



2025年05月23日

晨会纪要20250523

证券分析师:

周啸宇 S0630519030001
zhouxiaoy@longone.com.cn

证券分析师:

王洋 S0630513040002
wangyang@longone.com.cn

联系人:

赵敏敏
zmmin@longone.com.cn

联系人:

李嘉豪
lijiah@longone.com.cn

重点推荐

- 1.宁波银行 (002142): 对公信贷明显发力, 不良确认与处置保持审慎——公司简评报告
- 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.欧元区5月PMI低于预期
- 2.美国5月标普全球制造业PMI初值52.3, 预期50.1 超出预期
- 3.科技部等七部门联合印发《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》
- 4.国新办举行新闻发布会 介绍科技金融政策有关情况
- 5.央行: 5月23日将开展5000亿元MLF操作, 期限为1年期
- 6.民政部等19部门联合印发《关于支持老年人社会参与 推动实现老有所为的指导意见》

正文目录

1. 重点推荐	3
1.1. 宁波银行 (002142): 对公信贷明显发力, 不良确认与处置保持审慎——公司简评报告	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.宁波银行（002142）：对公信贷明显发力，不良确认与处置保持审慎——公司简评报告

证券分析师：王鸿行，执业证书编号：S0630522050001，whxing@longone.com.cn

投资要点

事件：公司公布 2025 年一季度报告。Q1，公司实现营业收入 184.95 亿元（+5.63%，YoY），归属于母公司普通股股东净利润 74.17 亿元（+5.76%，YoY）。季末，公司总资产为 3.40 万亿元（+17.58%，YoY），不良贷款率为 0.76%（持平，QoQ），不良贷款拨备覆盖率为 370.54%（-18.81PCT，QoQ）。Q1 净息差为 1.80%（-10BPs，YoY）。

对公贷款投放旺季更旺，个人贷款增长依然受制于需求端。Q1 宁波银行贷款增长迅速，超出我们的乐观预期，相对行业依然保持明显优势。边际上看，贷款增速在对公业务（一般贷款+票据贴现）驱动下较 2024 年 Q4 有所提升，“旺季更旺”特点突出，反映区域经济的良好需求及公司充足的项目储备（2024 年 Q4 对公贷款投放较克制或与此有关）。个人贷款延续弱势，总规模较 2024Q4 末略有下降，一方面与居民信贷需求偏弱有关；另一方面或是因为个贷准入或因风险上升而收紧。宁波银行个贷投放与对公信贷错峰进行，前者主要集中在 Q2 与 Q3，其走势需要进一步观察。统筹来看，尽管面临零售需求、关税不确定性等不利因素，但由于 Q1 超预期“开门红”信贷为全年夯实基础，且宏观政策持续发力可能激活潜在需求，年内信贷规模有望保持较快增长。Q1 宁波银行金融投资规模同样实现快速增长，与行业趋势一致，主要受政府融资驱动。

受益于区域经济与财政力度，存款保持强劲增长。Q1 宁波银行存款规模仍保持较快增长，明显快于同期 M2。除信贷派生力度较大外，存款高增长可能还受益于以下几个因素：一方面，客户粘性较强，良好的出口形势带动公司及小微主体现金流较快增长；另一方面，治理“手工补息”及同业存款定价过程中，其定价优势可能吸引部分增量；再者，去年 5 月以来财政力度加大，宁波银行对公为主的存款结构可能更多受益于财政资金下沉。

重定价影响下息差再度收窄，相对优势有望继续保持。测算 Q1 单季度息差为 1.80%，环比-9BPs，同比-10BPs。资产端，测算生息率为 3.67%，环比-16BPs，同比-44BPs。一方面是受 2024 年下半年 LPR 及存量住房贷款利率下降之重定价影响；另一方面由于近年债市利率下行明显，投资组合中低息券种占比或提升。负债端，多轮存款降息之后存款刚性明显改善，测付息率为 1.81%，环比-12BPs，同比-30BPs。值得注意的是，Q1 较高的资金成本部分抵消了存款降息效果，Q2 资金利率明显下降，对付息率的影响将转为正面。5 月新一轮 LPR 与国有行存款挂牌利率同步下降，反映行业维护息差稳定的共同诉求。包括宁波银行在内的中小银行或跟随大行节奏开启新一轮存款降息，预计存款重定价将较大幅度缓冲资产端压力。由于客户粘性较好，我们认为公司息差较行业仍将保持相对优势。

