价比消费趋势延续。2025年1-5月全国网上零售额同比增长8.5%，环比增长0.8pct.，其中实物商品网上零售额同比增长6.3%，占社会消费品零售总额的比重为24.5%，占比环比提升0.2pct.，线上消费稳健增长。线下渠道的分化趋势延续但有所收敛，限额以上零售业单位中（线下）便利店、专业店、超市零售额同比分别+8.5%、+6.3%、+5.7%，百货店、品牌专卖店零售额同比增速相对较低，分别为+1.8%和+1.3%，消费市场整体延续回暖态势。整体来看，必选消费渠道表现更为坚挺，消费者对高性价比商品的偏好仍在持续。

投资策略：5月消费回暖节奏延续，刺激政策对消费需求的释放拉动效果显著。预计后续扩大内需相关举措仍将持续推进，消费链条具备进一步修复空间。建议关注受益于政策驱动的耐用品赛道，以及具备渠道整合能力和产品竞争力的消费龙头企业，同时持续跟踪服务型与创新型消费板块在结构升级背景下的潜在机会。

风险提示：政策拉动可持续性存在不确定性，行业竞争加剧等。

参考报告：《商贸零售行业：5月社零环比提速，消费品以旧换新政策持续显效》，2025-6-18

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

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。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526