

5 月金股组合

股票代码	股票名称
002352.SZ	顺丰控股
1519.HK	极兔速递-W
603181.SH	皇马科技
300014.SZ	亿纬锂能
688198.SH	佰仁医疗
000524.SZ	岭南控股
600519.SH	贵州茅台
9660.HK	地平线机器人-W
688519.SH	南亚新材
301236.SZ	软通动力

市场指数

指数名称	收盘价	涨跌%
上证综指	3387.57	0.21
深证成指	10294.22	0.44
沪深 300	3916.38	0.47
中小 100	6439.31	0.50
创业板指	2065.39	0.83

行业表现（申万一级）

指数名称	涨跌%	指数名称	涨跌%
煤炭	2.55	美容护理	(1.09)
有色金属	2.05	电子	(0.93)
电力设备	1.11	传媒	(0.87)
银行	0.71	社会服务	(0.87)
医药生物	0.63	机械设备	(0.83)

资料来源：万得，中银证券

中银晨会聚焦-20250522

■ 重点关注

【宏观经济】4 月外汇市场分析报告*管涛 刘立品。4 月份，面对极限关税施压，人民币汇率短暂调整后迅速企稳回升，多边汇率继续走弱。其实，在美元指数弱势情况下，对于人民币汇率被动升值不必过于担心。

【宏观经济】1-4 月财政数据点评*陈琦 朱启兵。4 月公共财政收入同比增速有所加快。社保就业支出是 4 月公共财政支出的重点之一。4 月土地收入同比增速有所回暖，支撑地方政府性基金收入改善。

【房地产】房地产行业 2025 年 4 月 70 个大中城市房价数据点评*夏亦丰 许佳璐。国家统计局发布 2025 年 4 月份 70 个大中城市商品住宅销售价格变动情况。70 大中城市新房价格环比下降 0.1%；二手房价格环比下降 0.4%。

【食品饮料】白酒行业 2024 年年报&2025 年一季报综述*邓天娇。2H24 白酒业绩持续探底，酒企主动降速调整经营节奏。1Q25 酒企延续 2H24 的经营节奏，业绩增速放缓，但环比 4Q24 有所恢复。不同酒企之间分化加大。1Q25 上市酒企毛销差普遍承压，销售费用率小幅提升。在行业周期底部，中小企业加速出清，龙头企业在优秀的组织管理能力及强大的抗风险能力下，份额提升优势明显。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

产品组

证券分析师：王军

(8621)20328310

jun.wang_sh@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300511070001

重点关注

【宏观经济】4月外汇市场分析报告—极限关税施压无碍银行结售汇顺差扩大

管涛 刘立品

4月份，面对极限关税施压，人民币汇率短暂调整后迅速企稳回升，多边汇率继续走弱。其实，在美元指数弱勢情况下，对于人民币汇率被动升值不必过于担心。

4月份，在特朗普关税冲击下，跨境资金连续第三个月净流入，货物贸易呈现较强韧性，证券投资有所承压，但外资产配置人民币资产意愿持续向好，主要得益于中国政府有效应对外部冲击，及时稳定了市场预期。

4月份，市场主体结汇意愿增强（或持汇动机减弱）驱动境内外汇供求关系继续改善，企业部门较住户部门的持汇意愿变化更为明显。

风险提示：地缘政治风险超预期，主要央行货币政策调整超预期，国内经济复苏不如预期。

【宏观经济】1-4月财政数据点评—4月土地收入同比增速有所回暖

陈琦 朱启兵

4月公共财政收入同比增速有所加快。社保就业支出是4月公共财政支出的重点之一。4月土地收入同比增速有所回暖，支撑地方政府性基金收入改善。

4月公共财政收入实现20427.0亿元，同比增长1.9%，较3月加快1.6个百分点；其中，当月税收收入实现18106.0亿元，同比增长1.9%，增幅较3月改善4.1个百分点；非税收入规模为2321.0亿元，同比增长1.7%，较上月放缓4.2个百分点。

4月权重税种中，国内增值税对当月税收收入同比增速维持正贡献，当月国内增值税同比增长0.9%，增幅较上月收窄4.0个百分点，国内增值税拉动当月税收同比增速0.3个百分点。需要注意的是，4月社会消费品零售总额同比增速实现5.1%，对消费端税种表现仍有支撑；4月国内消费税收入同比增速实现0.5%。4月进口环节增值税和消费税同比下滑0.8%，拖累当月税收同比增速0.1个百分点，一定程度上或仍受海外关税政策变化影响。