受市场影响，中间业务收入仍承压；债牛行情中，专业投资优势凸显。由于中间业务仍受到降费让利、资本市场表现较弱等因素制约，Q1 手续费及佣金净收入同比小幅下降。值得注意的是，降幅较去年明显收窄，反映不利因素影响明显消退。后续若资本市场持续改善，公司财富管理、资产管理业务有望凭借传统优势释放较大弹性。受债券市场调整影响，Q1 投资效益有所弱化：投资收益+公允价值变动损益同比明显下降，其他综合收益规模亦出现较大幅度下滑。Q2 以来债券市场整体表现较好，投资效益边际上或有所改善。

资产质量整体稳定；个人贷款风险普遍上升的行业背景下，不良处置保持审慎。Q1 末，宁波银行整体不良贷款率为 0.76%，环比持平。关注类贷款占比较 2024 年 Q4 下降 3BPs

至 1%，或主要与公司加大不良确认有关。Q1 宁波银行共计提贷款损失准备 47.01 亿元，创单季新高，同比+45.90%；核销不良贷款 30.28 亿元，不良贷款核销比例为 27.37%，均处于相对高位，反映公司审慎经营理念。动态来看，测算 Q1 单季度不良生成率（加回核销）为 0.27%，处于近年高位。受不良生成规模上升影响，拨备覆盖率进一步下降。当前行业个人贷款风险普遍上升的背景下，公司确认和核销力度主要集中在零售资产，及时处置风险有利于公司在后续业务发展中保持主动地位。考虑到公司收入增长较快、拨备较厚，预计仍有能力保持资产质量指标优异。

盈利预测与投资建议。鉴于：1）资产规模扩张快于预期；2）公司投资效益受市场影响较明显；3）目前中间业务收入改善较慢；4）不良确认审慎、拨备计提力度较大，我们相应调整盈利预测。预计 2025-2027 年营业收入分别为 714.02、769.12、843.22 亿元（原预测为 706.96、773.52、859.83 亿元），归母净利润分别为 292.11、315.98、348.23 亿元（原预测为 289.37、320.71、352.88 亿元）。预计 2025-2027 年普通股每股净资产为 34.16、37.58、41.35 元，对应 5 月 21 日收盘价 PB 为 0.79、0.72、0.65 倍。宁波银行客户基础较好、粘性较强，且公司专业经营能力突出，预计关税的影响或较为温和，营收有望保持较快增长。凭借营收与拨备优势，公司有能力充分应对行业零售风险上升压力，资产质量预计保持优异。维持公司“买入”投资评级。

风险提示：个人贷款资产质量大幅恶化；关税引发中小企业信用风险大幅上升。

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 大型乳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.欧元区 5 月 PMI 低于预期

欧元区 5 月制造业 PMI 初值 49.4，预期 49.3，4 月终值 49.0。欧元区 5 月服务业 PMI 初值 48.9，预期 50.3，4 月终值 50.1。欧元区 5 月综合 PMI 初值 49.5，预期 50.7，4 月终值 50.4。

（信息来源：Wind）

2.美国 5 月标普全球制造业 PMI 初值 52.3，预期 50.1 超出预期

美国 5 月标普全球制造业 PMI 初值 52.3，预期 50.1，超出预期。美国 5 月标普全球服务业 PMI 初值 52.3，预期 50.8，4 月终值 50.8。

（信息来源：Wind）

3.科技部等七部门联合印发《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》

5 月 22 日，科技部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》。《政策举措》中提出，将对科技创新与技术改造再贷款，进一步优化结构、扩大规模、降低利率，目的就是为科技型企业特别是民营中小企业打造融资贷款的“专属渠道”。鼓励商业银行建立各具特色的科技金融专门机构，优化考核机制，目的就是让科技型企业贷款融资更加便捷。金融监管总局还将开展科技企业并购贷款和知识产权金融生态综合试点，建立与科技创新特点相适应的新型信贷模式，目的就是让贷款融资更好地服务于科技型企业的创新需求。

（信息来源：中国政府网）

4.国新办举行新闻发布会 介绍科技金融政策有关情况

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。

国家外汇局局长朱鹤新表示，科技创新债券“科技板”重点支持股权投资机构，因为其是“投早、投小、投硬科技”的关键力量，但存在轻资产、投资周期长、融资成本高等问题。科技板通过支持灵活分期发行、简化信息披露、减免手续费等措施，有助于缓解这些融资难题。同时，央行将提供低成本再贷款，建立风险分担机制，重点支持头部股权投资机构。截至目前，已有近 100 家机构发行科技创新债券，规模超过 2500 亿元。下一步将持续推进科技板建设，完善配套支持机制，提升其服务科技创新的能力。

证监会首席风险官严伯进在会上表示，证监会坚定推进高水平对外开放，支持科技企业用好境内外资本市场。自境外上市备案新规实施以来，截至今年 4 月底，已有 242 家境内外企业完成备案，其中 83 家为科技型企业，集中于信息技术、新能源、先进制造等领域。证监会将持续优化科技企业境内上市环境，实施灵活精准的新股发行逆周期调节机制，健全投融资协调机制，增强制度包容性，支持优质红筹科技企业回归和未盈利科技企业上市，积极推进科创板第五套上市标准落地。

科技部副部长邱勇表示，适时推出创新积分制 2.0 版，创新积分制帮助金融机构更加精确识别科创企业的科技创新属性。下一步，科技部会以更大力度来推行创新积分制，进一步优化创新积分制的核心指标，在推广应用的基础上，让其更精准为企业画像。适时推出创新积分制的升级版本，也叫作 2.0 版。

（信息来源：国新办）

5.央行：5月23日将开展5000亿元MLF操作，期限为1年期

5月23日，央行公告，为保持银行体系流动性充裕，中国人民银行将以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展5000亿元MLF操作，期限为1年期。本月到期1250亿。

（信息来源：央行）

6.民政部等19部门联合印发《关于支持老年人社会参与 推动实现老有所为的指导意见》

5月22日，民政部等19部门首次联合印发《关于支持老年人社会参与 推动实现老有所为的指导意见》。意见全文共4个方面10余条政策措施，明确了到2029年和2035年支持老年人社会参与的阶段性目标。

意见提出，到2029年，支持老年人社会参与的政策法律环境初步建成，阻碍老年人继续发挥作用的不合理规定清理完成，“银龄行动”等老年人志愿服务长效机制基本形成，老年人教育、文化、体育服务供给更加高效，老年人社会参与能力逐步提升；到2035年，老年人社会参与服务体系更加健全，适合老年人的多样化、个性化就业岗位更加丰富，积极老龄观成为全社会共识，老年人力资源得到有效开发利用，老年人作用发挥更加充分。

（信息来源：民政部）

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（%）
农商行Ⅱ	1.95	动物保健Ⅱ	-2.63
地面兵装Ⅱ	1.62	化妆品	-2.50
游戏Ⅱ	1.51	非金属材料Ⅱ	-2.45
股份制银行Ⅱ	1.19	焦炭Ⅱ	-2.37
城商行Ⅱ	1.13	化学纤维	-2.10

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

2025/05/22	名称	单位	收盘价	变化
资金	融资余额	亿元,亿元	17989	-17.51
	逆回购到期量	亿元	645	/
	逆回购操作量	亿元	1545	/
国内利率	1 年期 MLF	%	2	/
	1 年期 LPR	%	3	/
	5 年期以上 LPR	%	3.5	/
	DR001	%,BP	1.4768	-3.18
	DR007	%,BP	1.5660	-0.49
国外利率	10 年期中债到期收益率	%,BP	1.7186	0.86
	10 年期美债到期收益率	%,BP	4.5400	-4.00
	2 年期美债到期收益率	%,BP	4.0000	0.00
股市	上证指数	点,%	3380.19	-0.22
	创业板指数	点,%	2045.57	-0.96
	恒生指数	点,%	23544.31	-1.19
	道琼斯工业指数	点,%	41859.09	0.00
	标普 500 指数	点,%	5842.01	-0.04
	纳斯达克指数	点,%	18925.73	0.28
	法国 CAC 指数	点,%	7864.44	-0.58
	德国 DAX 指数	点,%	23999.17	-0.51
	英国富时 100 指数	点,%	8739.26	-0.54
	美元指数	/,%	99.9403	0.33
外汇	美元/人民币(离岸)	/,BP	7.2048	10.00
	欧元/美元	/,%	1.1280	-0.44
	美元/日元	/,%	144.01	0.24
国内商品	螺纹钢	元/吨,%	3061.00	-0.03
	铁矿石	元/吨,%	727.00	0.14
国际商品	COMEX 黄金	美元/盎司,%	3323.30	0.20
	WTI 原油	美元/桶,%	61.20	-0.60
	LME 铜	美元/吨,%	9519.50	0.34

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