

2025 年 6 月 17 日 星期二

## 分析师推荐

**【东兴宏观】非农乏善可陈，暑期消费或有一定支撑——5 月美国非农数据点评（20250610）**

美国 5 月季调后非农就业增 13.9 万，预期 13 万，前值 14.7 万；失业率 4.2%，预期 4.2%，前值 4.2%。

## 主要观点：

数据方面，支撑非农的四大行业（医疗、专业和商业服务、住宿餐饮、政府）仅剩医疗和住宿餐饮尚可。新增就业主要集中于教育和医疗（8.7 万）、住宿餐饮（3.1 万）、艺术娱乐（1.7 万）、金融（1.3 万）以及社会辅助（0.8 万）。传统的主要支撑就业的专业和商业服务（-1.8 万）以及政府（-0.1 万）连续数月处于低迷状态。（图 10）

暑期服务类消费可能较好。观光就业在 5 月有明显上涨，赌博就业速度也未见放缓。时薪同比增速 4%，仍明显超过通胀速度，暑期消费仍有一定支撑。（图 6、12）

劳动力市场仍处于较为僵化的状态。离职率、雇佣率和解雇率均处于低位状态，表明劳动力市场的流动性仍处于底部。周度的初请数据已连续数周小幅上升，若后者累计数据出现向上趋势，则是值得注意的负面信号。（图 7、8、9、13）

劳动力市场往往滞后于经济数据以及金融市场的表现，因此不能以劳动力市场的数据来判断经济的拐点。

关税对经济属于外生的负面冲击，需要时间来慢慢体现在经济数据之中，类似于“外伤”转化为“内伤”需要时间。如果“外伤”不能及时消解，最终将影响经济有机运行。这与一般的经济危机不同。一般的经济危机往往是经济运行一段时间后自然集聚的问题集中爆发，即“内伤”显性化。因此，内生性问题出现时往往不可挽回，容易陷入经济衰退。

目前来看，关税的不确定性有所下降但尚未完全消失，市场可能最终接受基础性关税 10% 的结果。特朗普后续的政策为将 2017 年的减税政策永久化，并可能进一步降低税收。虽然对联邦政府的债务有恶化影响，但短期内，对经济有一定正面的刺激作用。

市场方面观点不变，流动性尚充裕。（图 14）

风险提示：海外通胀超预期，海外经济衰退。

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

## 本期编辑

分析师：石伟晶

021-25102907

执业证书编号：

shi\_wj@dxzq.net.cn

S1480518080001

## 东兴证券研究所金股推荐

| 证券代码      | 证券简称 |
|-----------|------|
| 000881.SZ | 中广核技 |
| 000975.SZ | 山金国际 |
| 002891.SZ | 中宠股份 |
| 003000.SZ | 劲仔食品 |
| 09992.HK  | 泡泡玛特 |
| 600426.SH | 华鲁恒升 |
| 603565.SH | 中谷物流 |
| 688095.SH | 福昕软件 |
| 688531.SH | 日联科技 |

数据来源：《六月金股汇》2025 年 05 月 28 日，东兴证券研究所

**【东兴房地产】房地产行业 2025 年中期展望：止跌回稳，提质向新(20250612)**

中央定调促进楼市止跌回稳，核心城市回稳态势显现。2024 年“926”中央政治局会议，首次提出“要促进房地产市场止跌回稳”，且在后续会议中持续强调此目标，楼市回稳态势逐渐显现。整体来看，楼市量价指标都向着止跌回稳方向迈进。2025 年 1-4 月全国商品房累计销售额同比下滑 3.2%，较去年全年降幅收窄 13.9 个百分点。2025 年 4 月 70 城新房及二手房价格指数分别环比下滑 0.12% 和 0.41%，环比降幅与去年 9 月的 0.71% 和 0.93% 相比均显著收窄。从核心城市来看，房价回稳态势更加明显，截至 2025 年 4 月，上海、深圳、杭州、成都的新房及二手房价格均较去年 9 月实现上涨，走势强于 70 城整体。我们认为，在政策的持续支持下，核心城市的率先止跌有望带动整体市场进一步回稳，最终实现楼市信心的逐渐扭转。