其他权重税种方面，4月是企业所得税缴纳的季节性高点，企业所得税成为当月税收收入中占比最高的税种。4月，企业所得税收入同比增速实现4.0%，对当月税收同比增速的正贡献实现1.4个百分点。

4月全国一般公共预算支出实现20766.0亿元，同比增长5.8%，较3月加快0.1个百分点；其中，地方公共财政支出实现17201.0亿元，同比增长5.1%。

支出结构方面，社保就业支出是4月公共财政支出的重点之一，占比实现15.8%，支出规模较去年同期增长9.6%，社会保障和就业支出能够有效补贴居民收入，带动居民转移性收入增长，从而进一步撬动国内需求。

此外，4月公共财政向基建领域支出占比实现17.1%，财政支出结构延续向“稳增长”领域倾斜，其中向交通运输和城乡社区事务领域的支出同比增速分别实现10.6%和6.8%，财政支出仍在向基建领域发力。

广义财政支出延续前倾发力。4月当月，广义财政收入及广义财政支出同比增速分别实现2.4%和7.9%，支出增速仍快于收入，财政支出延续前倾发力。

4月政治局会议强调“增强消费对经济增长的拉动作用”，并特别提出“要提高中低收入群体收入”，后续财政有望发力居民增收，从而进一步提振国内消费。

我们预计，年内财政政策有望加力支持以下两大领域：其一，增加居民转移性收入，保障中低收入群体收入。其二，继续推动消费品以旧换新，家电、汽车等消费品以旧换新能够同时补贴居民消费及企业收入，从而更好的撬动内需。

此外，年内财政有望继续加强高技术产业投资。一季度，我国高技术产业固定资产投资同比增长6.5%，延续正增长。

风险提示：海外衰退风险加剧；地缘关系不确定性加强。

【房地产】房地产行业 2025 年 4 月 70 个大中城市房价数据点评—70 城新房房价环比跌幅持平，二手房房价环比跌幅扩大；一线城市二手房房价环比由涨转跌

夏亦丰 许佳璐

国家统计局发布 2025 年 4 月份 70 个大中城市商品住宅销售价格变动情况。70 大中城市新房价格环比下降 0.1%；二手房价格环比下降 0.4%。

核心观点

70 城新房房价环比跌幅持平，二手房房价环比跌幅扩大，新房与二手房房价下跌城市数量 4 月均增加。4 月 70 大中城市新房房价环比下降 0.1%，环比降幅与 3 月持平，二手房房价环比下跌 0.4%，环比降幅较 3 月扩大了 0.2 个百分点。从房价下跌的城市数量来看，4 月 70 城中新房房价环比下跌的城市数量有 45 个，较 3 月增加了 4 个，新房房价下跌城市平均跌幅为 0.30%，较 3 月扩大了 0.01 个百分点；二手房房价环比下跌的城市数量有 64 个，较 3 月增加了 8 个，二手房房价下跌城市平均跌幅为 0.45%，较 3 月扩大了 0.11 个百分点。

4 月一线城市新房房价环比由上涨转为持平，二手房房价环比由上涨转为下跌。1) 新房：4 月一线城市新房房价环比持平，环比增速较 3 月下降 0.1 个百分点。具体来看，北上新房房价环比正增长，广深环比下跌。其中，上海环比上涨 0.5%（前值：+0.7%），自 2019 年 8 月以来新房房价环比持续上涨，房价韧性最足；北京环比上涨 0.1%（前值：-0.2%），环比由跌转涨；深圳环比下跌 0.1%（前值：+0.1%），环比由涨转跌；广州环比下降 0.2%（前值：-0.1%）。2) 二手房：4 月一线城市二手房房价环比下降 0.2%（前值：+0.2%），环比由涨转跌。具体来看，仅上海二手房房价环比仍能保持正增长，广州止跌，北京、深圳环比均由涨转跌。上海环比增长 0.1%（前值：+0.4%）；广州环比持平（前值：-0.2%），终结了连续 23 个月环比下跌的态势；深圳环比下降 0.3%（前值：+0.3%），环比由涨转跌；北京环比下降 0.6%（前值：+0.5%），环比由涨转跌。

4 月二线城市新房房价环比持平，二手房房价跌幅扩大；其中大连新房房价环比涨幅排首位。1) 新房：4 月二线城市新房房价环比持平，环比增速与 3 月持平。52%的二线城市新房房价环比持平或上涨：大连环比上涨 0.5%，杭州、天津环比上涨 0.4%，成都、重庆、太原、合肥、乌鲁木齐环比上涨 0.3%，福州、长沙环比上涨 0.2%，厦门、青岛、郑州、南宁环比上涨 0.1%，宁波、济南环比持平。2) 二手房：4 月二线城市二手房房价环比下降 0.4%，环比降幅较 3 月扩大 0.2 个百分点。仅 6%的二线城市二手房房价环比持平或上涨：成都、西宁环比上涨 0.1%，其余城市环比均下跌。

4 月三线城市新房房价环比跌幅持平，二手房房价跌幅扩大。1) 新房：4 月三线城市新房房价环比下降 0.2%，环比跌幅与 3 月持平。具体来看，泉州环比上涨 0.3%，三亚、遵义环比上涨 0.2%，烟台、平顶山、惠州环比上涨 0.1%，宜昌环比持平，其余三线城市环比均下跌，其中跌幅相对较大的城市有锦州、蚌埠、岳阳、大理，环比跌幅均大于等于 0.5%。2) 二手房：4 月三线城市二手房房价环比下降 0.4%，环比跌幅较 3 月扩大 0.1 个百分点。具体来看，赣州环比上涨 0.2%，丹东环比上涨 0.1%，其余三线城市环比均下跌，其中跌幅相对较大的城市有：徐州、惠州、秦皇岛环比跌幅均大于等于 0.8%。

4 月各类型产品房价环比跌幅相同。新房房价环比跌幅与上月相比均持平，二手房房价环比跌幅较上月均扩大。1) 刚需产品：4 月 90 平以下新房房价环比下降 0.1%，环比跌幅与 3 月持平；二手房房价环比下降 0.4%，环比降幅较 3 月扩大 0.1 个百分点。2) 刚改产品：4 月 90-144 平新房房价环比下降 0.1%，环比降幅与 3 月持平；二手房房价环比下降 0.4%，环比降幅较 3 月扩大了 0.2 个百分点。3) 改善型产品：4 月 144 平以上新房房价环比下降 0.1%，环比跌幅与 3 月持平；二手房房价环比下降 0.4%，环比降幅较 3 月扩大了 0.1 个百分点。

风险提示：房地产调控升级；销售超预期下行；融资收紧。

【食品饮料】白酒行业 2024 年年报&2025 年一季报综述—行业仍处于底部调整阶段，白酒龙头企业经营稳健

邓天娇

2H24 白酒业绩持续探底，酒企主动降速调整经营节奏。1Q25 酒企延续 2H24 的经营节奏，业绩增速放缓，但环比 4Q24 有所恢复。不同酒企之间分化加大。1Q25 上市酒企毛销差普遍承压，销售费用率小幅提升。在行业周期底部，中小企业加速出清，龙头企业在优秀的组织管理能力及强大的抗风险能力下，份额提升优势明显。

支撑评级的要点

2H24 白酒业绩探底，酒企主动降速调整经营节奏。白酒龙头业绩稳健，市场份额持续提升。2024 年白酒板块营收、归母净利增速分别为+7.3%、+7.4%。分季度来看，4Q24 白酒板块加速探底，营收、归母净利增速分别为+1.1%、-3.3%，其中利润增速为 2021 年以来最低点。受外部环境的影响，2024 年经销商备货意愿降低，渠道压力传导至报表端，2H24 报表端降速明显。2024 年，区域龙头经销商数量提升明显，渠道推力优势持续强化。

1Q25 酒企延续 2H24 的经营节奏，业绩增速放缓，但环比 4Q24 有所恢复。不同酒企之间分化加大。1Q25 消费者信心指数及餐饮数据有所回暖。2025 年 3 月，餐饮类零售额、限额以上餐饮类零售额同比增速分别为+5.6%、+6.8%，增速环比 1-2 月份分别+1.3pct、+3.2pct，其中限额以上餐饮增速自 2024 年以来首次快于餐饮类零售额增速，商务消费有所恢复。1Q25 上市酒企营收、归母净利增速分别为 1.6%、2.3%，环比 4Q24 有所恢复。分不同类型企业来看，高端酒及区域龙头企业维持稳健增长，全国化次高端名酒业绩分化明显。

1Q25 上市酒企毛销差普遍承压，销售费用率小幅提升。2024、1Q25 白酒板块销售毛利率分别为 81.8%、81.5%，同比分别增 0.8pct、0.3pct，主要为龙头收入占比提升拉动。不同酒企表现来看，1Q25 山西汾酒、水井坊、迎驾贡酒、老白干酒、金徽酒受益产品结构优化，毛利率同比提升，其他酒企毛利率普遍回落。销售费用率方面，2024、1Q25 白酒板块销售费用率分别为 10.4%、8.3%，同比分别+0.2pct、+0.3pct，销售费用率小幅提升。1Q25 白酒板块毛销差同比持平，其中高端酒、全国化次高端名酒、地产酒毛销差同比分别为-0.5pct、-1.5pct、+0.2pct，从不同酒企表现来看，毛销差普遍承压。2024 年白酒上市公司归母净利率为 38.0%，同比基本持平。分季度来看，4Q24、1Q25 归母净利率同比分别-1.6pct、+0.3pct，净利率阶段性承压。

评级面临的主要风险

宏观经济波动影响白酒需求。渠道库存超预期。茅五价格波动影响行业价格体系。

中银证券研究部

首席经济学家

徐高 S1300519050002 gao.xu@bocichina.com

全球首席经济学家

管涛 S1300520100001 tao.guan@bocichina.com

宏观研究团队

朱启兵 S1300516090001 qibing.zhu@bocichina.com

张晓娇 S1300514010002 xiaojiao.zhang@bocichina.com

刘立品 S1300521080001 lipin.liu@bocichina.com

陈琦 S1300521110003 qi.chen@bocichina.com

固收研究团队

肖成哲 S1300520060005 chengzhe.xiao@bocichina.com

张鹏 S1300520090001 peng.zhang_bj@bocichina.com

策略研究团队

王君 S1300519060003 jun.wang@bocichina.com

徐沛东 S1300518020001 peidong.xu@bocichina.com

郭晓希 S1300521110001 xiaoxi.guo@bocichina.com

徐亚 S1300521070003 ya.xu@bocichina.com

高天然 S1300522100001 tianran.gao@bocichina.com

金融工程研究团队

郭策 S1300522080002 ce.guo@bocichina.com

李腾 S1300522080001 tengli@bocichina.com

宋坤笛 S1300123070004 kundi.song@bocichina.com

杨依晨 S1300123050021 yichen.yang@bocichina.com

郭军 S1300519070001 Jun.guo@bocichina.com

非银金融研究团队

张天愉 S1300521100002 tianyu.zhang@bocichina.com

医药生物研究团队

刘恩阳 S1300523090004 enyang.liu@bocichina.com

电新研究团队

武佳雄 S1300523070001 jiexiong.wu@bocichina.com

李扬 S1300523080002 yang.li@bocichina.com

机械研究团队

陶波 S1300520060002 bo.tao@bocichina.com

曹鸿生 S1300523070002 hongsheng.cao@bocichina.com

化工研究团队

余嫋嫋 S1300517050002 yuanyuan.yu@bocichina.com

徐中良 S1300524050001 zhongliang.xu@bocichina.com

赵泰 S1300123070003 tai.zhao@bocichina.com

食品饮料研究团队

邓天娇 S1300519080002 tianjiao.deng@bocichina.com

社会服务团队

李小民 S1300522090001 xiaomin.li@bocichina.com

宋环翔 S1300524080001 huanxiang.song@bocichina.com

纠泰民 S1300524040001 taimin.jiu@bocichina.com

计算机研究团队

杨思睿 S1300518090001 sirui.yang@bocichina.com

电子研究团队

苏凌瑶 S1300522080003 lingyao.su@bocichina.com

李圣宣 S1300123050020 shengxuan.li@bocichina.com

茅珈恺 S1300123050016 jiakai.mao@bocichina.com

通信研究团队

庄宇 S1300520060004 yu.zhuang@bocichina.com

吕然 S1300521050001 ran.lv@bocichina.com

交通运输研究团队

王靖添 S1300522030004 jingtian.wang@bocichina.com

刘国强 S1300524070002 guoqiang.liu_01@bocichina.com

地产研究团队

夏亦丰 S1300521070005 yifeng.xia@bocichina.com

许佳璐 S1300521110002 jialu.xu@bocichina.com

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话：（8621）68604866
传真：（8621）58883554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话：（852）39886333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：108008521065
中国电信 21 省市客户请拨打：108001521065
新加坡客户请拨打：8008523392
传真：（852）21479513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话：（852）39886333
传真：（852）21479513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编：100032
电话：（8610）83262000
传真：（8610）83262291

中银国际（英国）有限公司

2/F, 1Lothbury
London EC2R7DB
United Kingdom
电话：（4420）36518888
传真：（4420）36518877

中银国际（美国）有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7BryantPark15 楼
NY10018
电话：（1）2122590888
传真：（1）2122590889

中银国际（新加坡）有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼（049908）
电话：（65）66926829/65345587
传真：（65）65343996/65323371