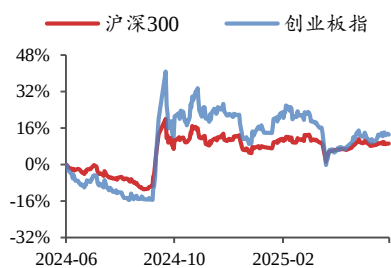


2025 年 06 月 18 日

开源晨会 0618

——晨会纪要

沪深300及创业板指数近1年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
煤炭	0.894
公用事业	0.823
石油石化	0.724
交通运输	0.515
商贸零售	0.509

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
医药生物	-1.437
美容护理	-1.239
传媒	-1.222
纺织服装	-0.753
轻工制造	-0.671

数据来源：聚源

吴梦迪（分析师）

wumengdi@kysec.cn

证书编号: S0790521070001

观点精粹

总量视角

【宏观经济】以旧换新资金进度约 42%——兼评 5 月经济数据-20250617

【策略】从“第四消费时代”看未来消费机遇——投资策略专题-20250617

【金融工程】6月转债配置：转债估值适中，看好偏股低估风格——金融工程定期-20250617

行业公司

【化工】聚酯瓶片工厂陆续宣布减停产计划，价差有望迎来向上修复行情——行业点评报告-20250617

【食品饮料】5 月社零增速稳步上行，内需动力进一步修复——行业点评报告
-20250617

【电力设备与新能源】低空行业点评（6月第2周）：国务院对深圳低空发展作出部署，卧龙电驱与沃飞长空成立合资公司——行业点评报告-20250617

【农林牧渔】6月 USDA 农产品报告上调全球玉米、水稻、小麦产量，维持全球大豆产量预期——行业点评报告-20250617

【电力设备与新能源】欧洲电动车销量月报(2025年5月):持续复苏,5月同比增速继续创年内新高——行业点评报告-20250617

【银行】谨慎乐观看待零售风险，新规过渡尚存调整空间——行业深度报告
-20250617

研报摘要

总量研究

【宏观经济】以旧换新资金进度约 42%——兼评 5 月经济数据-20250617

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 陈策（分析师）证书编号：S0790524020002

消费：以旧换新继续显效，测算 5 月补贴资金进度约 42%

1、5 月社零超预期，以旧换新继续显效，汽车抹去负贡献。5 月社零当月同比大幅上行 1.3 个百分点至 6.4%，贡献拆解显示，限上商品、限下商品、限上餐饮、限下餐饮分别贡献了 0.56、0.68、0.03、0.03 个百分点。限上商品具体来看：以旧换新继续显效，家用电器、通讯器材分别贡献 0.27、0.20 个百分点；石油、药品略有走弱；汽车对社零的边际贡献从 4 月的-0.5 个百分点转正至 0.03 个百分点，可能导致市场线性递推、对 5 月社零预期不高。

2、测算 5 月以旧换新资金进度约 42%。根据商务部数据，2024 年消费品以旧换新带动相关产品销售额超过 1.3 万亿元、对应中央补贴超过 1500 亿元，则比例约为 8.7: 1。以相同比例推算，截至 2025 年 3 月 24 日、4 月 24 日、5 月 31 日，消费品以旧换新使用资金约 461、831、1269 亿元，进度分别约 15%、28%、42%。进度明显偏快，与近期部分地区出现补贴额度使用完毕、调整发放券机制较为吻合。Q4 可能面临资金不足和高基数两大约束，届时或可考虑资金加码，或增设服务消费券、出口转内销补贴等形式。

3、分品类来看，5 月电动自行车、家电走强，汽车、家具稍弱。将 2025 年以旧换新的日均销量与 2024 年日均进行比较，可以粗略描绘各品类的韧性：家电动能较为强劲，5 月明显提速；电动自行车潜力加快释放；汽车向上斜率不高；家装厨卫边际放缓，或受房地产销售走弱拖累。该指标的缺陷在于没有考虑季节性，例如汽车销售旺季集中于“金九银十”和年末，不过数据表现与社零表现一致，可作为社零的领先观测指标。