政策多方面持续发力，新房市场向高品质转型。当前全国范围的限购和限售政策已经基本取消，首付比例和房贷利率均为历史最低。5 月 15 日，中办、国办印发《关于持续推进城市更新行动的意见》，提出到 2030 年，城市更新行动实施取得重要进展，明确了城市更新的主要任务。此次从顶层设计层面明确了城市更新行动的路线图，也为未来各地推进相关工作按下了“加速键”。从收储来看，3 月 4 日，自然资源部和财政部联合发布《关于做好运用地方政府专项债券支持土地储备有关工作的通知》，支持运用专项债券开展土地储备工作，预计专项债收储有望加速落地，有效推动房地产市场止跌回稳。3 月 5 日，“好房子”首次出现在政府工作报告中，为高品质住宅提供了政策导向。5 月 1 日，新的《住宅项目规范》正式施行，确立了对“好房子”建设的底线要求。

告别大规模增量时代，从“开发销售”转向“开发+持有+服务”的综合模式。我国城镇化正逐步告别过去大规模的增量建设，经济发展向“存量的提质改造和增量的结构调整并重”转变，叠加人口出生率和适龄购房人口的下滑，行业进入加速转型期。

在不动产转型时代，房企需要构建集成开发、经营与服务的综合商业模式。通过构建开发与经营并举的新商业模式，为客户提供居住、工作、消费需求的“综合解决方案”，形成“开发+持有+服务”的多元化收益结构。

商业地产：REITs 助力房企实现“投融建管退”资本闭环，商业地产运营成为利润支柱。2025 年前 4 个月，社零增速较 2024 年全年提升 1.2pct 至 4.7%，消费有所回暖。从结构来看，线上分流的影响持续削弱，线下消费占比自 2022 年以来持续提升。我们认为，在注重“情绪消费”、“种草消费”的时代，线下消费在体验方面将具备持续性优势。而消费 REITs 助力房企实现商业地产的“投融建管退”资本闭环，也为“持有”模式的长远发展打开了新的空间。头部商业运营企业的运营规模持续扩张，不动产运营收入逐渐成为利润支柱。从数据来看，龙湖集团和新城控股的不动产运营业务的毛利润占比已经提升

至接近 50%，华润置地亦提升至 27%，不动产运营收入已经逐渐成为其利润支柱。

物业服务：物业企业收入保持增长，现金流稳定，分红能力强。随着房地产市场告别大规模增量时代，头部物业企业凭借累计的规模优势，有望保持稳健的行业领先地位。随着地产开发业务的走弱，当前头部房企旗下物业企业普遍通过提升股东回报来对冲地产下行所带来的不确定性。这种高比例、稳定且可预见性高的分红政策切实增强了物企的投资价值。

投资建议：

我们认为，在不动产转型时代，房企需要构建集成开发、经营与服务的综合商业模式。商业地产和物业管理作为房企构建“开发+持有+服务”的多元业务模式的重要抓手，能够产生持续稳定的现金流，不仅能为企业未来的价值增长提供更多支撑，也能在地产开发业务下行期起到分散风险的作用。推荐新城控股、华润万象生活。我们认为，新房市场持续向高品质转型，“好房子”有望提振改善性需求。同时，城市更新的持续落地，也有望对核心一二线城市的改善性需求带来拉动作用。我们看好重点布局核心一二线城市，在运营效率、产品质量和战略布局等方面都是行业翘楚的龙头房企，推荐保利发展。

