



2025年05月26日

晨会纪要20250526

证券分析师:

姚星辰 S0630523010001

yxc@longone.com.cn

联系人:

吴康辉

wkh@longone.com.cn

联系人:

李嘉豪

lijiah@longone.com.cn

重点推荐

- 1.供给与价格传导, 关注中游制造环节——资产配置周报 (2025/05/19-2025/05/23)
- 2.产能加快调整, 2025年奶价有望企稳——乳制品行业深度报告

财经要闻

- 1.特朗普表示或将对欧盟征收50%的关税
- 2.日本4月核心CPI同比升3.5% 超出预期
- 3.中国人民银行与印度尼西亚银行签署《关于建立促进双边交易本币结算合作框架的谅解备忘录》
- 4.李强同印度尼西亚总统普拉博沃会谈
- 5.李强主持召开国务院常务会议

正文目录

1. 重点推荐	3
1.1. 供给与价格传导，关注中游制造环节——资产配置周报（2025/05/19-2025/05/23）	3
1.2. 产能加快调整，2025 年奶价有望企稳——乳制品行业深度报告	4
2. 财经新闻	6
3. A 股市场评述	7
4. 市场数据	8

1.重点推荐

1.1.供给与价格传导，关注中游制造环节——资产配置周报 (2025/05/19-2025/05/23)

证券分析师：王鸿行，执业证书编号：S0630522050001；证券分析师：谢建斌，执业证书编号：S0630522020001；证券分析师：刘思佳，执业证书编号：S0630516080002；
证券分析师：张季恺，执业证书编号：S0630521110001

联系人：陈伟业，cwy@longone.com.cn

投资要点

全球大类资产回顾。5月23日当周，全球股市多数收跌，港股表现逆势走强；主要商品期货中黄金、铜收涨，铝、原油收跌；美元指数下跌，非美货币升值。1) 权益方面：恒生指数 > 英国富时 100 > 沪深 300 指数 > 深证成指 > 上证指数 > 德国 DAX30 > 恒生科技指数 > 创业板指 > 科创 50 > 日经 225 > 法国 CAC40 > 道指 > 纳指 > 标普 500。2) 原油价格震荡调整，OPEC+预期7月再度增产，缓解地缘局势紧张对油价带来的影响。3) 工业品期货：南华工业品价格指数下跌，炼焦煤、水泥、混凝土、螺纹钢皆小幅回落；高炉开工率环比下跌 0.46pct；乘用车日均零售 5.18 万辆，环比下跌 0.73%，同比上升 12.00%；BDI 环比下降 3.46%。4) 国内利率债收益率分化，全周中债 1Y 国债收益率下跌 0.27BP 至 1.45%，10Y 国债收益率上行 4.15BP 收至 1.7208%。5) 全球国债收益率普遍上行，长期限上行幅度更大，收益率曲线陡峭化。2Y 美债收益率当周上行 2BP 至 4.00%，10Y 美债收益率上行 8BP 至 4.51%；10Y 德债收益率上行 5BP；10Y 日债收益率上行 10.7BP 至 1.57%。6) 美元指数收于 99.12，周下跌 1.84%；离岸人民币对美元升值 0.52%；日元对美元升值 2.33%。

国内权益市场。至5月23日当周，风格方面，周期 > 消费 > 金融 > 成长，日均成交额为 11388 亿元（前值 12325 亿元）。申万一级行业中，共有 10 个行业上涨，21 个行业下跌。其中，涨幅靠前的行业为医药生物（+1.78%）、综合（+1.41%）、有色金属（+1.26%）；跌幅靠前的行业为计算机（-3.02%）、机械设备（-2.48%）、通信（-2.31%）。