生产：工业、服务业维持较高增速，供需结构仍不佳

1、中美第一轮会谈互降关税，企业积极调整应变，工业生产维持较快增长，但供需结构不佳。5 月工业增加值同比为 5.8%，较前值下滑了 0.3 个百分点但增速仍高。分行业来看，汽车小幅改善，但交运设备、电气机械、纺织、化学制品分别下滑了 3.0、2.4、2.3、2.1 个百分点。供需结构仍不佳，5 月工业企业产销率为 95.3%，处于历年同期最低水平。

2、消费需求扩大以及节假日效应（五一、端午双节）提振服务业生产。批发零售、信息软件服务贡献较大，分别较前值提高了 1.6、0.8 个百分点，端午前置或致 6 月服务业生产有下行压力。

固投端：三大分项均有回落

1、地产：投资降幅继续扩大，销售增速微降。从高频指标来看，6 月以来新房和二手房成交仍趋走弱，作为领先指标的库销比在完成一轮修复后、自 4 月以来持续表现不佳，指向房价进一步修复的动能不强。在年初小阳春后，房地产市场整体延续止跌回稳态势但途有波折，有待政策适时加力。

制造业：关税扰动和“反内卷”或约束企业投资扩产意愿。5 月制造业投资和设备更新累计同比分别下降了 0.3、0.9 个百分点，主要受有色冶炼、计算机通信电子、医药、电气机械拖累。近期汽车等行业呼吁反内卷、倡导构建新兴产业秩序，且考虑到关税仍有一定扰动，预计制造业增速将延续温和放缓。

3、基建：政府债提速，基建投资有望延续高增。5 月广义基建和狭义基建均有下滑，铁路运输、道路运输小幅改善，水利管理下滑幅度较大。资金端，截至 6 月 15 日专项债发行进度为 39.0%、较 5 月有所放缓，考虑到超长债迎来发行高峰并逐步形成实物工作量，预计基建投资仍有望维持较高增速。

风险提示：政策变化超预期；美国经济超预期衰退。

【策略】从“第四消费时代”看未来消费机遇——投资策略专题-20250617

韦冀星（分析师）证书编号：S0790524030002 | 耿驰政（联系人）证书编号：S0790125050007

总量承压、结构分化：中国消费正步入深层次转型期

当前中国消费市场在经济弱复苏与政策持续支持下，呈现出“总量承压、结构分化”的趋势：一方面，传统消费升级持续推进；另一方面，新兴赛道加快扩张。同时，当前中国消费呈现出更为突出的情绪化特征，消费者倾向于通过消费进行心理补偿与情绪释放，并愈发重视本土文化的认同感与价值共鸣。这一转型路径与日本自2005年前后进入的“第四消费时代”在特征上高度相似，背后是经济、人口和社会心理等多重因素共同作用的结果。在这一背景下，日本过去四十年的消费转型过程所呈现出的阶段性特征与成因，可作为观察消费演进趋势的一个参照视角。同时，围绕消费板块的二级行业表现，我们提出以DeltaG（盈利增速的边际变化）为核心线索的分析方法，重点回答以下问题：当前有哪些消费细分品类值得重点关注？

“日本消费四十年”的突围逻辑

日本自2005年前后步入“第四消费时代”，消费行为逐步呈现理性化、情绪化与文化认同并重的特征，其背后由经济低增速、人口老龄化与社会心理转变共同驱动。相较于以“占有”为导向的第三消费社会，“第四消费时代”更强调个体价值实现、社会联结与生活方式选择，消费重心从物质购买转向服务体验，健康养老、个性定制、环保简约等新兴业态兴起，以动漫为代表的文化产业在情绪共鸣与心理慰藉的需求推动下逆势扩张，成为“文化出海”战略的重要推动因素。这一过程中，消费结构由“拥有型”向“共享型”“体验型”转型，企业则通过标准化产品与个性化服务协同提升供给效率，推动平价高质、节约理性的市场偏好成型。同时，在全球化竞争中，日本品牌积极运用本土文化叙事构建差异化认知，强化文化软实力与海外延展能力，形成以“本土即国际”为特征的输出模式。因此可见日本消费转型过程核心在于围绕人口结构变迁与价值观重塑。中国消费市场的转型路径亦需更加注重人群分层运营、文化认同构建与长期价值驱动，探索具有本土特征的消费升级逻辑与产业演化方向。