风险提示：行业政策落地不及预期的风险、盈利能力继续下滑的风险、销售不及预期的风险、资产减值的风险。

（分析师：陈刚 执业编码：S1480521080001 电话：010-66554028）

## 重要公司资讯

- 新华医疗**：公司于近日收到山东省药品监督管理局颁发的《中华人民共和国医疗器械注册证》，产品名称为血栓弹力图活化凝血检测试剂盒(凝固法)，注册证编号为鲁械注准 20252400309。该试剂盒用于体外检测人全血样本的凝血功能，适用于凝血功能异常、急性创伤、休克等情况，通过评估凝血全貌，辅助医生判断凝血状态，区分原发和继发纤溶亢进，判断促凝和抗凝等药物的疗效，评估血栓发生几率，预防血栓发生。批准日期为 2025 年 6 月 4 日，有效期至 2030 年 6 月 3 日。（资料来源：同花顺）
- 联诚精密**：公司生产经营正常。公司目前已向国内工业机器人头部企业批量供应相关零件产品。（资料来源：同花顺）
- 常宝股份**：公司主营产品为油气开采用管、电站锅炉用管以及其他细分市场特殊用管。公司一直专注于各种特种专用管材的研发生产和销售，根据市场需求及产品规划确定新产品方向。核电用管是公司新产品研发方向。（资料来源：同花顺）
- 百度**：与安恒信息正式签署战略合作协议。双方将聚焦云安全、数据安全、大模型安全等领域，共同探索智能化安全解决方案。（资料来源：同花顺）
- 永辉超市**：6 月 13 日胖东来模式调改达成 100 店时全国六家新调改门店同时开业，6 月 15 日单日六店合计成交客流突破 76000 人次，实现商品交易总额 (GMV) 近 1000 万元，印证了永辉品质零售战略升级成效初显。（资料来源：

同花顺)

## 经济要闻

**1. 外交部:** 中方对以色列袭击伊朗并导致地区冲突骤然升级深感担忧。当务之急是有关各方立即采取措施,推动紧张局势尽快降温,防止地区陷入更大的动荡,为重开对话谈判解决问题的正轨创造条件。(资料来源:同花顺)

**2. 国务院:** 要精准规范开展中长期激励。中央企业和地方国有企业要坚持分类施策,划小单元锁定核心群体,精准匹配激励工具,最大限度发挥激励效果;坚持增量为主,激励兑现必须以创造价值增量为前提,且在一个周期内保持稳定增长,并建立回溯机制。(资料来源:同花顺)

**3. 商务部:** 近年来,我国持续加大对中亚国家绿色发展、数字经济等领域投资。截至目前,我国对中亚国家投资累计超过 300 亿美元。我国是中亚国家主要投资来源国,近年来,我国加快与中亚国家在 5G、物联网、智慧城市等领域合作,实施多个风光水储等清洁能源项目,推进传统产业转型升级。同时,我国是中亚国家承包工程领域主要合作伙伴。截至 2025 年 4 月,我国同中亚国家累计签订承包工程合同额 1201 亿美元,完成营业额 756 亿美元。经贸合作持续深化。我国已同哈萨克斯坦、塔吉克斯坦签署新版投资协定,与吉尔吉斯斯坦启动服务贸易和投资协定谈判,将为中国同中亚国家贸易投资合作提供制度保障。(资料来源:同花顺)

**4. 国务院国资委:** 要注重规划引领,系统衔接国家重点产业发展战略,科学制定国资国企“十五五”规划,基于企业自身战略定位和产业优势,强化整体统筹布局,选准战新产业培育的“主攻方向”,坚决避免“内卷式”竞争和盲目多元化。要加大增量投入力度,围绕新产业新赛道,聚焦科技属性和技术价值,规范发展天使投资、风险投资、股权投资,引导国企基金“投早投小投硬”。要重视重组并购战新业务后的整合融合。结合战新产业和未来产业创新活跃、技术密集、价值高端,但不确定性大、风险高等特点,完善形成与战新产业和未来产业发展相适应的治理结构和运营机制,在规范运营的前提下,发挥重组各方优势,更多赋能支持,提升协同创新能力。要给予新技术、新业态、新模式一定的成长呵护包容期,发展长期资本、耐心资本孵化未来产业,推动初创企业走过从“播种”到“出苗”、再到“参天大树”的长周期,培育更多的专精特新“小巨人”、单项冠军和独角兽企业。(资料来源:同花顺)

**5. 中国进出口银行:** 出台专项工作方案,进一步强化外贸领域金融支持,促进外贸稳定增长。根据工作方案,进出口银行将发挥深耕海外市场优势,通过企业、产业、园区相互联动的支持策略,支持制造业企业高质量“走出去”。针对基于传统模式的进出口贸易,加强各项信贷政策和资源倾斜,持续巩固对不同外贸主体和外贸产业基础的金融支持。针对跨境电商等新业态特点,探索“政策性金融+”支持模式,共同培育外贸发展新动能。下一步,进出口银行将继续加大对外贸重点领域和薄弱环节的金融支持力度,着力解决当前外贸企业发展面临的痛点难点,全力支持外贸高质量发展。(资料来源:同花顺)

