

2025 年 5 月 23 日 星期五

分析师推荐

【东兴策略】总量双周报：结构性行情继续演绎（20250522）

宏观：5 月 7 日，人民银行降准 50bp，降政策利率 10bp，降结构性贷款和住房贷款利率 25bp。国家通过共同担保等多样化增信措施，提高市场对科创类债券的需求，保证科创类债券的顺利发行。股权方面，证监会将发布措施进一步畅通科创企业股权融资的一级二级渠道。金融稳定局将发起设立金融资产投资公司的主体扩展至符合条件的全国性商业银行，进一步拓宽科创企业的融资渠道。

A 股策略：指数有望维持强势震荡的前提下，建议维持较高仓位，可积极参与与市场结构性投资的机会。在 2 季度存在业绩压力的预期下，对于低估值板块可逢低布局，一旦进入 6 月之后，市场开始重新回归业绩预期，低估值板块有望迎来恢复性反弹。

债券市场：整体来看，国内外基本面的基础仍不牢靠，使得二季度国内的对冲政策进一步发力。当前降准降息落地，债市定价权重向基本面倾斜，短期内利率债或维持窄幅震荡。中长期维度，内外需求不足，切实降低实际利率水平的货币政策仍将是重要一环。策略上，建议 10Y 国债在 1.60%-1.70% 区间波段交易；短端利率债胜率较高；久期中性。

银行：资产荒矛盾依然存在，银行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，对银行板块有加大配置需求。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，具备区位优势和业绩释放空间的优质区域行。

地产：中办、国办近日印发《关于持续推进城市更新行动的意见》，提出八方面主要任务。投资建议：我们建议短期关注政策增量落地带来的估值修复机会，中长期聚焦具备核心城市优质产品资源和不动产运营能力的龙头企业。推荐保利发展、新城控股；华润置地、龙湖集团等也有望受益。

非银：近两周权益市场交易活跃度保持平稳。随着国家促进内需增长、提振消费的多项举措未来逐步落地，实体经济所受关税影响或将得到一定程度的对冲，进而提振投资者信心，证券行业业绩受到资本市场波动的影响亦有望得到缓解。

风险提示：宏观政策低于预期；经济数据大幅波动。

（分析师：林阳 执业编码：S1480524080001 电话：021-65465572 分析师：康明怡 执业编码：S1480519090001 电话：021-25102911 分析师：林瑾璐 执业编码：S1480519070002 电话：021-25102905 分析师：陈刚 执业编码：S1480521080001 电话：010-66554028 分析师：刘嘉玮 执业编码：S1480519050001 电话：010-66554043 分析师：田馨宇 执业编码：S1480521070003 电话：010-66554013）

【东兴机械】机械行业：2025 年中期策略——盈利能力持续改善，关注新质生产力（20250522）

2025 年一季度机械行业扣非归母净利润 274.96 亿元，同比下滑 30.03%，绝

本期编辑

分析师：王洁婷

021-25102900

执业证书编号：

wangjt@dxzq.net.cn

S1480520070003

东兴证券研究所金股推荐

《五月金股汇》2025 年 04 月 28 日

证券代码	证券简称
000881.SZ	中广核技
002436.SZ	兴森科技
09992.HK	泡泡玛特
300496.SZ	中科创达
300547.SZ	川环科技
600519.SH	贵州茅台
601168.SH	西部矿业
603605.SH	珀莱雅

数据来源：东兴证券研究所

对值和同比增速均创 2021Q1 以来新高。

通用机械建议关注工程机械和压缩机。2025 年 4 月 PMI 同比下降 2.78%，制造业景气度回落。2025 年 1-3 月固定资产投资（不含农户）累计增长 4.2%。后续随着逆周期持续发力，更加积极的财政政策有望提振通用机械景气度。有望受益标的：三一重工（600031）、中联重科（000157）、徐工机械（000425）、柳工（000528）、山推股份（000680）；

压缩机有望受益于冰雪消费高景气度和设备以旧换新政策。根据《制冷设备更新改造和回收利用实施指南（2023 年版）》工作目标，估计完成政策要求需要更新改造的工商业制冷设备约为 3500 万台（套），更新替换带来的增量可期。有望受益标的：冰山冷热（000530）、冰轮环境（000811）、汉钟精机（002158，强烈推荐）、雪人股份（002639）、晶雪节能（301010）。

低空经济：2024 年 12 月国务院办公厅将低空经济纳入专项债资本金范畴。建议关注低空照明、飞行器电机、eVOLT 座椅三大环节。有望受益标的：木林森（002745）、东睦股份（600114）、信质集团（002664）、天成自控（603085）、安达维尔（300719）、山东矿机（002526）、威海广泰（002111）、山东章鼓（002598）。

深海科技：能源安全大战略下，我国不断出台加大能源勘探力度的相关政策，能源开采相关资本支出有望保持强劲，数据中心有望迁入深海，深海装备国产替代空间广阔。有望受益标的：海油工程（600583，强烈推荐）、迪威尔（688377）、德石股份（301158）、海兰信（300065）、联科科技（001207）、康斯特（300445，强烈推荐）、中密控股（300470）。

人形机器人：2 月 23 日，深圳市政府新闻办召开新闻发布会，按照“应开尽开”原则，向人工智能和机器人开放城市全域全时全场景，2025 年再开放 100 个应用场景，加速行业进入良性循环发展轨道。有望受益标的：柯力传感（603662）、东华测试（300354）、鸣志电器（603728）、兆威机电（003021）、拓邦股份（002139）、微光股份（002801）、恒立液压（601100）、贝斯特（300580）、双环传动（002472）、绿的谐波（688017）、中大力德（002896）、汇川技术（300124，强烈推荐）、埃斯顿（002747）。

工业母机：随着人形机器人市场不断扩张，其核心零部件产业链配套亦将持续迭代升级，推动工业母机向高端迈进的同时，共享规模效应带来的成本摊薄，进而提升工业母机公司的盈利能力。有望受益标的：科德数控（688305）、海天精工（601882）、纽威数控（688697）、华中数控（300161）、宁波精达（603088）、宇环数控（002903）、华辰装备（300809）、日发精机（002520）、田中精机（300461）。

风险提示：制造业投资低于预期，新技术市场拓展不及预期，原材料价格大幅上涨，外贸出口不及预期等。

（分析师：任天辉 执业编码：S1480523020001 电话：010-66554037）

重要公司资讯

1. 小米：5 月 22 日，小米 15 周年战略新品发布会在北京召开，小米集团创始人、董事长兼 CEO 雷军宣布，小米自主研发设计的首款 3nm 旗舰处理器“玄戒 01”、首款长续航 4G 手表芯片“玄戒 T1”正式发布，同时带来三款搭载玄戒芯片的产品小米 15S Pro、小米 Pad 7 Ultra 和 Xiaomi Watch S4 “15 周

周年纪念版”，作为小米创业 15 周年的献礼之作。小米汽车旗下首款 SUV 车型——小米 YU7，也在发布会首次亮相（资料来源：同花顺）

2. 宏创控股：5 月 22 日晚间，宏创控股披露公告称，公司拟发行股份购买山东魏桥铝电有限公司等九名交易对方持有的山东宏拓实业有限公司（以下简称“宏拓实业”）100%股权，交易作价为 635.18 亿元。宏拓实业是全球领先的铝产品制造商，目前是全球最大的电解铝生产商之一。（资料来源：同花顺）

3. 三一重工：5 月 22 日，中国工程机械制造商三一重工正式向港交所提交上市申请，拟集资最多 15 亿美元（约 117 亿港元）。此次赴港上市将助力三一重工深化全球化布局，拓展东南亚及中东等新兴市场。公司表示募集资金将用于技术创新、产能扩建及海外渠道建设。（资料来源：同花顺）

4. 天铁科技：天铁科技公告称，公司与深圳欣界能源科技有限公司签署战略合作框架协议，双方将在固态电池锂金属负极材料供应、研发、生产等方面全方位开展战略合作。（资料来源：同花顺）

5. 丽珠集团：丽珠集团发布公告，公司境外全资附属公司 LIAN SGP 拟收购越南上市公司 Imexpharm Corporation（简称“IMP”）64.81%股份。就本次交易拟支付的股权购买价格约为 57308 亿越南盾（约为人民币 15.87 亿元），占公司最近一期经审计归属于公司股东净资产的 11.45%。（资料来源：同花顺）

经济要闻

1. 商务部：据商务部官网消息，消费电商持续提升品质。据国家统计局数据，1-4 月网上零售额增长 7.7%。数字消费增长提速，数字产品线上销售额增长 8.4%，其中智能机器人、智能家居系统增长 87.6%和 16%。以旧换新产品增长较快，15 类家电和数码产品线上销售额增长 11.5%，其中手机等 3 类扩围数码产品增长 18.5%。服务消费引领增长，在政策发力、供给优化和假日经济等因素带动下，重点监测网络服务消费增长 12.1%，其中在线文娱、在线旅游增长 31.9%、25.4%。（资料来源：同花顺）

2. 国新办：5 月 22 日，国新办举行新闻发布会，介绍科技金融政策有关情况。科技部、中国人民银行、金融监管总局、中国证监会有关负责人介绍了下一步金融支持科技创新的举措并回应关切。科技部会同中国人民银行、金融监管总局、中国证监会等七部门联合印发了《加快构建科技金融体制有力支撑高水平科技自立自强的若干政策举措》。科技部副部长邱勇表示，下一步，科技部将以更大力度推行“创新积分制”，适时推出“创新积分制”2.0 版本。中国证监会表示将持续优化科技企业境内上市的环境，实施更加灵活精准的新股发行逆周期调节机制，把握好新股发行的节奏和规模，持续深化科创板、创业板发行上市制度改革，支持优质的红筹科技企业回归境内上市；对突破关键核心技术的科技企业适用“绿色通道”政策，积极稳妥推动科创板第五套上市标准新的案例落地等。（资料来源：同花顺）

3. 国家金融监督管理总局等 8 部门：为进一步改善小微企业、个体工商户融资状况，金融监管总局、中国人民银行、中国证监会等 8 部门于近日联合印发了《支持小微企业融资的若干措施》。措施从增加融资供给、降低综合融资成本、提高融资效率、提高支持精准性等 8 个方面，提出 23 项措施。措施提出，要通过稳妥发展线上贷款、提高线下贷款办理效率等措施提高融资效率，通过加强对重点领域企业的金融支持、修订中小企业划型标准等方式提高支持精准性。（资料来源：同花顺）

4. 民政部等 19 部门：5 月 22 日，据民政部官网消息，近日，民政部、中共中央组织部、国家发展改革委等 19 部门联合发布《关于支持老年人社会参与推动实现老有所为的指导意见》。《指导意见》提出，优化完善老年人社会参与政策法规、保障措施和社会环境，全面清理阻碍老年人继续发挥作用的不合理规定，让广大老年人既要老有所养、老有所乐，又要老有所为，有力支撑积极应对人口老龄化国家战略实施。（资料来源：同花顺）

5. 金融监管总局：国新办举行科技金融政策有关情况新闻发布会。金融监管总局政策研究司司长郭武平表示，金融监管总局持续构建与科技创新相适应的金融体制，通过“三体系、四试点、五机构”的“345”服务体系，让金融活水以更低成本、更快速度流到科技创新的广袤沃土，推进科技创新和产业创新深度融合。“三体系”即政策体系、产品供给体系和专业服务体系。“四试点”旨在为科技企业引入更多长期资本。“五机构”指发挥五类金融机构差异化优势，构建多元协同的科技金融服务体系。（资料来源：同花顺）

6. 中国人民银行：22 日下午，中国人民银行就加快构建科技金融体制，提出了创新方案。中国人民银行副行长国家外汇局局长朱鹤新表示，中国人民银行已经将科技创新和技术改造再贷款的规模由 5000 亿元提升到 8000 亿元，同时下调再贷款利率，由 1.75% 下调到 1.5%。债券市场也要做好“科技板”创新，债券市场“科技板”将重点支持排名靠前、投资经验丰富的头部股权投资机构发行债券。解决股权投资机构发债期限短、融资成本高问题。多家机构已经注册或者已经发行的科技创新债券，我们也统计了一下，现在已经有 100 家左右的机构在发行科技创新债券，已经超过了 2500 亿元。（资料来源：同花顺）

7. 财政部：1-4 月，全国一般公共预算收入 80616 亿元，同比下降 0.4%。其中，全国税收收入 65556 亿元，同比下降 2.1%；非税收入 15060 亿元，同比增长 7.7%。分中央和地方看，中央一般公共预算收入 33928 亿元，同比下降 3.8%；地方一般公共预算本级收入 46688 亿元，同比增长 2.2%。一般公共预算支出情况：1-4 月，全国一般公共预算支出 93581 亿元，同比增长 4.6%。分中央和地方看，中央一般公共预算本级支出 12282 亿元，同比增长 9%；地方一般公共预算支出 81299 亿元，同比增长 3.9%。（资料来源：同花顺）

8. 中国人民银行：5 月 22 日，国务院新闻办就科技金融政策有关情况举行新闻发布会，中国人民银行副行长、国家外汇局局长朱鹤新表示，中小企业风险还是比较大的，希望推动加大科技金融风险的补偿力度。财政政策对于激励引导金融机构支持科技创新具有重要作用，人民银行将配合好财政部门，用好用足贷款贴息、风险补偿等政策，有效发挥政府性融资担保体系的作用。通过多方分摊风险，激励金融机构提高风险容忍度，开发更便捷、低门槛的贷款产品，进一步加大对科技型企业的信贷、债券等融资支持力度。（资料来源：同花顺）

9. 埃及央行：总台记者当地时间 5 月 22 日获悉，埃及中央银行货币政策委员会当天决定，将基准利率下调 100 个基点，调整后的隔夜存贷款利率分别为 24% 和 25%。这是埃及央行自今年 4 月以来连续第二次降息。埃及央行在 4 月 17 日将基准利率下调了 225 个基点。（资料来源：同花顺）

10. G7 会议：中新社多伦多 5 月 22 日电（记者 余瑞冬）为期 3 天的七国集团（G7）财政部长与央行行长会议于 22 日在加拿大阿尔伯塔省班芙落幕，并发布一份会议公报。公报没有谈及美国挑起的贸易战。公报说，与会各方认为，

经济政策的不确定性已从峰值回落；各方仍对不可持续的全球宏观失衡表示担忧。与会各方同意支持扩大世界银行领导的“弹性和包容性供应链强化伙伴关系”，以加强发展中国家融入“关键矿产供应链”。（资料来源：同花顺）

每日研报**【东兴房地产】房地产行业 2024 年及 2025Q1 财报综述：行业大幅亏损，缩表之下流动性承压（20250522）****2024 年报综述：**

利润表：从行业整体来看，营收下滑，毛利承压，大幅减值，整体亏损。2024 年地产板块(801180.SL)102 家上市房企合计实现营收 19837 亿元，同比增速为-21.0%；实现归母净利润-1590 亿元，同比增速为-3230%。我们认为，往年的高价地块陆续进入结算阶段，叠加流动性压力和房价下行之时房企选择以价换量，使得整体盈利水平面临压力。随着老项目的充分减值与销售占比的逐渐降低、在房价下行趋势减缓和止跌回稳的政策导向之下，后续减值压力有望降低。2024 年地产板块的整体净利率为-8.31%，核心净利率为 1.49%，归母净利率为-8.01%；随着老项目的陆续结算与新项目的补充，后续的核心净利率有望见底回升。

资产负债表：行业持续缩表，流动性压力依然较大。2024 年地产板块(801180.SL)102 家上市房企合计总资产为 95995 亿元，同比增速为-10.4%；净资产同比增速为-9.43%；货币资金 7843 亿元，同比增速为-12.7%。我们认为，市场走弱之下，房企的持续亏损正在显著侵蚀净资产规模；销售下行之下，行业流动性依然面临较大挑战。2024 年地产板块合计剔除预收款后的资产负债率为 70.6%，净负债率为 88.3%，剔除受限资金的现金短债比为 80%；去年同期剔除预收款后的资产负债率为 69.7%，净负债率为 76.3%，剔除受限资金的现金短债比为 108%。我们认为，由于行业景气度的持续下行，在资产价值下滑和债务刚性的影响下，行业总体杠杆水平未能得到有效压降，房企的净负债率不降反升。由于大部分资金处于受限状态，房企的现金短债比显著下滑，行业短期的流动性压力进一步提升。

现金流量表：经营性现金流大幅下滑，投资支出大幅缩减。2024 年地产板块(801180.SL)102 家上市房企合计经营活动现金流量净额为 1062 亿元，同比增速为-50.4%；投资活动现金流量净额为-15 亿元，同比增速为-97.9%；筹资活动现金流量净额为-2155 亿元，同比增速为-26.3%。我们认为，市场持续走弱之下，行业的经营活动现金流量净额大幅下滑，房企自身造血能力面临严峻挑战；投资活动现金流量净额大幅缩减，反映房企大幅降低了投资强度。

2025 年一季报综述：

利润表：营收下行，大幅亏损，减值收窄。2025Q1 地产板块(801180.SL)102 家上市房企合计实现营收 3165 亿元，同比增速为-7.5%；实现归母净利润-92.9 亿元，同比增速为-955%。合联营公司的投资收益大幅下降，资产减值损失略微缩减。2025Q1 地产板块合计投资收益为 6.51 亿元，同比增速为-90.2%；资产信用减值损失为 15.4 亿元，同比增速为-8.35%。我们认为，随着老项目的充分减值与销售占比的逐渐降低，后续减值压力有望降低。

资产负债表：行业继续缩表，短债偿付能力继续下滑。2025Q1 年地产板块(801180.SL)102 家上市房企合计总资产为 94422 亿元，同比增速为-10.9%；总负债为 70865 亿元，同比增速为-11.2%；净资产同比增速为-10.2%，持续的缩表与亏损的扩大显著侵蚀了净资产规模。2025Q1 地产板块合计剔除预收款后的资产负债率为 70.3%，净负债率为 91.6%，剔除受限资金的现金短债比为 80%；去年同期剔除预收款后的资产负债率为

69.3%，净负债率为 82.3%，剔除受限资金的现金短债比为 99.5%；行业净负债率持续提升，短债偿付能力继续下滑。

投资建议：我们认为，当前行业大幅亏损，缩表之下流动性依然承压。但随着老项目的充分减值与销售占比的逐渐降低、在房价下行趋势减缓和止跌回稳的政策导向之下，后续减值压力有望降低；随着老项目的陆续结算与新项目的补充，后续的核心净利率有望见底回升。政策层面，推动行业“止跌回稳”的政策不断推出，奠定了以城中村改造为核心抓手，以高品质住房为发展方向的政策基调。我们建议短期关注政策增量落地，行业“止跌回稳”带来的估值修复机会，中长期聚焦具备核心城市优质产品资源和不动产运营能力的龙头企业。推荐保利发展、新城控股；华润置地、龙湖集团等也有望受益。

风险提示：销售不及预期的风险，资产减值的风险，短期债务偿还压力带来的流动性风险，盈利能力下滑的风险等

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

【东兴非银行金融】证券行业：深化并购重组市场改革，投行业务迎业绩增长点（20250522）

事件：为贯彻落实党的二十届三中全会精神和《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》等要求，进一步深化上市公司并购重组市场改革，在深入调研论证的基础上，中国证监会发布了《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定》。

点评：

本次《办法》的内容修改主要包括以下五个方面：1.建立重组股份对价分期支付机制，将申请一次注册、分期发行股份购买资产的注册决定有效期延长至 48 个月；2.提高对财务状况变化、同业竞争和关联交易监管的包容度；3.新设重组简易审核程序；4.明确上市公司之间吸收合并的锁定期要求，对被吸并方控股股东、实际控制人或者其控制的关联人设置 6 个月锁定期，构成收购的，执行《上市公司收购管理办法》18 个月的锁定期要求，对被吸并方其他股东不设锁定期；5.鼓励私募基金参与上市公司并购重组，对私募基金投资期限与重组取得股份的锁定期实施“反向挂钩”。

我们看到，《办法》从并购重组主体、投资方、交易对价、审核程序、锁定期等业务核心层面适度降低并购重组门槛，提升交易效率和便利性，减少资金占用，有助于并购重组业务的顺利高效开展。但与此同时，对于项目资质的审核不宜放松，防止低质项目以更低的成本进入市场，进而有效降低道德风险，保护原有中小股东和后续参与二级市场投资的中小投资者权益。从当前时点看，资本市场波动加剧，流动性承压，故短期内 IPO、定增业务保持较低增速是大概率事件。相较之下，并购重组对市场流动性冲击相对较小，且受到政策的持续倾斜，有望成为券商投行业务的关键增量，对上市公司做大做强支持亦将持续提升国内资本市场整体投资价值。

投资建议：年初以来，关税战对国内经济和资本市场运行造成一定冲击，特别是资本实力较弱、流动资金相对有限的中小企业面临较大经营压力，业绩和估值压力凸显。监管层基于对推动上市公司整体资质提升、维稳资本市场、保护投资者权益的考量，推进支持并购重组的相关政策渐次落地，有助于“监管政策—资本市场—上市公司—投资者”间正循环和正反馈的形成。并购重组项目的加快推进和落地亦能有效提升证券公司投行业务

收入，改善整体业绩预期。我们认为，头部券商依托其较为充足的项目资源、较强的定价能力和对接各类机构投资者渠道优势，有望在并购重组业务竞争中占据有利地位，更快缓解甚至扭转投行业务整体收入下滑的趋势。且投行业务竞争力作为券商综合竞争力体系中的重要一环，是券商估值的重点参考指标。故基于业绩增长和估值提升预期，建议持续重点关注上市头部券商的投资价值。

风险提示：宏观经济下行风险、政策风险、市场风险、流动性风险。

（分析师：刘嘉玮 执业编码：S1480519050001 电话：010-66554043）

【东兴轻工制造】家居行业年报及一季报总结：内销龙头高股息率，外销关注关税政策变化（20250522）

家居板块业绩边际回暖，分红比例保持高位。2024年：家居用品板块2465.8亿元，同比+2.3%；归母净利润158.6亿元，同比-13.6%。2024年家居用品板块经营存在压力，其中仅一季度在低基数下实现增长；压力下利润端下行，主要因为毛利率的下降。2025Q1家居用品板块营收同比+3.9%，归母净利润同比+10.6%，利润率有所提升，收入利润均呈现环比改善。2024年板块分红比例略有提升，至60%以上，我们推测主要因头部公司业绩稳定，分红比例稳健提升。

家居内销：国补填补需求低谷，头部家居企业股息率高。2024年家居需求整体存在压力，建材家居销售额2024全年同比-3.9%。其中年初至年中均有下行，但随着4季度家居国补的逐步落地，家居销售呈改善。25Q1家居销售已有明显向好，建材家居销售额1-4月累计同比+5.3%；家具社零3-4月同比增速均接近30%。从地产角度看，销售数据24年承压，24Q4出现改善迹象，但从3-4月数据看已有回落。但降幅已有显著收窄，对家居需求的负面影响已有减弱；竣工数据自24年以来持续同比下行，我们预计其作为后置数据仍将承压，压制家居自然需求。2024年9月以来家居以旧换新政策陆续落地，其中广州等标杆城市需求提振效果明显，而2025年补贴额度翻倍。另外补贴需要商家满足条件且垫资，大型上市公司凭借高合规性和强资金实力有望借此提升份额。重点公司业绩端仍存压力，但25Q1降幅已有收窄，考虑到Q2基数降低，预计仍有业绩韧性。家居重点公司PE普遍在15倍以内且具备较高分红意愿，股息率已全部超过3%，我们认为在国补填补家居需求低谷的背景下，龙头公司具备配置价值。我们建议关注股息率高，且具备渠道、品牌优势，业绩确定性强的龙头公司，包括顾家家居、索菲亚、志邦家居、欧派家居等；此外关注喜临门、金牌家居、瑞尔特等。

家居外销：业绩表现较好，关注关税政策变化。2023年11月起，家具出口数据恢复同比增长，主要因海外零售商恢复正常补库动作。外销重点企业收入自24Q1以至25Q1持续正增长。因海外工厂发货占比的提升，企业业绩普遍优于出口数据。特朗普上任后，关税政策变化加大，对出口造成了扰动。美国“对等关税”政策涉及对多个国家的加税，在持续的加关税预期下，海外零售商启动提前下订单的动作。美国最大的家居零售商商家得宝，25Q1库存已回到22年高位区间，我们推测即使未来关税稳定，零售商采购意愿或也将有所降低。但考虑到美国地产销售数据仍在低位，未来有望随美国利率降低而回升，家居需求存在增长空间。长期我们也依然看好具备成本制造优势的优质企业拥有较强的竞争力。家居外销企业在业绩的增长带动下估值已回到中枢水平，当前我们建议关注业绩稳定、估值低位的优质出口企业。

风险提示：国内地产销售下滑超预期，海外家居需求不及预期，原材料价格波动超预期。

（分析师：刘田田 执业编码：S1480521010001 电话：010-66554038 分析师：沈逸伦 执业编码：

S1480523060001 电话：010-66554044)

【东兴农林牧渔】农林牧渔行业：4月猪价震荡，企业出栏体重上行——生猪养殖行业月度跟踪（20250522）

行业供需表现：4月生猪价格震荡，仔猪价格表现偏强。农业农村部监测数据显示，2025年4月仔猪、活猪和猪肉均价分别为39.16元/公斤、15.20元/公斤和26.07元/公斤，环比变化分别为5.15%、-1.00%和-1.19%。4月猪价围绕15元/公斤窄幅震荡，五一期间全国生猪价格以稳为主，局地小幅震荡，截止5月15日，全国出栏生猪均价14.98元/公斤。

供应端：24年年中能繁母猪存栏微增，对应4月出栏生猪量整体充足，叠加饲料成本低位，养殖压栏增重意愿增强，生猪体重整体增长。**需求端：**4月二次育肥补栏增加，截留标猪货源；下旬五一备货积极性提升，共同对猪价形成支撑。4月生猪屠宰开工率回升1.42个百分点至27.53%，屠宰企业收购顺畅。3月白毛比价1.37，4月毛白价差4.33元/公斤，终端消费底部小幅回升。供给端出栏节奏与二育对短期价格影响更大。

建议持续关注大宗原料走势。5月日内瓦会议中国经贸会谈关税战缓和，但3月10日针对芬太尼的农产品关税反制仍然有效，近期豆粕、玉米价格底部抬升，建议持续关注大宗原料走势。

产能变化趋势：农业农村部数据显示，3月能繁母猪存栏量4039万头，环比下滑1%，产能维持震荡。从三方数据来看，4月涌益能繁存栏样本数据增长0.41%，钢联样本数据环比增长0.96%，预期4月能繁环比小幅增长。二元母猪价格走势平稳，母猪补栏情绪持续谨慎。仔猪价格持续高位运行，我们认为主要是因为Q1仔猪腹泻高发与补栏旺季重合，供需不平衡持续支撑仔猪价格走高。4月二育集中进场，存栏生猪体重累积，或给5-6月份市场供应带来阶段性压力，猪价低迷与原料抬升共振下，产能去化预期或有提升。

后市周期预判：我们判断25年优质产能有望维持盈利。估值方面，行业指数PB略有抬升，但处于底部，养殖龙头有望迎来估值修复。标的方面建议关注成本行业领先，业绩兑现度高的头部养殖标的牧原股份，其他相关标的包含温氏股份、天康生物、神农集团等。

4月上市企业销售数据：

销售均价小幅回升。牧原股份、温氏股份、正邦科技和新希望4月份实现生猪销售均价分别为14.66、14.92、14.44和14.70元/公斤，均价环比分别变动2.52%、0.34%、-2.17%和1.03%。

出栏量分化。4月出栏量涨跌互现，牧原股份、温氏股份、新希望 and 正邦科技4月份实现生猪销量分别为657、318、160和61万头，环比分别变动-5.22%、2.59%、2.92%和-2.53%。

出栏均重有所上升。牧原股份、温氏股份、正邦科技、新希望4月出栏均重分别为130.71、117.03、132.78和97.10公斤。除温氏股份、新希望和东瑞股份之外，其他猪企出栏均重环比均不同幅度上涨。

风险提示：畜禽价格波动风险，上市企业出栏量扩张不及预期，动物疫病风险，企业成本控制不及预期等。

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

【东兴交通运输仓储】中通快递-W (02057.HK)：价格战导致收入端承压，份额增长依旧是经营重心 (20250522)

事件：公司发布 2025 一季报，公司单季完成业务量 85.40 亿件，同比增长 19.1%，市场份额下降 0.4pct 至 18.9%。公司调整后净利润 22.59 亿元，同比增长 1.6%。

业务量增速回升，但略低于行业均值，25 年重点提升份额：24 年 Q1-Q4，中通业务量增速分别为 13.9%、10.1%、15.9%和 11.0%，可以看到 24 年整体业务量增速偏低。25 年公司将工作重心转向提升市场份额，Q1 业务量增速提升至 19.1%，但还略低于行业增速的 21.6%，主要系低价件整体维持了较快增长，导致行业整体增速较高。公司维持 25 年业务量 408-422 亿件，同比增长 20-24%的指引不变，按照指引，预计后续几个季度公司业务量增速较 Q1 有所提升。

单票收入下降 0.11 元，主要系增量补贴提升：Q1 行业竞争较为激烈，导致公司单票收入由 24Q1 的 1.36 元降至 25Q1 的 1.25 元。其中单票增量补贴增加导致单票收入下降 0.16 元，以及单票重量下降导致单票收入下降 0.06 元。直客业务占比提升带来了单票收入 0.12 元的提升，部分对冲了单票收入下降的影响。

单票核心成本同比下降较明显：25Q1 公司单票成本 0.94 元，同比 24Q1 基本持平，其中单票核心成本（运输+分拣）同比下降 0.09 元，单票其他成本提升 0.10 元。核心成本方面，Q1 单票运输成本由去年同期的 0.47 元降至 0.41 元，单票分拣成本由 0.30 元降至 0.27 元。其他成本增长主要系直客业务占比提升导致。

经营性费用同比明显下降，主要系政府补贴及税费返还：25Q1 公司总经营费用共计 2.83 亿元，较 24Q1 的 7.35 亿元明显下降，主要系：1.公司销售、一般和行政费用同比减少 1.09 亿元；2.公司其他经营收入净额 4.53 亿元，较去年同期的 1.61 亿元明显增长，其他经营收入主要系政府补贴和税费返还。

行业价格竞争加剧，份额优先策略或导致短期利润增速下降：公司在过去的两年里重点提升服务质量与盈利水平，但 24 年低价件的超预期增长对公司质量优先的策略产生了冲击，公司虽然实现了盈利的稳步提升，但市场份额下降。25 年公司重回份额优先的竞争策略，作为行业龙头，公司经营重心的改变对行业的竞争态势会产生较为明显的影响，目前来看 25 年行业价格竞争较 24 年更为激烈，公司的市场份额大概率重回增长，但盈利增长会有所放缓。

盈利预测与估值建议：我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 95.2、112.0 与 126.4 亿，对应 PE 分别为 10.9X、9.2X 和 8.2X。公司作为通达系龙头的地位稳固，能够在价格战中维持相对稳定的盈利水平，具备较强的安全边际。我们维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示：行业政策出现重大变化、价格战烈度超预期、宏观经济增速下滑。

（分析师：曹奕丰 执业编码：S1480519050005 电话：021-25102904）

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不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。