消费应以DeltaG为核心线索

今年以来，消费板块超额收益显著，但我们认为，本轮行情的核心驱动力并非“新消费”与“传统消费”的简单对立。“新”与“旧”的划分并非绝对，而是基于行业特征、驱动因素和商业模式差异的相对概念，且新旧消费的界限正日益模糊。在此背景下，我们提出应以盈利增速的边际变化（DeltaG）作为识别结构性机会的核心线索。DeltaG重视的并非盈利增速绝对值的高低，而是盈利增速的边际变化方向，既包括底部反转型的修复机会，也涵盖持续提速型的成长机会。基于此，我们从未来、现在与过去三个时间维度出发，提出三条投资主线，系统梳理当前消费领域的结构性机会：

（1）思路一：基于景气预测的边际改善，识别景气预期拐头向上的子行业，如个护用品、调味发酵品II、服装家纺、食品加工、饮料乳品、非白酒、文娱用品、化妆品等；

（2）思路二：聚焦盈利预测显著上修与相对全A下修幅度较小的板块，如互联网电商、摩托车及其他、白色家电、乘用车等；

风险提示：宏观政策超预期变动放大市场波动；全球流动性及地缘政治风险；测算的定价模型基于历史数据，不能代表未来。

【金融工程】6月转债配置：转债估值适中，看好偏股低估风格——金融工程定期-20250617

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 张翔（分析师）证书编号：S0790520110001 | 何申昊（分析师）证书编号：S0790524070009

截至2025年6月13日，近1月可转债等权指数（889033.WI）上涨0.41%，可转债高价指数（889041.WI）上涨0.46%，中价指数（889042.WI）上涨0.64%，低价指数（889043.WI）上涨0.78%，可转债正股等权指数

(889035.WI) 上涨 0.67%。

转债和正股估值比较：转债估值适中

针对可转债与正股的估值比较，我们构建出时序上可比的估值指标“百元转股溢价率”，并计算滚动历史分位数衡量转债和正股当前的相对配置价值。

截至 2025 年 6 月 13 日，“百元转股溢价率”滚动三年分位数处于 47.4%，滚动五年分位数处于 50.9%。

偏债转债和信用债估值比较：整体配置性价比适中

针对偏债型转债和信用债的估值比较，我们重点考量转股条款对转债 YTM 产生的影响进行剥离，取“修正 YTM-信用债 YTM”中位数衡量偏债型转债和信用债之间的相对配置价值。

截至 2025 年 6 月 13 日，当前“修正 YTM-信用债 YTM”中位数为-0.03%，偏债型转债的整体配置性价比适中。

近 1 月估值因子在偏股、平衡、偏债转债中超额为 1.33%、0.27%、0.04%

从长期来看，高估值的转债会系统性的带来负收益。我们构建出转股溢价率偏离度因子和理论价值偏离度因子（蒙特卡洛模型），并将两个因子融合构建出转债综合估值因子。我们选择转债综合估值因子排名前 1/3 的转债构建平衡转债低估指数、偏债转债低估指数；选择理论价值偏离度（蒙特卡洛模型）因子排名前 1/3 的转债构建偏股转债低估指数。

截至 2025 年 6 月 13 日，近 4 周低估因子在偏股、平衡、偏债三类转债中增强超额分别为 1.33%、0.27%、0.04%。

转债风格轮动：看好偏股低估风格

我们选择转债 20 日动量+转债波动率偏离度作为市场情绪捕捉指标构建转债风格轮动组合，双周频调仓。

根据 2025 年 6 月 13 日的最新信号，未来两周风格轮动将全仓配置偏股转债低估指数。截至 2025 年 6 月 13 日，近 4 周转债风格轮动收益为 2.24%；2025 年以来转债风格轮动收益为 26.75%。

偏股转债低估指数成分债：金丹转债、广大转债、齐鲁转债等；

平衡转债低估指数成分债：和邦转债、希望转 2、鹰 19 转债等；

偏债转债低估指数成分债：东南转债、顺博转债、晶科转债等。

风险提示：本报告模型及结果通过历史数据统计、建模和测算完成，在市场波动不确定性下可能存在失效风险；历史数据不代表未来业绩。

行业公司

【化工】聚酯瓶片工厂陆续宣布减停产计划，价差有望迎来向上修复行情——行业点评报告-20250617

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 龚道琳（分析师）证书编号：S0790522010001