**6. 《广州开发区黄埔区支持集成电路产业高质量发展若干政策措施》近日发布。** 其中提出,重点突破 CPU(中央处理器)、GPU(图形处理器)、FPGA(现场可编程门阵列)等高端芯片设计,大力支持人工智能芯片、光芯片、物联网

芯片、存储芯片、射频芯片、基带芯片、车规级芯片、显示驱动芯片等芯片的开发设计，鼓励企业自主开展基于新器件、新材料、新工艺的 RISC-V、ARM 等高端芯片架构设计。对使用多项目晶圆 (MPW) 流片进行研发或首次完成全掩膜 (Full mask) 工程流片的设计企业，以及开展高端传感器首轮流片的智能传感器企业，按照不高于流片费用 40% 分档给予补助 (相关费用按照不含税计算)，每家企业每年最高补贴 500 万元。(资料来源：同花顺)

**7. 河南省人民政府:**发布《关于新时期推动招商引资高质量发展的指导意见》，其中提出，深入开展基金招商。聚焦培育中长期投资者和耐心资本，持续扩大政府母基金规模，支持具备条件的国有企业设立市场化母基金，与优秀投资机构合作，推动基金投早、投小、投硬科技。2025 年年底前，各地原则上搭建完成本级政府母基金体系，建立招商项目资本合作响应机制。支持国有企业与链主企业以市场化方式合作设立天使基金和并购基金，充分发挥政府投资基金作用，对上下游企业进行早期孵化和战略重组。聚焦科技创新、产能合作、跨境投资、文旅开发等领域，推动省属企业探索设立省级招商主题母基金。研究制定招商基金认定办法，完善按招商成效评价贡献、按贡献追加资本的支持政策。(资料来源：同花顺)

**8. 国务院总理李强:**主持召开国务院常务会议，研究优化药品和耗材集采有关举措。资深医改专家徐毓才表示，国务院此次提出要优化集采政策，保证药品质量，让老百姓用药更放心，从这个思路来看，部分集采药品的质量可能存在问题，集采政策有待优化。所以今年的集采将更加注重质量，但问题在于怎么去重视，目前还没有非常完善的方案，需要继续探索。(资料来源：同花顺)

**9. 上海市统计局:**1-5 月，上海市规模以上工业企业完成工业总产值 15731.78 亿元，比去年同期增长 4.8%。1-5 月，上海市实现社会消费品零售总额 6872.11 亿元，同比增长 1.4%。按消费类型分，商品零售额 6036.18 亿元，同比增长 1.9%；餐费收入 835.93 亿元，下降 2.5%。1-5 月，上海市房地产开发投资比去年同期增长 4.0%。1-5 月，上海市全社会固定资产投资比上年同期增长 6.2%。(资料来源：同花顺)

**10. 海关总署:**2024 年我国跨境电商进出口约 2.71 万亿元，同比增长 14%；高于 2024 年我国货物贸易增速 9 个百分点，占我国货物贸易进出口总值的 6.2%。跨境电商出口消费品占 97.5%，主要为服饰鞋包及珠宝配饰、手机电脑等各类数码产品及配件、家居家纺及厨卫用具、家用办公电器及配件等。进口消费品占 97.8%，主要为美容化妆、香水及日化洗护、食品生鲜、医药保健品及医疗器具、奶粉等。(资料来源：同花顺)

## 每日研报

### 【东兴策略】2025 年 A 股中期投资展望：A 股已站在中长期慢牛的起点（20250613）

主要观点：

**A 股熊长牛短的原因。**首先，A 股自 2010 年之后，ROE 呈现趋势性下行走势，以盈利驱动提供指数上行的动力不足。其次，A 股历史分红比例逐年下行，对投资者直接分红回报不高，导致长期投资者只能依靠某些高分红行业获取较高分红回报，整体分红回报偏低。再次，估值波动性大，牛市估值泡沫较大，容易形成短期脉冲性行情，长期较难维持较高的估值水平。第四，历史上注重融资，2015 年起融资金额超过万亿，融资数量的快速增长消耗市场资金，且存在公司质量良莠不齐的情况，造成整体回报率降低。最后，随着中国经济转型，从投资向高端制造转型的过程中，以房地产为代表的投资产业链出现明显下行，以半导体、高端制造等行业代表的现金生产力出现明显上行，结构性转型阶段对市场整体产生了此消彼长的效应。

