

首席周观点：2025 年第 25 周

2025 年 6 月 19 日

首席观点

周度观点



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 and 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



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（I）：弱供给周期下的行业配置属性探讨——工业金属板块高景气度延续

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。

有色金属全球总库存仍处近 35 年低位且再度显现去化迹象。金属的库存周期自 2013 年以来陷入长达十余年的趋势性去化，尽管 2024 年前三季度显现有效的周期性累库，但自 24M10 开始全球的显性库存再度显现趋势性的去化。当前全球显性总库存已经处于自 1990 年以来约 25% 分位水平，至 25M5 其已较 24 年内高点下降-34.6%。显性库存的变动状态一方面显示了全球金属供给延续的刚性化特征，另一方面则暗示金属强势定价中低库存交易逻辑的强化。

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 年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。

铜：供应缺口仍有趋势性放大可能。全球矿山产能增速受宏观周期、政策周期及产业周期共振而呈现趋势性刚性，而全球精铜需求端则受事件性扰动、政策性刺激及流动性收缩而经历了极端压力测试。实际铜矿供给相对冶炼需求仍承压偏紧，中国精炼铜产量增速或现阶段性弱化。经我们测算，2024-2027 年全球累计阶段性铜消费总量或上涨 11.3% 至 11345 万吨，而至 2028 年中国的四大行业用铜量或累计增长 335 万吨至 1537 万吨（CAGR 6.3%）。供

给增速相对需求增速的偏刚性则暗示供应缺口仍有放大可能，而库存周期的变化将对铜的供需平衡表起到显著影响。

铜板块相关标的：紫金矿业、金诚信、江西铜业、西部矿业；

铝：铝土矿市场供需结构性优化或推升行业高景气延续。中国铝土矿供给已显现结构性收缩，自给率可供消耗时间仅为 7.53 年，20-24 铝土矿产量年均复合增长率-12%，进口依赖度已升至 94%，且进口来源国呈现高集中性特点（CR2=95%）。铝土矿的需求增长源于全球氧化铝产业的显著扩张，按产能及消费占比计算，截止 25 年全球铝土矿年消费量或增至约 3.76 亿吨，中国铝土矿年消费量增至 2.06 亿吨；铝土矿需求总量较 2014 年分别增长 1.98 亿吨（+99%）及 2.63 亿吨（+398%）。

铝板块相关标的：中国铝业、云铝股份、神火股份、南山铝业；

风险提示：政策执行不及预期，利率超预期急剧上升，金属库存大幅增长及现货贴水放大，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（I）：弱供给周期下的行业配置属性探讨——工业金属板块高景气度延续》，2025-6-6



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



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：海油发展（600968.SH）：油气一体化的海上油服领军企业

中海油能源发展股份有限公司（海油发展），是一家具有油气一体化能源技术全产业链发展模式及多元化产业体系的海上油服领军企业。公司主要为油气生产阶段提供专业技术服务，处于油气产业链上游。公司三大产业包括能源技术服务产业、低碳环保与数字化产业、能源物流服务产业，三大主业全面发展，具备综合竞争力强，抗风险能力强的优势。中国海油直

接持有总股本的 81.65%，为公司控股股东和实际控制人。

公司业绩创同期历史新高，抗周期波动能力突出，持续深化提质降本增效，经营质量持续向好。2025Q1，公司实现营业收入 100.74 亿元，同比增长 9.42%；归属于上市公司股东的净利润 5.94 亿元，同比增长 18.56%，均创历史新高。2025Q1，公司净利率、毛利率分别达到 6.14%、12.90%，同比分别增长了 0.32、1.02 个百分点，利润率持续增长。公司主营收入来源于能源物流服务产业且稳定增长，能源技术服务产业增速快。2024 年，能源物流服务产业占总营业收入比例最高，占总收入的 44.19%；受油气生产产量影响，能源技术服务产业增速最快，2024 年营收同比涨幅 31.27%。海油发展盈利稳定性强。海油发展主要业务负责偏后端的油气生产环节，对新增资本开支的依赖性更低，其营收的主要影响因素主要是油气生产产量，故其营收受油价波动的影响较弱，且海油发展的固定资产占总资产比例低于海油工程和中海油服，其固定资产周转率相比更高，具有轻资产运营属性，盈利稳定抗周期性波动性强。海油发展的营业收入规模在中国海油三家子公司中最大，净利率波动性最小。在 2019-2024 年，海油发展的营业收入规模始终大于海油工程和中海油服，2024 年海油发展的营收比海油工程高 225.62 亿元，比中海油服高 41.15 亿元。公司三大产业毛利率始终保持稳定。2024 年，能源物流服务产业、能源技术服务、低碳环保与数字化产业的毛利率分别为 9.31%、17.64%、19.31%，近三年平均毛利率分别为 8.64%、16.21%、19.10%，与平均毛利率相差不大，其毛利率不受油价波动的影响。公司持续开展提质降本增效工作，成本控制能力优异。公司坚持“一切成本皆可降”，促进成本费用利润率同比提升 1.16 %。2024 年公司营业成本 448.38 亿元，同比上升 5.09%，低于营业收入变动幅度（+6.51%）。2024 年公司人均创利 25.56 万元，较 2023 年（21.44 万元）继续提升，人均创利增长 19.22%。数字化转型是企业降本增效的重要举措。2024 年，海油发展夯实数字化转型顶层设计，通过自主研发工业软件、融合数据与 AI 技术、人机物互联等，在智能化井控、海上油气田高效运营、智能注采工艺调控等方面取得成果，实现作业安全提速、运营高效及运行监控与智能分析决策全面升级。