近日聚酯瓶片工厂陆续宣布减停产计划，减产幅度约 20%

6 月 16 日，据 CCF 消息，聚酯瓶片工厂陆续宣布减停产计划。2025 年 7 月起，逸盛，华润材料，万凯新材，中石化等瓶片装置预计减产 20%，其中三房巷在 2025 年 5 月底以来已停车共计 100 万吨，百宏长期维持 7 成开工，减产均超 20%，因此涉及减停产的产能共计约 259 万吨（不包含部分前期长停的装置）。如果考虑到前期长停或改造产能的装置，预计涉及减停产产能约为 490 万吨。截至目前，国内聚酯瓶片装置平均开工负荷为 89.3%附近（按

设计产能 2168 万吨计算)。若随着聚酯瓶片工厂逐步开始检修和减产, 聚酯瓶片装置平均负荷预计将进一步下滑至 77%附近, 相较于 2025 年 5 月 94.3%的相对高位, 预计将下滑近 17 个百分点。

5 月中旬以来, 瓶片价差承压, 减停产有望使得加工价差向上修复

据我们测算, 2025 年 5 月至今的聚酯瓶片平均价差约为 323 元/吨, 已经跌至底部区间, 而截至 6 月 16 日, 瓶片价差为 291 元/吨, 当前价差下行业或面临亏损。这主要是由于近期上游原料 PTA 和乙二醇原料上涨幅度较大。据 Wind 数据, 截至 6 月 16 日, PTA 价格为 4,990 元/吨, 较 4 月 16 日 4,220 元/吨的价格上涨了 770 元/吨, 期间在 5 月中旬 PTA 价格一度上涨至 5100 元/吨左右的相对高位; 乙二醇价格为 4,455 元/吨, 较 4 月 16 日 4,175 元/吨的价格上涨 280 元/吨, 同样在 5 月中旬乙二醇价格一度上涨至 4600 元/吨, 而瓶片价格却跟涨力度偏弱。此外 2025 年 6 月起海运运费持续上涨, 使得瓶片企业在出口发货上亦有受阻, 工厂库存同步上升。若本次检修和减产按计划执行, 我们预计低价货源将逐步减少, 加工价差有望迎来向上修复行情。

本轮行业扩产基本结束, 行业低点已过, 持续看好拐点向上

据 CCF 数据, 聚酯瓶片行业产能由 2021 年的 1111 万吨扩张至 2024 年的 2043 万吨, 三年内瓶片行业新增产能达 932 万吨, 产能快速大幅扩张造成行业供大于求, 在供应过剩的行业格局下, 2024 年瓶片行业亏损。据 CCF、百川盈孚统计, 2025 年已投产产能共计 200 万吨, 其中包括中石化仪征化纤新增产能 50 万吨, 三房巷新增产能 150 万吨, 我们预计下半年待投产产能为富海 60 万吨生产装置, 本轮行业扩张基本到了尾声, 行业拐点也逐步显现。2025 年第一季度, 行业龙头公司已经实现不同程度的减亏, 其中万凯新材已经实现扭亏为盈。从长周期的角度来看, 我们认为当前聚酯瓶片行业周期低点已过, 我们看好底部向上, 瓶片价格价差有望逐步修复。

受益标的

万凯新材、华润材料、三房巷、恒逸石化、荣盛石化。

风险提示: 原油价格大幅波动、下游需求不及预期。

【食品饮料】5 月社零增速稳步上行, 内需动力进一步修复——行业点评报告-20250617

张宇光(分析师) 证书编号: S0790520030003 | 张恒玮(分析师) 证书编号: S0790524010001

投资建议: 社零数据增速好于预期, 消费需求保持温和复苏

2025 年 5 月社零数据增速环比回升, 主要系“618”活动提前开启及“以旧换新”政策效果持续。展望 2025 年随着促经济政策落地, 中长期来看宏观经济环境将呈现改善趋势, 居民收入和消费意愿有望改善, 食品饮料板块有望受益。细分板块看, 白酒行业目前仍处于逐步筑底阶段, 后续随着估值低位和股息率提升, 白酒作为低配板块有望迎来资金关注。大众品板块建议积极关注新消费板块标的, 一方面看好具有新渠道、新品类或新市场扩张的逻辑, 主要是零食以及部分小食品公司为主, 推荐西麦食品、盐津铺子、万辰集团; 另一方面看好具备“悦己消费”、提供“情绪价值”的产品也逐渐起量, 推荐关注百润股份。