**A 股已站在中长期慢牛的起点:**1) 全球化与逆全球化的矛盾，逆转不了中国全球化的布局，未来重塑的是全球贸易利益新格局，在经历贸易战之后，中国海外布局必将加快进程。2) 中国制造业作为全球产业链的核心，凭借其规模、供应链完整性、创新能力和成本效率，长期占据竞争优势地位。2011 年起，中国制造业增加值超越美国成为全球最大的制造业大国，凸显其不可替代性。3) 中国军事实力提升，是中国全球化进程的战略保障，有利于一路一带布局和企业整体性出海的战略自信，随着中国军事力量逐步具备全球投射能力，全球对中国资产信心度提升将会起到促进作用。4) 中国股市资产质量逐步优化，IPO 发行从注重融资数量的增量思维向提高存量思维转变，2024 年开始 IPO 融资规模大幅降低，同时，并购重组日益受到管理层重视，连续出台鼓励并购重组政策，加快退市常态化，提升优质资产证券化率，鼓励国企央企提升资产证券化率。5) 制度建设日益完善，市场监管和稳定机制日益成熟。上市公司重大违法违规查处机制日益完善，2022 年起上市公司案例调查数量明显增加，处罚力度显著增加，投资者保护机制逐步完善，上市公司违法违规成本显著提升，资本市场综合治理水平显著提升。管理层对市场调控力度显著增强，以中央汇金公司为代表的国家队，不断增强稳定股市，对指数调控能力日益提升，有力地维护了市场的稳定，尤其在中美关税激烈博弈期间，有效地稳定了市场指数，对国家的金融安全起到了定海神针的作用。6) 低利率时代股权配置需求增长。居民资产的股票配置比例仍较低，在利率持续下行趋势下，大量银行存款急需寻找高收益资产，股票市场吸引力将会进一步上升。随着去年 4 季度以来股票市场回暖，股票型基金发行保持较高的发行规模，同比去年同期有明显改观。随着指数出现稳步上行的走势，股票市场的赚钱效应逐步显现，未来无论是直接购买股票，还是购买基金，居民储蓄向股票市场配置的意愿将会逐步增强。7) 经济复苏的节奏将会温和且漫长。这一轮经济周期本质是新旧动能转换，地产基建等投资周期下行出清叠加新质生产力上行周期，经济呈现出此消彼长态势，由于基数原因，短期旧周期下行压力仍在，新周期虽然增速快但体量仍不足以带动经济全面且强劲复苏，同时，出口受到中美关税战影响，经济复苏时间将会被拉长，复苏幅度也将会更加温和，对应股票市场映射基本面的走势也更容易以慢牛的形式展开。

**3400 点是一轮中长期慢牛的起点。**从全球视野来看，中国资产重估使得 A 股具备越来越多吸引力，从国内政策环境、利率环境以及制度建设来看，A 股资产质量和估值环境都有显著改善，从经济自身周期来看，目前已经到了一轮下行周期的末期，从时间点来看，7-8 月是半年报披露期，同时也是关税谈判的 90 天节点，2 季度业绩低于预期则有可能政策端再次发力，3 季度有望成为行情的转折点。我们的观点是，3400 点是前期的

区间震荡的重要压力位，从中期角度来看，有可能是一轮中长期慢牛的起点。

**市场风格:**市场中小盘占优风格有望延续。从不同信用周期分布可以看出，目前市场处于宽信用宽货币阶段，以中小盘和成长为代表的个股明显占优。从今年货币与信用走向来看，目前仍隐含 20 个 BP 的降息空间，从信贷数据来看，全年维持 2024 年水平可能性较大，信用不存在紧缩可能。因此，从风格来看，中小盘和成长占优的大趋势不会改变。从中信风格指数也可以看到，除了消费以外，成长、周期与稳定分位数基本相当，金融分位数最高，显示市场风格相对集中，除了基本面较差的消费之外，市场对风格的整体定位并未有较大的区分度，在目前成交量相对稳定的市场环境下，风格差异在大小盘的区分度要大于风格区分度。