海油发展凭借技术领先、装备实力雄厚及资质垄断优势，紧密围绕国内油气增储上产机遇，塑强产业竞争优势。能源技术服务方面，公司是中国近海采油装备实力最强的提供商，持有的 FPSO 数量位列亚洲第二、全球第四，在中国近海市场居主导地位。2024 年在智能注采、人工举升、稠油热采等领域成果显著，“海洋石油 115”复产实现国产中控系统首次应用，释放产能约 25420 方，产生经济效益约 8400 万人民币。能源物流服务涵盖物流、销售、配餐服务，2024 年首艘江海全域、冬夏全季 LNG 运输加注船“海洋石油 302”交付，为海上油气田开采提供有力后勤保障。低碳环保与数字化产业中，公司是国内唯一溢油应急海洋环保服务提供商，建成沿海 50 海里内 6 小时应急响应圈，日处置能力达 380 立方米；同时率先布局智能化产业，构建智能注采产品生态圈，2024 年生产交付智能注采产品 323 套，自主化生产率 74.4%，推动行业数字化转型。

油服行业景气共振中海油增储上产，海油发展享产业链红利。油服行业景气叠加中海油“增储上产”，海油发展作为中海油控股的中下游油服平台，依托其产业链优势，受益于母公司油气开发加速，业务围绕海洋石油生产提供支持，深化科创降本。行业景气带动工作量增长，公司持续受益，盈利有望提升。

公司盈利预测及投资评级：行业维持景气，受益于国内“增储上产”带来的工作量增长，公司有望持续受益。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润 41.35/46.99/52.81 亿元，对应 EPS 分别为 0.41/0.46/0.52 元/股，对应 PE 10.05/8.85/7.87 倍。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：（1）国际政治经济因素变动风险；（2）原油及天然气价格波动产生的风险；（3）油气价格前瞻性判断与实际出现偏离的风险。（4）技术创新不及预期的风险。

参考报告：《海油发展（600968.SH）：油气一体化的海上油服领军企业》，2025-06-12



曹奕丰 | 东兴证券交运分析师

S1480519050005, 021-25102903, caoyifengwx@163.com

交运行业：航空机场 5 月数据点评：客座率维持高水平，旺季弹性初步体现

上市航司发布 5 月运营数据，航司国内与国际客座率水平都明显优于去年同期，体现出需求端较去年有所改善。

国内航线方面，5 月上市公司国内航线运力投放同比提升 2.8%，环比 4 月提升 4.8%。行业运力投放增速有所提升。三大航运力投放环比提升都在 5% 以上，主要系季节性因素，即五一假期带来的需求增量。客座率方面，上市公司整体客座率环比 4 月提升 0.6pct，较去年同期则提升约 2.8pct。3 月以来三大航客座率同比都实现了较明显的提升，其中东客座率提升最为明显。

今年以来东航南航与海航的客座率水平出现明显的趋同，国航客座率较东航南航低 2-3pct，这一格局已经维持了较长时间。我们认为这种情况说明航司已经找到了比较适合自身的机票销售策略，航司销售策略的稳定有助于消费者构建稳定的价格预期，进而带动机票价格的企稳。

国际航线方面，5 月上市航司国际航线运力投放同比去年提升约 20.3%，增速下降主要系去年同期基数提升；环比 4 月则提升了 1.0%，国际航线目前整体增长是趋缓的。客座率方面，5 月客座率环比下降 1.1pct，但较去年同期提升 3.4pct，客座率同比的大幅提升主要系去年同期国际出游并不景气，客座率较差，基数较低。整体看 5 月国际航线表现优于去年。

投资建议：从开年以来的数据表现，我们认为国内航线重塑供需平衡的进程在稳步推进，客座率持续提升。目前行业处于淡季，供需改善带来的变化主要表现在客座率提升，票价端并未有明显表现。但若进入旺季，客座率本就处于较高水平时，供需关系改善则将更多的反映为票价提升。五一假期作为旺季的预演，目前来看表现明显优于去年，因此今年旺季航司的盈利弹性值得重点关注。

风险提示：宏观经济下行；民航政策变化；安全事故；油价汇率大幅波动；异常天气因素等。

参考报告：《航空机场 5 月数据点评：客座率维持高水平，旺季弹性初步体现》，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益关系。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