月度观察: 5 月社零增速稳步上行, 粮油食品、烟酒类消费增速较快

2025 年 5 月社会消费品零售总额同比+6.4%, 增速环比 4 月+1.3pct, 5 月社零数据增速好于预期, 一方面“618”活动提前开启叠加“以旧换新”政策效果持续释放, 带动文化办公、通讯器材、家具、家电等品类保持较高增速; 另一方面在“五一”、“端午”假期带动下, 大众消费、服务消费处于稳步复苏。2025 年 5 月餐饮及限额以上餐饮收入同比分别+5.9%、+4.8%, 增速环比 4 月分别+0.7pct、+1.1pct, 餐饮消费持续回暖。细分子行业中, 2025 年 5 月粮油食品类、饮料类、烟酒类同比分别+14.6%、+0.1%、+11.2%, 增速环比 4 月分别+0.6pct、-2.8pct、+7.2pct, 粮油食品作为必选消费增速稳中有升, 烟酒类增速回升明显, 预计与同期低基数以及大众餐饮、宴席场景恢复有关。

季度观察: 预计 2025Q2 社零数据增速回升, 粮油食品类延续较高增速

观测季度数据变化情况，预计 2025 年 Q2 月社零数据增速回升，粮油食品、饮料类增速保持平稳。具体来看：2025 年 4-5 月消费品零售额同比+5.6%，增速相较 2025Q1 增加 1.0pct，4-5 月餐饮及限额以上餐饮同比分别+5.5%、+4.2%，增速相较 2025Q1 分别+0.8pct 与 -0.5pct。观察消费品中：2025 年 4-5 月粮油食品、饮料、烟酒类增速分别为+12.2%、-0.5%、+6.3%，相较 2025Q1 分别+2.3pct、+4.1pct、+3.5pct。考虑 2025Q2 受益于“618”活动和“以旧换新”政策支持，预计社零数据增速将环比回升，粮油食品类作为必选消费将保持较高增速。

产业观察：白酒行业仍处于寻底阶段，零食板块成长红利较好

5 月后白酒板块处于承压阶段，一方面受禁酒令等相关政策影响叠加行业进入消费淡季，终端需求仍相对较为疲软，另一方面随着 618 电商活动开启，对白酒批价仍有一定影响，预计后续白酒板块仍处于寻底阶段。零食板块通过渠道变革、品类创新，行业保持较高景气度，渠道端山姆、零食量贩、线上电商等新兴渠道保持高增趋势，品类端燕麦、魔芋、鸭掌等产品发展势头较好，给头部公司带来较好增长机遇。

风险提示：原材料价格波动风险、市场经营风险、食品安全风险等。

【电力设备与新能源】低空行业点评（6 月第 2 周）：国务院对深圳低空发展作出部署，卧龙电驱与沃飞长空成立合资公司——行业点评报告-20250617

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001

国务院发布会对深圳低空经济作出部署，武汉黄陂签约 86 亿低空项目

政策端，6 月 12 日，国务院举办发布会介绍《关于深入推进深圳综合改革试点深化改革创新扩大开放的意见》，会上提到深圳将在人工智能辅助医疗设备、低空空域管理等领域探索更多改革创新经验。深化“千行百业+AI”全域全时全场景应用，拓展低空物流、低空观光、应急救援、农林植保等低空经济的场景。截至目前，深圳已累计开通无人机航线近 300 条，完成载货飞行 170 多万架次。6 月 9 日，武汉市黄陂区 2025 年“低空展翼·智航未来”深圳低空经济专场推介招商会举办，现场 12 个产业项目签约，签约总金额 86 亿元，涵盖低空基础设施建设与产业生态构建、应用场景拓展与技术创新服务、文旅观光体验升级等领域。我们认为，低空经济已经迎来从宏观（国家层面产业规划）到中观（各地地方补贴）再到微观（基建主机招标、应用场景打造）的纵向落地，建议关注低空经济后续板块行情，推荐标的卧龙电驱、绿能慧充，受益标的：（1）低空制造：万丰奥威、宗申动力等；（2）低空基建：莱斯信息、深城交等；（3）低空运营：深圳机场、中信海直、祥源文旅、岭南控股、西域旅游等。