**行业对比:**电子、计算机和家电较优。在行业选择上，我们更看重收入增速，在目前经济环境下，利润端受到的影响较大，收入端的增长更能代表行业真实增长速度，而 ROE 是行业盈利能力的代表。从收入端来看，电子和计算机领跑其他行业，考虑 ROE 因素，家电行业兼具行业增长与盈利水平，是较优选择。食品饮料由于行业增速下滑，即使拥有较高的 ROE，未来增长前景不容乐观。从行业选择上，电子、计算机、家电是较好选择。

**下半年投资策略:**下半年维度来看，市场进入中期慢牛的可能性较大，从风格配置的角度来看，我们倾向于，短期从中小盘和成长类个股入手，从行业配置角度，代表高端制造的电子、计算机和代表高品质产品的家电行业是首选。从行业发展和题材热点角度，看好人工智能、机器人、可控核聚变、智能驾驶为代表的产业前沿题材，这类题材大多都是从 0 到 1 阶段，市场想象空间大，产业格局尚未形成，涉及公司多，是市场比较容易得到共识的赛道。消费领域的新消费值得重视，随着新生代消费偏好逐步成为主流，市场需求结构发生重大变化，传统需求逐步萎缩，新生代需求快速增长，以 IP 经济、宠物经济、悦己医美美妆、潮玩等为代表的新生代需求展现出较为广阔的发展空间。红利资产是稀缺资源，在利率下行背景下，提供稳定红利板块具有一定的稀缺性，以银行、电力、运营商、交运、公用事业为代表的红利板块是稳健投资者的压舱石，具有长期稳定的发展趋势，尤其是机构投资者提高入市比例，对红利板块的需求空间仍然巨大。供给侧收缩的周期板块，有望改善行业供需，从周期性行业资本开支趋势来看，今明两年产能去化相对彻底，价格跌到成本线甚至以下，导致产能被动收缩，全球产能去化明显的细分行业价格出现大幅上涨，重点关注化工、有色等领域涨价概念。

**风险提示:** 基本面复苏低于预期；政策不及预期；外部形势恶化。

（分析师：林阳 执业编码：S1480524080001 电话：021-65465572）

**【东兴银行】**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（20250616）

**事件:** 6 月 13 日，中国人民银行发布 2025 年 5 月社融与金融数据。5 月末，存量社融同比+8.7%；M2 同比+7.9%、M1 同比+2.3%；人民币贷款同比+7.1%、存款同比+8.1%；5 月人民币贷款+6200 亿元，人民币存款+2.18 万亿。

**点评:** 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。

**投资策略：**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。

(分析师：林瑾璐 执业编码：S1480519070002 电话：021-25102905 分析师：田馨宇 执业编码：S1480521070003 电话：010-66554013)

### 【东兴银行】银行业 2025 年中期策略：业绩压力临近拐点，盈利释放能力强的区域行更优 (20250612)

**行情回顾：**稳健防御逻辑下，板块走出相对收益。年初至 6 月 4 日，银行板块累计涨幅 11.5 个百分点，跑赢上证指数 10.7 个百分点，兼具绝对收益和相对收益，尤其是 1 月份到二月初、3 月中旬至 5 月初，相对收益较显著。(1) 1 月份到二月初，主要背景是人民币对美汇率贬值压力、中美利差扩大制约国内货币政策空间，市场对经济预期较悲观；在风险偏好较低资金追求确定性的逻辑下，银行股高股息价值受青睐；(2) 3 月中旬至 5 月初主要背景是上市公司年报和一季报自 3 月中旬陆续披露，银行板块业绩相对稳定性强；此外，4.2 美国“对等关税”加剧外部环境不确定性，银行股防御价值更凸显。分板块来看，3 月以来，中小银行累计涨幅表现更好，主要是补涨以及高股息扩散逻辑驱动。中小银行股息率并不低且估值历史地位，安全边际高。国有大行有绝对收益、相对收益有限，主要是股息率相较十年期国债仍有吸引力但估值达到近 5 年较高水平。

**基本面回顾：**量质平稳，息差收窄，非息承压。25Q1 末，上市银行生息资产同比+7.5%，环比 24 年末提高 0.3pct。其中，贷款、金融投资较 24A 分别持平、+1.1pct。城商行贷款增速领先(yoy+12.9%、较 24 年末+0.9pct)；农商行、股份行、国有行增速较为平稳。测算上市银行 25Q1 净息差(期初期末口径)为 1.37%，同比收窄 13bp、降幅小于上年同期。其中，受贷款重定价、存量房贷利率下调等影响，生息资产收益率降幅仍较大；但负债成本加速改善形成一定对冲。中收降幅继续收窄，受 25Q1 债市调整影响其他非息增长承压。资产质量总体保持稳健，拨备反哺力度有所减弱。25Q1 上市银行不良率、关注率环比下降，24 年不良贷款生成率总体稳定，资产质量压力总体稳健；其中，零售贷款不良生成压力相对更大。拨备方面，25Q1 上市银行拨备覆盖率、拨贷比环比-2pct、4bp 至 238%、2.94%。

**行业展望：**政策呵护息差，业绩有望筑底。2025 年银行基本面仍然承压，但临近拐点。预计净息差收窄幅度减小、规模保持平稳增长、其他非息收入压力加大；资产质量平稳，拨备仍有反哺空间。预计 2025 年上市银行营收和归母净利润同比增速在-1%、0%左右。从主要驱动因素来看，(1) 规模：当前信贷需求未见明显修复，在逆周期政策持续发力下，预计 2025 年信贷增量基本同比持平，信贷增速小幅放缓；债券投资增速维持高位支撑平稳扩表。(2) 息差：政策呵护息差力度在加大。当前制约货币政策宽松的因素主要是商业银行净息差过低影响信贷可持续投放能力，预计央行将继续降准降息以缓解银行负债成本压力。5 月央行已实施降息降准，后续二次降准降息概率仍大。对比资负两端利率因素、结构因素，2025 年净息差降幅有望收窄，主要是存量按揭贷款一次性调降因素消退、十年期国债收益率走平、存款挂牌利率加快调降。(3) 非息：中收低基数叠加资本市场回暖，预计中收降幅收窄、同比增速有望转正。其他非息：债市由去年牛市转为震荡市，在去年高基数下，同比增长压力较大，全年预计负增长、拖累营收。综合量、价、非息，预计全年营收增速在-1%左右。(4) 资产质量：随着政策持续落地稳增长、提振内需，银行地产、城投产业链不良生成预期逐步好转，资

产质量指标有望保持平稳。当前拨备覆盖率仍处于较高水平，拨备反哺利润有空间。拨备安全垫更厚实的银行反哺空间相对更大。资产质量稳定下，预计行业净利润增速将保持相对稳定。

**投资建议：**基本面+资金面推动板块配置价值增强。基本面：展望 2025 全年，银行基本面仍然承压，但具备一定韧性。其中净息差收窄压力、手续费净收入减少的压力相对减轻，其他非息收入压力加大；资产质量预计较为平稳，拨备仍有反哺空间，但会带来拨备覆盖率的下降。预计 2025 年上市银行营收和归母净利润同比增速在-1%、0%左右。资金面①：资产荒加剧+政策引导，险资配置确定性增强。资金面②：主动基金明显低配银行，公募新规下有望向基准靠拢。

**建议关注：**(1) 锚定主动权益增量资金，关注重点指数权重股：招行、兴业、工行、交行；(2) 以保险资金为代表的中长期资金入市、指数化投资支撑银行板块绝对收益表现，高股息选股逻辑仍可延续。(3) 中小银行资本补充的角度，释放盈利促转股逻辑继续受认可。

**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。

(分析师：林瑾璐 执业编码：S1480519070002 电话：021-25102905 分析师：田馨宇 执业编码：S1480521070003 电话：010-66554013)

#### 【东兴农林牧渔】农林牧渔行业 2025 年中期策略：宠物消费高景气，关注周期底部抬升（20250612）

**宠物：**宠物消费稳健增长，食品药品国货崛起。宠物食品：出口业务受关税扰动，国内自主品牌增长强劲。宠物食品出口业务面临关税扰动，有望通过将美订单转移至东南亚来降低影响。国内宠物消费稳步增长，健康化、专宠专用、干湿搭配等消费趋势持续深化，国产品牌已逐步占据消费者心智，成为消费主流，市占率和盈利能力有望持续提升。我们持续看好宠物食品行业的发展韧性和增长潜力，推荐关注中宠股份、佩蒂股份，其他相关标的宠物食品龙头乖宝宠物。

**宠物动保：**猫三联密集上市，进口替代逐步展开。宠物动保市场总量有望随着宠物老龄化趋势逐步扩张，随着动保企业宠物产品矩阵逐步完善，国产宠物动保产品有望逐步实现国产替代，宠物疫苗有望给动保企业带来第二增长曲线，推荐关注宠物产品布局领先的企业，推荐关注普莱柯、生物股份、科前生物等。

**生猪养殖：**政策监管趋严，供需格局向好。我们认为生猪养殖行业的供需格局向好，从供给端来看，生猪短期供应充足但中长期格局改善，能繁母猪产能在政策引导和行业脆弱的盈利现状下去化预期提升，生产效率随集中度提升稳步提升，二育监管趋严，预计出栏体重易跌难涨；从需求端来看，消费相比去年同期略有提振，下半年消费旺季需求有望持续改善，对猪价形成一定支撑。近期建议关注供给集中释放，猪价下行带来的产能去化预期提升。

**目前板块处于价格磨底，比拼养殖成本与经营质量的阶段，行业 PB 估值处于历史低位，投资者对于产能去化仍有分歧。**生猪板块预计随猪价下行，产能去化预期提升而提振，行业估值具备安全性和向上弹性，推荐生猪养殖板块左侧投资机遇。优质产能有望凭借持续优化的完全成本攫取行业超额收益，盈利市场有望超过市场预期。重点推荐头部猪企牧原股份，其他相关标的温氏股份、神农股份、天康生物等。

**家禽养殖：**白鸡引种受限，黄鸡价格低迷。家禽养殖细分子板块逻辑各有不同，白羽肉鸡因禽流感疫情海外引种受限，预计 25Q1 引种缺口将会影响 25 年下半年父母代鸡苗的供应，并在 26 年传导到商品代苗的供给，特别是海外品种将现结构性短缺，支撑价格回升。国内种鸡再迎发展机遇，预计销售量与市占率进一步提升。毛鸡和鸡肉价格受国内消费复苏的弹性较大，海外市场拓展有望带来需求新增量，25 年有望迎来筑底反弹。黄鸡价格低迷产能低位，头部企业逆势增长强者恒强，成本改善带动盈利同比改善。行业转型期蕴藏机遇与挑战，头部企业有望凭借产业链优势实现差异化品牌发展。

**后周期：**养殖盈利回暖带动后周期需求回升。动保：养殖盈利带动需求回升，兽药受益于原料药价格上行。短期我们看好动保行业业绩与估值随需求改善底部抬升，长期来看新疫苗新品类的拓展有望持续打开行业空间，我们认为，具备持续研发创新实力的企业有望在激烈市场竞争中稳扎稳打，受益于周期改善和行业集中度提升，推荐关注科前生物、普莱柯、生物股份等。饲料：猪料需求增长，鱼价回暖带动水产料景气回升。我们判断，大宗原料价格波动加剧给企业带来更大挑战，头部企业成本优势将进一步凸显。从细分品类来看，猪料有望随着存栏回升需求回升；水产品价格底部抬升，水产投苗量增长，将带动水产饲料需求回升，预计在 Q2-Q3 水产料销售旺季将持续体现。叠加鱼粉价格底部震荡，预计水产料消费需求和盈利能力将持续改善，建议关注饲料龙头海大集团。

**种植种业：**生物育种推广面积增长，关注国内主粮价格底部抬升。从行业基本面来看，预计我国主粮价格底部抬升。全球粮食库销比略有下降，关税争端给粮食贸易带来不确定性，建议持续关注国际局势对粮价的影响。连续三年中央一号文件聚焦生物育种产业化，25 年中央一号文件明确提出“继续推进生物育种产业化”。2025 年转基因玉米种植范围将扩展到十三个省份，预计推广面积 5000 万亩。性状端大北农丰脉性状市占率领先，品种端百花齐放，参与主体进一步增加，隆平高科、先正达和大北农过审数量领先。转基因业务已开始兑现收入，随着推广面积的逐步扩大，企业业绩兑现空间可观，建议持续关注技术和品种储备领先的龙头企业大北农、隆平高科等。

**风险提示：**畜禽产品价格波动风险，产能去化不及预期，动物疫病风险，极端天气风险等。

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

## 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

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用户应慎重使用报告、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。