供给与价格传导，关注中游制造环节。5月23日，美国总统针对欧盟和苹果公司的新关税威胁言论，市场或将迎来新的动荡。根据“预览”数据，标普全球美国 PMI 综合产出指数从 4 月份的 50.6 上升至 5 月份的 52.1；与此同时标准普尔 PMI 显示美国有记录以来最大的制造业投入库存增加，说明美国的主动补库存过程。国内 4 月份规上工业加工原油同比下降 1.4%，3 月份为增长 0.4%；4 月国内粗钢产量同比持平，1-4 月累计产量同比增长 0.4%；说明国内仍为去库存过程，对上游的基础原料的支撑力度较弱，但对下游有望供给收缩。我们认为 5-6 月份国内的经济刺激政策出台较为集中，引导消费预期向好，经济数据有望逐渐向好，以对冲出口潜在下行的风险。中间制造业有望受益原料成本下降，关注下游补库存，以及行业龙头对价格的传导能力。

利率与人民币汇率。5月23日当周，税期走款及政府融资力度扰动资金面，央行相应加大投放力度。短期资金利率先降后升。同业存单收益率亦对税期资金面有所反应。新一轮存款降息可能对中期资金产生扰动，但考虑到当期央行的态度较 Q1 更为温和，存款脱媒对

资金面利率的影响预计很难达到 Q1 的高度。本轮宽松货币政策暂告一段落，国债收益率略有上行。Q2 稳增长压力缓解，政策进入观察期，意味着利率下行空间或有限。同时，在内需偏弱、外需承压的长期背景下，利率上行动力也不强。下周市场可能因特朗普政府关于欧盟关税的强硬态度有所反应。美债方面，赤字担忧与通胀粘性推高收益率至 2023 年 10 月以来的高位。短期美债投资情绪仍然脆弱，关注长端收益率可能面临的极端考验。人民币对美元升至 7.20 下方，后续国际资金流动、关税影响、央行干预等多空力量或逐步趋于均衡，预计人民币汇率在 7.20 左右波动。

风险提示：周度基金仓位为预估，存在偏差风险；关税政策存在不确定性；特朗普政策不确定性；国内价格走弱的影响等。

1.2. 产能加快调整，2025 年奶价有望企稳——乳制品行业深度报告

证券分析师：姚星辰，执业证书编号：S0630523010001，yxc@longone.com.cn

投资要点：

原奶价格周期：产能、需求、进口等多因素影响。原奶价格具有周期性，当期原奶价格影响牧场养殖利润，养殖利润进一步影响产能，形成奶价 > 养殖利润 > 产能 > 奶价的周期循环。大包粉进口量和价格也对供给端产生影响。宏观经济、人口结构等因素决定需求变化。此外，重大公共事件扰动原奶需求，扩大涨跌幅度。2008 年以来，原奶价格经历了 3 轮下行周期，2 轮上行周期。2008 年，受到三聚氰胺事件的影响奶价下行。2009 年 8 月-2014 年 2 月，国际奶价上行，乳业各类监管加强，消费信心提振，乳制品需求复苏，带动国内奶价上涨。2014 年 3 月-2018 年 8 月，需求偏弱，国际奶价下跌，进口量增加，国内原奶价格回落。2018 年 9 月-2021 年 8 月，消费者健康意识提升催化乳制品需求，加上此前奶牛存栏大幅去化，奶价上行。2021 年 9 月开始，需求走弱，产量回升，原奶价格连续下跌超过 3 年。

行业亏损严峻，奶牛产能延续去化趋势。2024 年以来，生鲜乳价格走低导致牧场亏损严重，产能持续去化。根据国家统计局，2024 年原料奶总产量 4079 万吨，同比减少 2.8%，据农业农村部监测数据，2024 年全国荷斯坦奶牛存栏量同比-4.5%，奶牛存栏自 2024 年 3 月开始环比下降，截至 2024 年末，全国奶牛存栏量已调减至 2023 年 7 月水平。2025 年 1 月份，奶牛存栏量同比-4.8%，奶牛存栏持续适应性回调。2024 大型牧业集团奶牛存栏增速开始放缓或出现下滑，中小牧场存栏出现不同幅度的下降。预计 2025 年奶牛存栏加快调整节奏。