本周板块行情：低空物流相关标的表现优异

6 月 9 日-6 月 13 日低空经济 A 股相关标的的平均涨跌幅为-1.7%，涨幅前五标的分别为中无人机（+9.8%）、应流股份（+8.0%）、安达维尔（+4.9%）、多浦乐（+4.0%）、楚江新材（+3.9%）；跌幅前五的标的分别为祥源文旅（-15.9%）、金帝股份（-8.1%）、长源东谷（-7.3%）、金盾股份（-7.0%）、纳睿雷达（-5.4%）。美股方面，Joby 获丰田汽车 2.5 亿美元投资，上涨 17.9%。

奇瑞汽车、广汽集团分别发布（或规划）飞行汽车产品

传统车企向立体交通领域的跨界突破，为低空经济商业化落地注入新动能。6 月 6-7 日，奇瑞汽车披露，旗下首款 eVTOL 已完成试飞，计划于 2025 年 10 月正式发布，同步启动适航认证流程。6 月 12 日，广汽集团全球首发首款量产型飞行汽车 GOVYAirCab，预定价格不超过 168 万元，计划 2025 年逐步启动粤港澳示范运营，并在 2026 年底开启交付。

卧龙电驱与沃飞长空成立合资公司，零重力飞机获 150 架 eVTOL 订单

6 月 11 日，卧龙电驱与沃飞长空正式宣布合资成立“浙江龙飞电驱科技有限公司”，根据规划，浙江龙飞电驱科技有限公司将致力于提供适用于 750kg 至 5700kg 适航航空器的全面电推进系统解决方案。6 月 10 日，零重力飞机获江苏金租 150 架 eVTOL 采购订单；6 月 5 日，通用技术环球医疗与倍飞智航科技有限公司签署战略合作框架协议，就低空救护体系建设、电动垂直起降飞行器（eVTOL）产融结合产品开发、构建低空医疗救援数字化

协同体系等合作。

风险提示：产业政策落地速度不及预期，低空应用场景在 C 端普及不及预期。

【农林牧渔】6 月 USDA 农产品报告上调全球玉米、水稻、小麦产量，维持全球大豆产量预期——行业点评报告-20250617

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001 | 朱本伦（联系人）证书编号：S0790124060020

玉米：2025/2026 年全球产量、消费量环比上调

(1) USDA 上调全球玉米产量。USDA（美国农业部）发布 6 月全球农产品 2025/2026 年供需预测报告，与 5 月预测报告相比，6 月报告上调玉米产量，主要系印度种植气候条件良好，玉米单产提升驱动产量增长。(2) 供需情况：产量方面，2025/2026 年全球玉米产量环比调增 100 万吨至 12.66 亿吨。贸易方面，2025/2026 年全球玉米出口量环比调增 1 万吨至 1.96 亿吨。消费量方面，饲用消费环比调增 35 万吨至 8.02 亿吨，国内消费环比调增 136 万吨至 12.76 亿吨。库存方面，2025/2026 年期末库存环比调减 260 万吨至 2.75 亿吨。

大豆：2025/2026 年全球产量环比持平，消费量环比上调

(1) USDA 上调中国大豆期末库存量。为减少中美贸易摩擦对中国大豆的影响，中国增加进口巴西大豆。随进口大豆顺利通关，预计 2025/2026 年中国大豆库存量增加至 4488 万吨。(2) 供需情况：产量方面，预计 2025/2026 年度全球大豆产量为 4.27 亿吨，环比持平。贸易方面，2025/2026 年全球大豆出口量为 1.88 亿吨，环比持平。消费量方面，压榨量环比上调 13 万吨至 3.67 亿吨，国内消费环比上调 10 万吨至 4.24 亿吨。库存方面，2025/2026 年全球大豆期末库存环比调增 97 万吨至 1.25 亿吨。

