

首席周观点：2025 年第 22 周

2025 年 5 月 29 日

首席观点

周度观点



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：2024 年电子板块迎来复苏，2025 一季度营收利润同环比均实现快速增长

电子板块 25Q1 基金持仓占比降低，基金重仓九成成为半导体行业标的。2024 年 Q4 基金持有电子行业总市值为 9308.48 亿元，占流通 A 股市值比重为 8.06%，较 2024Q3 电子行业持股市值/流通 A 股的 5.76%，环比提升。2025 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分别为：中芯国际、立讯精密、寒武纪、海光信息、北方华创、中微公司、澜起科技、兆易创新、韦尔股份、芯原股份，其中半导体领域的标的占比高达 90%；基金持仓市值/流通市值占比前十的公司分别为：茂来光学、海光信息、拓荆科技、中芯国际、纳芯微、澜起科技、峰昭科技、思特威、中科蓝讯和晶晨股份。2025 年 Q1 电子板块基金加仓位列前十的公司分别为：聚辰股份、隆利科技、蓝黛科技、锆威特、威尔高、波长光电、晶方科技、一博科技、泰凌微和海能实业。

年初至 2025 年 5 月 9 日，电子行业指数（中信）上涨 2.77%。截至 2025 年 5 月 9 日收盘，电子行业指数（中信）跑赢沪深 300 指数与创业板指数，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 5 月 9 日，电子行业指数（中信）上涨 2.77%，沪深 300 指数上涨 0.67%，创业板指下跌 2.36%。2025 年初至 2025 年 5 月 9 日，电子板块指数涨幅在全行业指数（中信）中居中。

2024 年电子板块迎来复苏，2025 一季度营收利润同环比均实现快速增长。2024 年电子行业实现营业收入 34801.15 亿元，同比增长 17.4%，实现归母净利润 1379.13 亿元，同比增长 35.85%。25Q1 电子行业实现营收 8641.17 亿元，同比增长 17.97%、环比下降 14.57%，实现归母净利润 367.35 亿元，同比增长 29.76%、环比增长 23.42%，一季度同环比均实现快速增长。分板块来看，2024 年半导体市场迎来复苏，数字芯片设计以及半导体设备增速亮眼；预计 2025 年半导体市场将延续前一年的强势增长势头。元件板块 2025Q1 延续营收利润双增长，PCB 一季度利润高增。24 年光学光电子板块利润扭亏为盈，一季度部分面板产品价格上涨，25Q1 光学光电子板块归母净利润同比增长 249.24%。消费电子板块 2024 年业绩迎来恢复增长，2025Q1 延

续复苏态势。电子化学品板块国产化进程将加快，电子化学品板块 2025Q1 归母净利润同比增长 21.68%。

投资建议：当前电子行业呈现市场信心逐步回暖与竞争格局加剧并行的态势，持续看好海外压力下的自主可控。（1）上游供应链国产替代的半导体设备、零部件以及材料等，推荐江丰电子，受益标的：北方华创、中微公司、拓荆科技等（2）AIOTSoC 芯片相关受益标的：乐鑫科技、恒玄科技、瑞芯微等。（3）AI 发展带来的算力需求，算力芯片相关受益标的：寒武纪、海光信息等。

风险提示：业绩不及预期风险，行业竞争加剧，中美贸易摩擦加剧

参考报告：《电子行业：2024 年电子板块迎来复苏，2025 一季度营收利润同环比均实现快速增长》，2025-5-23



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 2024 年报综述（二）：行业利润质量已现质变，板块配置属性显现增强

有色金属板块年内上涨，但涨幅弱于大盘。从指数角度观察，2024 年有色金属板块回报率整体弱于大盘表现。至 2024 年底，申万有色行业指数较年初上涨 3%，而沪深 300 指数同期上涨 16.2%，跑输 13.2pct。纵观全年，有色行业指数最大涨幅于 5 月 20 日达到（+18.8%），随后受季节性低迷、经济不确定性加强及政策真空期影响，有色行业指数持续下滑至负数区间。而在 9 月底，由美联储降息标志的全球降息周期开启，有色指数重新开始上行趋势。从市值角度观察，2024 年有色行业市值上涨 7.2%至 2.67 万亿元，而 A 股总市值上涨 11.6%至 78.98 万亿元，有色市值占比由年初的 3.52%降至年底的 3.38%。