2025 年展望：奶价下半年有望逐步企稳。本轮奶价调整周期超过 3 年，行业亏损面超 80%，较上一轮周期更为严峻。国际贸易的不确定性加上天气干旱的影响，饲料价格中枢或将抬升，预计短期行业亏损延续。目前奶牛养殖全成本仍在生鲜乳价格之上，奶牛养殖企业经营承压，国内生鲜乳产量稳中趋降，国内外奶价倒挂进一步降低进口量，供给压力有望逐步缓解。消费方面，随着生育补贴、消费券、学生奶推广等各项政策利好的落地，预计乳制品需求边际回暖。随着原奶供需格局改善，2025 年下半年国内原奶价格有望逐步企稳。

奶价与乳企股价复盘。(1) 奶价的波动与上游牧业公司股价波动具有高度相关性。从历史复盘来看, 牧业公司股价弹性远高于奶价涨幅, 且随着市场对周期规律的认知提升, 股价开始先于奶价提前反应。若奶价进入上行周期, 上游牧业公司直接受益, 业绩端有望快速增长。(2) 奶价与下游乳企的股价波动相关性更多体现在业绩的驱动。乳企自身产品结构的升级、收并购事件、消费增长预期等也对股价产生重要影响。奶价上行期, 成本压力增加, 头部乳企对上游奶源具有一定议价权, 同时, 乳企通过产品提价以及调整产品结构的方式转移成本压力, 盈利能力提升, 股价上行。奶价下行期, 费用投放增加, 一体化布局比例较高的乳企更易受原奶喷粉减值的影响, 盈利能力下降, 股价下行。随着奶价拐点的到来, 预计乳企资产减值减少, 毛销差进一步提升, 盈利能力有望持续改善。

投资建议: 预计今年上游牧场产能仍处于调整和去化过程中, 方向明确。在政策推动下, 行业渗透率仍有提升空间, 叠加下半年双节对需求的拉动, 预计今年下半年原奶供需趋于平衡, 奶价有望逐步企稳。若奶价进入上行周期, 则牧业公司业绩端有望快速增长, 估值仍有提升空间。建议关注头部牧业公司现代牧业和优然牧业。奶价企稳后带动下游乳企盈利能力提升, 行业竞争格局改善。建议关注头部乳企伊利股份及低温业务迅速增长的新乳业等。

风险提示: 原材料供应风险, 产品质量风险, 产能去化不及预期, 宏观需求低于预期。

2. 财经新闻

1. 特朗普表示或将对欧盟征收 50% 的关税

美国总统特朗普表示与欧盟的谈判进展缓慢；美国不能在欧盟销售汽车很“不好”，不寻求达成协议，6月1日起对欧盟征收50%关税；如果他们在这里建工厂，可以讨论延期。

(信息来源: Wind)

2. 日本 4 月核心 CPI 同比升 3.5% 超出预期

日本 4 月核心 CPI 同比升 3.5%，预期升 3.4%，前值升 3.2%；全国 CPI 同比升 3.6%，预期升 3.5%，前值升 3.6%，环比升 0.4%，前值升 0.3%。

(信息来源: Wind)

3. 中国人民银行与印度尼西亚银行签署《关于建立促进双边交易本币结算合作框架的谅解备忘录》

5月25日，中国人民银行行长潘功胜与印度尼西亚银行行长佩里·瓦吉约签署了《中国人民银行和印度尼西亚银行关于建立促进双边交易本币结算合作框架的谅解备忘录》。将双方本币结算合作范围从经常账户和直接投资扩展至包括资本和金融账户的全部交易，在两国法律法规允许的范围内促进支付联结，进一步推动本币在双边交易和投资中的使用，促进两国货币金融市场合作。

(信息来源: 央行)

4. 李强同印度尼西亚总统普拉博沃会谈

5月25日上午，国务院总理李强在印度尼西亚总统府同印尼总统普拉博沃举行会谈。李强表示，中方愿与印尼深化“一带一路”高质量合作，打造雅万高铁等标志性项目，推进“区域综合经济走廊”和“两国双园”建设，拓展贸易、投资、金融、新能源、数字经济等领域合作，扩大人文交流，便利人员往来，加强民生合作。

他指出，面对单边主义和保护主义，中方愿与印尼等发展中国家弘扬和平共处五项原则和万隆精神，落实三大全球倡议，坚持多边主义与自由贸易，推动世界多极化和经济全球化，维护共同利益，促进地区与全球稳定发展。

(信息来源: 中国政府网)

5. 李强主持召开国务院常务会议

国务院总理李强5月23日主持召开国务院常务会议，审议通过《制造业绿色低碳发展行动方案（2025 - 2027 年）》。会议强调制造业绿色低碳发展趋势，推动绿色科技创新和技术推广。推进传统产业绿色转型，应用先进装备升级。引领新兴产业高起点绿色发展，推广清洁能源和绿色产品，提升资源循环利用。加强技术攻关，完善标准和政策，支持企业转型升级。

(信息来源: 中国政府网)

3.A 股市场评述

表1 行业涨跌幅情况

行业涨跌幅前五			
行业	涨幅前五 (%)	行业	跌幅前五 (%)
乘用车	2.18	专业连锁II	-2.98
贵金属	1.50	文娱用品	-2.81
橡胶	1.26	休闲食品	-2.55
医疗服务	0.66	其他电子II	-2.36
医疗器械	0.62	出版	-2.36

资料来源：同花顺，东海证券研究所

4.市场数据

表2 市场表现

2025/05/23	名称	单位	收盘价	变化
资金	融资余额	亿元,亿元	17968	-21.05
	逆回购到期量	亿元	1065	/
	逆回购操作量	亿元	1425	/
国内利率	1 年期 MLF	%	2	/
	1 年期 LPR	%	3	/
	5 年期以上 LPR	%	3.5	/
	DR001	%,BP	1.5652	8.84
	DR007	%,BP	1.5860	2.00
国外利率	10 年期中债到期收益率	%,BP	1.7208	0.22
	10 年期美债到期收益率	%,BP	4.5100	-3.00
	2 年期美债到期收益率	%,BP	4.0000	0.00
股市	上证指数	点,%	3348.37	-0.94
	创业板指数	点,%	2021.50	-1.18
	恒生指数	点,%	23601.26	0.24
	道琼斯工业指数	点,%	41603.07	-0.61
	标普 500 指数	点,%	5802.82	-0.67
	纳斯达克指数	点,%	18737.21	-1.00
	法国 CAC 指数	点,%	7734.40	-1.65
	德国 DAX 指数	点,%	23629.58	-1.54
	英国富时 100 指数	点,%	8717.97	-0.24
	美元指数	/,%	99.1235	-0.82
外汇	美元/人民币(离岸)	/,BP	7.1725	-323.00
	欧元/美元	/,%	1.1348	0.60
	美元/日元	/,%	142.62	-0.89
国内商品	螺纹钢	元/吨,%	3046.00	-0.42
	铁矿石	元/吨,%	718.00	-1.24
国际商品	COMEX 黄金	美元/盎司,%	3357.70	1.90
	WTI 原油	美元/桶,%	61.53	0.54
	LME 铜	美元/吨,%	9614.00	0.99

资料来源：同花顺，东海证券研究所

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
网址：Http://www.longone.com.cn
座机：(8621) 20333275
手机：18221959689
传真：(8621) 50585608
邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
网址：Http://www.longone.com.cn
座机：(8610) 59707105
手机：18221959689
传真：(8610) 59707100
邮编：100089