小麦：2025/2026 年全球产量、消费量环比上调

(1) USDA 上调全球小麦产量。与 5 月报告相比，6 月报告上调小麦产量，主要系欧盟、摩洛哥、阿尔及利亚小麦单产提升，印度小麦收获面积扩大。(2) 供需情况：产量方面，2025/2026 年全球小麦产量环比调增 7 万吨至 8.09 亿吨。消费方面，2025/2026 年全球小麦饲用消费环比调增 35 万吨至 1.56 亿吨。贸易方面，2025/2026 年全球小麦进口量环比调增 128 万吨，出口量环比调增 134 万吨。库存方面，2025/2026 年全球小麦期末库存环比调减 297 万吨至 2.63 亿吨。

水稻：2025/2026 年全球产量、消费量环比上调

(1) USDA 上调全球水稻产量。与 5 月报告相比，6 月报告上调水稻产量，主要系印度水稻种植面积扩大及单产提升，印度水稻产量有望再获丰收。(2) 供需情况：产量方面，2025/2026 年全球水稻产量环比调增 287 万吨至 5.42 亿吨。消费方面，2025/2026 年全球水稻消费环比调增 232 万吨至 5.41 亿吨。贸易方面，2025/2026 年全球水稻进口量环比调增 28 万吨，出口量环比调增 90 万吨。库存方面，2025/2026 年全球水稻期末库存环比调增 276 万吨至 1.88 亿吨。

风险提示：自然灾害风险、气候变化风险、地缘政治风险、进出口政策风险。

【电力设备与新能源】欧洲电动车销量月报（2025 年 5 月）：持续复苏，5 月同比增速继续创年内新高——行业点评报告-20250617

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001 | 王嘉懿（联系人）证书编号：S0790123070003

2025 年 5 月欧洲 9 国新能源车销量 22.6 万辆，同比+36.2%

欧洲电动车市场在经历较为平淡的 2024 年后，2025 年开年呈现出明显的复苏趋势，5 月新能源汽车销量同比增速继续创年内新高。2025 年 5 月欧洲 9 国新能源车销量 22.6 万辆，同比+36.2%，新能源渗透率 27.0%，同比+6.8pcts。其中，BEV 销量 14.1 万辆，同比+28.2%；PHEV 销量 8.5 万辆，同比+52.1%。

(1) 德国：在前期低基数下，2025 年以来德国电车销量同比明显修复。大众集团的电动化转型促进了德国 BEV 市场发展。5 月，大众集团占据德国 BEV 市场 49.8% 的份额。据大众德国官网，大众集团为 ID 系列电车提供 3500-6000 欧元不等的价格折扣，目前持续至 2025 年 6 月 30 日（2024Q4 即存在此折扣）。2025 年 5 月德国 BEV 销量 4.3 万辆，同比+44.9%，占比 18.0%，同比+5.4pcts；PHEV 销量 2.5 万辆，同比+79.4%，占比 10.5%，同比+4.6pcts。

(2) 英国：制造商对新产品的折扣继续支撑市场，尤其是电动汽车。2025 年 5 月英国 BEV 销量 3.3 万辆，同比+25.8%；PHEV 销量 1.8 万辆，同比+50.8%。

(3) 法国：5 月法国汽车大盘以及电车市场均出现下滑。一方面是前期基数较高，2024 年法国电车市场受到了社会租赁计划的有效带动，该计划预计将于 2025 年 9 月回归，预计法国电车销量将在 9 月之后更为强劲。另一方面是部分车型仍在等待获取 2025 年补贴资格。2025 年 5 月法国 BEV 销量 1.9 万辆，同比-18.9%；PHEV 销量 0.82 万辆，同比-19.8%。

(4) 西班牙：各细分市场新车型的不断推出、品牌的促销活动、MOVES III 补贴计划以及购买电动汽车的 15% 个人所得税减免延长，共同推动电动化转型。西班牙也正希望吸引相关投资，并致力于成为投资中心。

投资建议

欧盟议会投票通过碳排放考核修正案，原计划于 2025 年收紧碳排放考核目标，改为考核 2025-2027 年三年的平均值，时间线上有所延缓但总体趋势不变。且各车企此前为应对即将收紧的考核要求，陆续推出新一代纯电平台，新车型有望带动欧洲电车市场放量。投资建议：（1）锂电池：推荐宁德时代、亿纬锂能、欣旺达；受益标的中创新航、国轩高科；（2）锂电材料：推荐湖南裕能；中伟股份、华友钴业；星源材质、恩捷股份；受益标的富临精工、万润新能；容百科技、当升科技、厦钨新能、华友钴业；星源材质、恩捷股份；天赐材料、新宙邦；天奈科技；（3）锂电结构件：受益标的科达利、铭利达、敏实集团、和胜股份；（4）电源/电驱系统：推荐威迈斯、富特科技；受益标的黄山谷捷；（5）汽车安全件：受益标的中熔电气、浙江荣泰。