有色金属行业盈利增强，子板块表现分化。盈利能力方面，各板块毛利率变动趋势分化明显。子板块毛利率的变化与对应主产品价格的变化趋势一致，显示供需状态所对应的金属价格因素对相关子板块及公司的景气度具有决定性作用。其中，工业金属与贵金属行业毛利率均有效改善，分别+1.48pct 及+1.16pct 至 8.55%及 12.95%；小金属及金属新材料行业毛利率基本稳定，分别-0.27pct 及-0.42pct 至 13.64%及 14.53%。而能源金属行业毛利率大幅下滑，报告期内该数据下降 10.78pct 至 19.35%。

回报能力方面，行业有效回报能力实质性提升。行业股息率由 2020 年的 0.54%升至 1.97%，现金分红总额同期由 101.79 亿元增至 483.61 亿元。分子板块观察，子板块回报能力变动与盈利能力变动趋势相同。其中，工业金属股息率由 2023 年的 1.91%升至 2024 年的 2.23%，贵金属股息率同期由 1.01%升至 1.44%，小金属股息率由 1.21%升至 1.26%，金属新材料股息率由 0.93%升至 1%，而能源金属股息率由 3.61%降至 2.97%。

有色行业集中度提升，盈利能力分化。从营收观察，2024 报告期内有色行业营收前十公司合计实现营收 19791 亿元，同比增长 7%，对应营收 CR10 由 56% 升至 57%。从净利润观察，行业利润集中度明显提升。本期有色行业净利润前十公司合计实现净利润 1124 亿元，对应净利润 CR10 由 45% 升至 64%。前十公司合计净利润本期同比增长 39%，远高于行业总净利润增速（-1%），显示头部公司盈利能力的实际强化及中小企业盈利水平的弱化。从净利率角度观察，上游矿采选行业盈利能力更强。

金属行业配置创新高，但四季度高位波动。有色金属行业基金持仓比例显著攀升，但 24 年呈现高位波动态势。近五年，有色金属基金持仓比例持续增长，由 20Q1 的 1.29% 增至 24Q1 的 5.43% 历史新高。其中，受供需结构偏紧及地缘政治风险加剧影响，市场预期有色行业在 24 年将较 23 年的业绩增速底部抬升（23 年营收+1.5%，归母净利润-25.21%），24Q1 有色持仓比例环比提升了 1.52PCT。至 24Q4，美联储降息预期落地，叠加经济疲软及下游需求偏弱（CPI、PPI 环比持续下滑），四季度持仓比例明显回落至 2.85%。分子板块观察，工业金属与贵金属与有色行业整体变化趋势相同，均在年内持仓占比创下新高后于四季度明显回落。其中，工业金属年内持仓比例由 23Q4 的 2.09% 最高升至 24Q2 的 3.79%（铜增幅最为明显，同期由 1.54% 升至 2.92%），但于 24Q4 回落至 1.82%；贵金属年内持仓比例由 23Q4 的 0.66% 最高升至 24Q2 的 0.78%（黄金同期由 0.66% 增至 0.95%），后于 24Q4 降至 0.40%。金属与金属新材料板块基本维持稳定，分别由 23Q4 的 0.29% 降至 24Q4 的 0.22%，和由 0.14% 降至 0.11%。能源金属受锂行业产能过剩、价格下行影响，持仓比例持续近三年的下滑趋势，由 23Q4 的 0.73% 降至 24Q4 的 0.30%。

2025 年一季度，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。

展望 2025 年，铜、金、稀土配置属性显现增强。铜板块方面，全球铜供需结构仍维持偏紧状态，25 年的 TC 长协价格已经降至 21.25 美元/吨（同比-73.4%），冶炼厂利润空间大幅压缩或导致减产风险攀升。叠加新质生产力发展下消费的持续扩张，及后续降息扩表带来的铜金融属性强化，铜价呈现韧性特征，铜行业配置属性有望持续优化。黄金方面，特朗普政府政策的高度挥发令 2025 年全球经济政策不确定性创近 30 年最高，而地缘政治风险指数亦触及近 125 年来绝对高位，黄金避险溢价延续正态化发酵。另一方面，黄金资本属性持续加强下的央行购金逻辑趋势性强化，实物持仓 ETF 市场规模受益于利差结构的回归而进入净流入状态，黄金供需属性强化将推动价格延续易涨难跌态势，黄金行业高景气度或将延续。稀土方面，25Q1 稀土板块配置比例已明显增强，同期公募基金持股比例升至 0.08%，环比增长 33%，显示资金对稀土行业结构性强化的预期。而从行业相关产品的实际价格表现观察，镨钕等主要稀土产品价格年内均有上涨，其中金属镨价格较 24 年底+6% 至 56.75 万元/吨，同期金属钕价格+7% 至 56 万元/吨。受益于产品价格上行，25 年一季度北方稀土、中国稀土等稀土企业业绩均大幅改善。考虑到行业供给侧改革稳步推进，叠加国家稀土出口管制工作、

打击战略矿产走私出口专项行动等持续展开，2025 年稀土行业配置属性已明显加强。

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 2024 年报综述：行业利润质量已现质变，板块配置属性显现增强》，2025-5-15



莫文娟 | 东兴证券能源首席分析师

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

石油石化行业：WTI 原油价涨，炼油厂可运营产能利用率提升

Brent 原油价月环比下跌，WTI 原油价环比上涨，ESPO 原油现货价上涨。截至 5 月 16 日，Brent 原油期货结算价和现货价分别为 65.41 美元/桶和 64.53 美元/桶，环比上月下跌 0.67% 和 0.22%；WTI 原油期货结算价和现货价格分别为 62.49 美元/桶、61.62 美元/桶，环比上月分别涨 0.03%、0.47%；ESPO 原油现货价格为 60.80 美元/桶，环比上月上涨 0.41%。

OPEC、国内原油现货价下跌。4 月，OPEC 原油现货价格为 68.98 美元/桶，环比下跌 6.78%；中国原油现货月度均价（大庆）为 64.03 美元/桶，环比下跌 8.15%，中国原油现货月度均价（南海）为 57.19 美元/桶，环比下跌 9.13%，中国原油现货月度均价（胜利）为 63.24 美元/桶，环比下跌 7.96%。

美国，炼油厂可运营产能利用率提升；成品车用汽油及蒸馏燃料油产品的供应量环比下降；库存量月环比降低。截至 5 月 16 日，美国炼油厂可运营周平均产能利用率为 90.70%，环比上月上涨 2.60 个百分点。美国周成品车用汽油：供应量为 8644 千桶/天，环比上月下降 770 千桶/天，降幅为 8.18%；库存量为 225522 千桶，月环比降低 4021 千桶，降幅为 1.75%。美国蒸馏燃料油产品：供应量为 3412 千桶/天，环比上月下降 491 千桶/天，降幅为 12.58%；库存量为 104132 千桶，环比上月下降 2746 千桶，降幅为 2.57%。

美国原油进口增加；中国原油进出口数量均下降，且出口量降幅明显。4 月，美国原油进口数量均值为 6038.00 千桶/日，环比上月上升 5.02%；出口数量月度均值为 4003.50 千桶/日，环比上月跌 2.50%。4 月，中国原油进口数量为 4806.00 万吨，环比上月下降了 335 万吨，降幅为 6.52%；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 原油价月环比下跌，WTI 原油价环比上涨，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；成品车用汽油及蒸馏燃料油产品的供应量和库存量环比上月下降。4 月，美国原油进口数量月环比上升，出口数量环比下降；中国原油进出口数量均下降，且出口量降幅明显。

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：WTI 原油价涨，炼油厂可运营产能利用率提升》，2025-5-27



林瑾璐 | 东兴证券银行首席分析师

S1480519070002, 010-66554130, 15692169289@163.com

银行业：信贷需求改善仍待观察，利率中枢下行板块配置价值仍突出

4 月社融同比新增，体现财政政策积极前置发力；1-4 月银行信贷投放力度较大，4 月单月信贷新增受 3 月冲量后回落和隐债置换影响，结构上以票据融资为主，也一定程度反映有效信贷需求仍不足；一方面居民按揭贷款需求尚需楼市企稳基础稳固的支撑；另一方面，对公贷款增长受隐债置换影响，企业融资需求仍需进一步观察，预计下半年将反映一系列稳增长政策效果。

（一）4 月社融同比多增源于政府债支撑。4 月社融新增 1.16 万亿，同比+1.2 万亿，主要是政府债券融资同比约+1.1 万亿，体现财政政策更加积极，力度加大，节奏前置。考虑到近期已启动发行中央金融机构注资特别国债和 1.3 万亿支持“两重两新”的超长期特别国债，二季度和三季度将是发行高峰，后续社融增长继续有支撑。当前存量社融同比增速 8.7%，有望维持平稳。此外，4 月企业债券融资 2340 亿。同比+600 多亿，体现 4 月债券利率进一步下行为企业债券发行带来契机。

（二）考虑隐债置换和 3 月信贷冲量后回落，4 月信贷投放力度较大，结构上以企业票据贴现为主，一定程度反映实际信贷需求未明显改善。4 月人民币贷款单月新增 2800 亿，同比-4500 亿；但从前四个月来看，人民币贷款累计新增 6.14 万亿，同比仅少增 2300 亿。去年四季度以来，地方政府已发行超过 3 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。考虑隐债置换和冲量因素，4 月信贷新增回落，但银行投放力度维持较大。

企业信贷新增以票据贴现为主。4 月非金企业贷款新增 6100 亿，同比少增 2500 亿，其中短贷减少 4800 以，中长贷新增 2500 亿，票据贴现新增 8341 亿，结构上增量以票据融资为主，体现企业有效信贷需求未显著回暖。

居民短贷新增受监管整改影响，按揭早偿有所改善。短贷环比大幅下降且同比下降约 500 亿，体现了监管对消费贷定价整改影响；居民中长贷环比下降但同比多增 435 亿，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。

（三）M2 同比增 8.0%，增速回升主要是上年手工补息导致非银存款流失的低基数影响，4 月非金融机构存款新增 1.57 万亿，同比多增 1.9 万亿。M1 同比增 1.5%，增速维持低位。4 月存贷款增速差回正，是地方化解隐债置换贷款、上年同期存款增速阶段性走低和当前信贷需求未显著回升的综合体现。展望来看，前两者是阶段性因素且影响将逐步弱化，银行债券

配置需求仍主要取决于一系列政策落实下的有效信贷需求改善情况。

投资策略：当前来看，银行信贷增长较平稳，存款增速回升，价格方面，信贷投放利率继续走低，存款定期化趋势未根本性扭转，量平价降对净利息收入增长继续带来压力。展望后续，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、存款挂牌利率进一步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。建议关注两条投资主线：（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：《财政前置发力支撑社融同比多增，信贷受隐债置换和 3 月冲高回落影响》，2025-5-15



曹奕丰 | 东兴证券交运分析师

S1480519050005, 021-25102903, caoyifengwx@163.com

交运行业：快递 4 月数据点评：通达系单价继续下探，但“以价换量”效果或开始减退

4 月全国快递服务企业业务完成量 163.15 亿件，同比增长 19.1%。行业处于淡季，需求端偏弱，导致虽然通达系单价下探，但件量增速依旧环比略降。分类型看，4 月同城件业务量同比增长 8.4%，异地件业务量增长 20.0%。

顺丰业务量近期明显增长，4 月顺丰业务量增速提升至 30.0%，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。4 月顺丰市场份额同比提升 0.7pct。通达系中，圆通、申通增速高于行业均值，其中圆通增

速较高,可以看出圆通近期对于市场份额的诉求较为强烈,4月圆通市场份额同比提升0.8pct;韵达虽然单价还在下探,但业务量增速低于行业均值,市场份额下降0.7pct。

价格方面,价格竞争依旧激烈。申通、韵达与圆通4月单票收入同比降幅分别为3.9%、6.8%和7.0%。环比看,申通、韵达与圆通4月单票收入分别环比下降0.04元、0.05元和0.04元/票,其中韵达单票收入水平再创新低,申通也已经很接近21年8月时1.95元/票的最低值,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激烈度还在提升。顺丰4月单票收入同比下降13.9%,环比下降2.4%,我们认为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。

从通达系4月的表现来看,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,表现为件量增速与单票收入双降。在价格战烈度持续提升的情况下,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可能已经较为有限。若低价件领域由增量市场向存量市场转变,则行业中长期的竞争逻辑或将有所改变。但即使行业需求端发生一定变化,价格战在近期出现缓和的概率也不大。考虑到行业龙头需要通过持续的价格战将自身竞争优势转化为市场份额,我们预计价格竞争激烈度在未来几个月还会维持较高水平。

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4月数据点评:通达系单价继续下探,但“以价换量”效果或开始减退》, 2025-5-20

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法律责任。

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