风险提示：欧洲宏观经济增速不及预期、竞争加剧导致盈利能力下降风险。

【银行】谨慎乐观看待零售风险，新规过渡尚存调整空间——行业深度报告-20250617

刘呈祥（分析师）证书编号：S0790523060002 | 丁黄石（分析师）证书编号：S0790524040004

上市银行不良认定力度未减，风险新规过渡期临近其冲击或可控

当前上市银行不良率保持平稳，但国有行逾期指标反弹，部分农商行关注率上行，主要源于小微及零售业务风险的抬升。测算部分银行不良生成仍呈压力，同时其 90 天以上逾期贷款偏离度上升，市场担忧其不良认定有所放松，但我们认为当前不良新生主要来自于个贷，受脱期法不良认定的影响，该指标的上行仅反映了零售不良占比的提升，无法与不良确认力度简单挂钩。此外，《商业银行金融资产风险分类办法》将与 2025 年结束过渡期，股份行、城商行已减值贷款率仍显著高于不良贷款率，考虑到年内完成整改将大幅影响其利润表，故过渡期内不良与减值认定标准能否统一仍存疑，不排除压力较大的银行寻求监管豁免，或内部调整已减值贷款的认定标准，以此避免年内拨备计提的压力，故减值贷款归入不良对利润表的冲击或小于市场预期。

对公业务风险持续修复，仍可对国有行零售资产质量保持谨慎乐观

当前企业经营仍处偏弱阶段，而对公信贷风险仍持续修复，我们认为这是政策支持以及银行自身风险机制的成效体现。但仍需看到国有行租赁商服、批发零售以及建筑业不良率仍有抬升，此外部分城、农商行房地产不良率反弹力度较大。零售风险除个别银行边际有所修复外，其余银行零售不良率均上升，其中国有行零售不良上升幅度显著，但我们认为仍可对其资产质量保持乐观：一方面，国有行零售不良率绝对水平在上市银行中仍处低位，其零售不良更易收回，现阶段缺乏以低价处置的动力，故风险暴露更加充分；另一方面，国有行零售客群收入稳定性更强，未来当个人还款能力改善时，其资产质量亦将显著修复。

已减值贷款拨贷比大幅提升，四大行拨备指标更具确定性

2024 年开始上市银行已有主动调降拨备迹象，但并非均贡献盈利，部分、城农商行拨备覆盖率大幅下降，但贷款减值损失反而拖累盈利。与之相反，国有行拨备覆盖率略降同时贷款减值损失仍可贡献业绩。同时我们测算未来上市银行拨备覆盖率指标呈分化趋势，四大行相对稳定，主要源于四大行拨备影响因素（不良生成、目标不良率、拨备计提力度）三者之间更具协调性，可维持长期动态平衡。此外，我们观察到银行拨备计提行为发生变化，第一、二阶段拨贷比下降，第三阶段（已减值）贷款拨贷比大幅上升，这反映了银行不良贷款拨备计提力度的提升，赋予了银行更高的安全边际。

投资建议

1、国有行零售风险可控，其以清收手段有限处置不良赋予其较高的拨备调节能力，影响拨备因素协调性更佳，拨备指标更具确定性；2、部分股份行已减值贷款拨贷比高，具有安全边际优势，零售不良率改善下，存量风险有出清迹象；3、个别城、农商行在信用下沉同时，仍可通过少计提拨备来保持盈利增长。推荐中信银行，受益标的农业银行、建设银行、招商银行、杭州银行、渝农商行。

风险提示：宏观经济下行、房价下降超预期、海外经济不确定性外溢。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

¹ 根据新凤鸣 2024 年三季报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团有限责任公司控股孙公司共青城胜帮投资管理有限公司持有新凤鸣 5.43% 的股份。尽管开源证券与共青城胜帮投资管理有限公司分别属于陕西煤业化工集团有限责任公司的控股子公司和孙公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对共青城胜帮投资管理有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与新凤鸣不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn