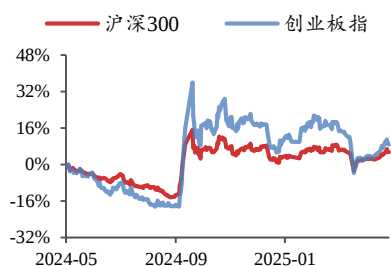


沪深300及创业板指数近1年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
汽车	1.905
机械设备	0.833
综合	0.768
医药生物	0.668
商贸零售	0.636

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
美容护理	-1.314
非银金融	-1.213
食品饮料	-1.061
银行	-0.936
石油石化	-0.836

数据来源：聚源

吴梦迪（分析师）

wumengdi@kysec.cn

证书编号: S0790521070001

观点精粹

总量视角

【宏观经济】出口高频数据尚未大幅回升——宏观周报-20250518

【宏观经济】做强国内大循环——宏观周报-20250518

【固定收益】提前定价中美会谈，转债重视结构——固收专题-20250518

【金融工程】军工板块的资金行为监测——金融工程定期-20250517

【中小盘】AI+主题系列（二）：“机器化学家”的科研范式革命——中小盘主题-20250518

【中小盘】《重组办法》新规落地，并购重组深化改革进行时——中小盘策略专题-20250518

行业公司

【医药】医药商业 2024 及 2025Q1 总结，关注龙头企稳恢复——行业周报
-20250518

【商贸零售】618 大促拉开帷幕，关注国货美妆表现——行业周报-20250518

【非银金融】引导中长期超额考核，非银板块有望增配——行业周报-20250518

【地产建筑】地方政策积极支持公募 REITs 产品发行，消费 REITs 表现持续优异
——行业周报-20250518

【地产建筑】新房二手房成交面积环比增长，持续推进城市更新行动——行业周报-20250518

【化工】关注草甘膦供给端扰动，ST 中泰撤销其他风险警示——行业周报
-20250518

【通信】腾讯资本开支营收占比超预期，阿里资本性支出承诺金额亮眼，坚定看好国产算力——行业周报-20250518

【计算机】周观点：从巨头财报看 AI 板块机会——行业周报-20250518

【食品饮料】白酒配置价值更强，大众品拥抱新消费——行业周报-20250518

【煤炭开采】中美互降关税提振下游需求，否极泰来重视煤炭配置——行业周报-20250518

【电力设备与新能源】低空经济行业周报(5月第3周):沃飞长空获120架AE200订单,需求拉动下吉林化纤碳纤维涨价——行业周报-20250518

【公用事业】高耗能行业绿电消纳要求有望提振绿电环境价值——行业投资策略
-20250518

【地产建筑】物管发展节奏更沉稳, Reits 迎来新机遇——行业深度报告-20250516

【农林牧渔】4 月猪价淡季不淡，5 月猪价中枢或进一步抬升——行业点评报告
-20250516

【银行】低基数下的大行存贷增速差改善——4 月央行信贷收支表要点解读
-20250515

研报摘要

总量研究

【宏观经济】出口高频数据尚未大幅回升——宏观周报-20250518

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 郭晓彬（联系人）证书编号：S0790123070017

供需：出现结构性积极变动

1.建筑开工：基建水泥用量超过 2024 年同期。最近两周（5 月 3 日至 5 月 16 日），石油沥青装置开工率季节性位置边际回升，磨机运转率、水泥发运率等季节性位置有所回落，或表明道路交通开工水平好于其他项目。基建水泥出库量超过 2024 年同期，与 2023 年同期持平，房建项目水泥用量仍处历史低位，资金方面，建筑工地上资金到位率同比低于 2024 年同期。

2.工业生产端，开工保持季节性中高位。最近两周，工业开工整体景气度仍处于历史中高位。化工链开工率处于历史同期高位，汽车半钢胎开工率有所回落但保持历史中高位，焦化企业开工率表现略弱。

3.需求端，建筑需求偏弱，汽车与家电需求转好。最近两周，建筑需求弱于历史同期，螺纹钢、线材、建材表观需求低于历史同期。汽车销售转弱，乘用车四周滚动销量同比有所回升，中国轻纺城成交量处于同期历史中位，义乌小商品价格指数有所回落，主要家电线上、线下销售额均高于 2024 年同期。

商品价格：震荡偏强运行

1.国际大宗商品：原油与黄金下行，基本金属上行。最近两周，原油价格先降后升，均值有所回落；铜、铝价格均值有所回升；金价有所回落。

2.国内工业品：震荡偏弱运行。最近两周，国内定价工业品震荡偏强运行。螺纹钢价格有所反弹，焦炭有所回升，部分化工品、建材价格出现反弹迹象。

3.食品：震荡下行。最近两周，农产品价格震荡下行，猪肉价格震荡运行。

地产与流动性：新建房成交维持历史低位，资金利率震荡回落

1.新建房：总体成交维持历史低位，一线城市转好。最近两周（5 月 4 日至 5 月 17 日），全国 30 大中城市商品房成交面积平均值较上两周环比回升 2%，从季节性上弱于历史同期，较 2023、2024 年同期分别变动-45%、-5%。2024 年 9 月地产政策放宽以来，部分需求得以一次性释放，新建房成交历史位置上升至历史高位，当前已回落至历史低位，建议关注后续增量政策可能性。一线城市成交面积同比转正，较 2023、2024 年分别变动-22%、+23%。

2.二手房：北京、深圳成交同比边际回落。价格方面，截至 5 月 5 日，二手房出售挂牌价指数有所回落；成交量方面，最近两周（5 月 4 日至 5 月 17 日），北京、深圳成交同比边际回落，上海二手房成交面积延续历史高位，较 2024 年同期分别同比+4%、+8%、+34%

3.流动性：资金利率震荡回落。最近两周，资金利率震荡回落。截至 4 月 18 日，R007 为 1.63%，DR007 为 1.64%；央行实现货币净回笼 16363 亿元；质押式回购成交量共为 46 万亿元。

出口：高频数据尚未大幅回升，据截至 5 月 17 日数据，5 月出口同比或在 0%左右

最近两周，从港口 AIS 与港口吞吐量数据指标看，5 月出口同比或有所回落，据截至 5 月 17 日数据，5 月出口同比或将在 0%左右。日频出口运输数据呈现一定韧性，但并未大幅回升。

风险提示：大宗商品价格波动超预期，政策力度超预期。

【宏观经济】做强国内大循环——宏观周报-20250518

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 沈美辰（分析师）证书编号：S0790524110002

国内宏观政策：金融政策标志“以我为主”政策启幕

过去两周（5月4日-5月18日）国内宏观主要聚焦以下几个方面：

经济增长方面，国务院召开做强国内大循环工作推进会，国务院总理李强强调，要深刻认识和准确把握当前经济形势，把发展的战略立足点放在做强国内大循环上，以国内大循环的内在稳定性和长期成长性对冲国际循环的不确定性。

基建与产业方面，近两周政策聚焦加快提升农业科技创新体系整体效能；工信部召开部分省份工业经济运行座谈会，以高质量发展的确定性应对外部环境急剧变化的不确定性；科技部推动加快构建科技金融体制；中办、国办印发《关于持续推进城市更新行动的意见》，提出八方面主要任务，其中包括：推进城镇老旧小区整治改造，开展完整社区建设，推进老旧街区、老旧厂区、城中村等更新改造等。加大中央预算内投资等支持力度，通过超长期特别国债对符合条件的项目给予支持。中央财政要支持实施城市更新行动。

货币方面，5.7日一行一局一会发布“一揽子金融政策”，宣布降准降息、下调结构性货币政策工具利率、下调公积金贷款利率、增加3000亿元科技创新和技术改造再贷款额度等，标志着“以我为主”政策的启幕。此外央行发布一季度货币政策执行报告，多篇专栏从不同角度体现出宏观政策思路的转变，明确指出提振消费是当前扩大内需稳增长的关键点。

消费方面，省市持续发放上亿规模消费券，领域聚焦内外贸一体化、首发经济、“商文旅体健”融合、“两新”消费，从工会渠道提升职工消费潜力等。

金融监管方面，金融监管总局和证监会在5月7日发布会提出一系列金融政策，对资本市场的支持态度明显加强，一是坚定稳市场。“全力支持中央汇金公司发挥好类‘平准基金’作用”，并与央行健全支持资本市场货币政策工具长效机制相配合共同稳股市。二是持续引导中长期资金入市。具体包括印发并落实《推动公募基金高质量发展行动方案》、扩大保险资金长期投资试点范围（近期拟批复600亿元）、调降保险公司股票投资风险因子等。

贸易方面，中美贸易摩擦态势有所缓和，中美双方同时取消对对方加征的91%的关税，并在90日内暂缓20%关税。但关于美方对中方的芬太尼关税，还并未达成进展，外交部表示，美方如果真心想同中方合作，就应该停止对华抹黑推责，以平等、尊重、互惠的方式同中方对话。

海外宏观政策：美联储等待观望；英美达成贸易协定

海外宏观政策聚焦美联储最新利率决议、全球贸易政策、印巴达成停火协议等。

美联储5月维持联邦基金利率目标区间在4.25%-4.5%不变。FOMC声明称，经济前景的不确定性进一步增加，失业率上升、通胀上升的风险都已经增加。将继续以3月会议宣布的更慢速度缩减资产负债表。美联储主席鲍威尔表示，美联储可以耐心，无需急于降息，特朗普的表态“根本不会影响美联储的工作”。

关税政策方面，除中美谈判取得进展外，美英已达成贸易协定，英国政府同意在进口美国食品和农业产品方面作出让步，以换取美方降低对英国汽车出口的关税；而卡塔尔、印度均已与美方展开贸易相关对话，日本首相石破茂将在7月与美国达成贸易协议。

5月10日，巴基斯坦和印度双方发声明以达成停火协议。

风险提示：国内外货币政策持续分化，国内政策执行力度不及预期。

【固定收益】提前定价中美会谈，转债重视结构——固收专题-20250518

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 刘伟（分析师）证书编号：S0790524070008

市场回顾

大类资产方面：上证综指、万得全 A 分别上涨 0.76%、0.72%，全市场日均成交额 1.27 万亿，5 月 12 日中美日内瓦经贸会谈联合声明“大幅降低双边关税”，以及 4 月社融增速 8.7%再次确认经济回升，提振市场情绪。

标普 500、纳斯达克上涨 5.27%、7.15%，与中美声明和 4 月非农超预期有关。

其他方面，伦敦金价格下跌 3.75%，与全球地缘缓和以及美元回升有关。

转债市场方面：中证转债上涨 0.32%，截至 5 月 16 日，转债价格、转股和纯债溢价率中位数分别为 120 元、30.98%、14.74%。

行业上，金融、汽车、银行等表现良好，当前市场风格变化明显，缺乏持续赚钱效应的板块，本周或受金融数据超预期和自动紧急制动系统征求意见稿有关，此外高股息开始有所表现。

条款上，强联、雪榕不赎回，润达、英搏、豪能预计满足赎回。家联下修。

市场动态

(1) 5 月 12 日，商务部发布中美日内瓦经贸会谈的联合声明，中美双方就关税政策做出调整，双方暂停 24% 的附加关税（保留 10%）并取消部分加征关税，并约定自 2025 年 5 月 14 日起开始执行，初步执行时间为 90 天。关税缓和，一方面促进中美贸易阶段性再次正常开展，90 天缓冲期或推动对美出口加速，另一方面中美脱钩为长期趋势，出口企业“转出口”或寻求欧洲或东南亚市场替代，或是出口企业的长期策略。

(2) 5 月 14 日，中国人民银行发布 4 月金融数据，4 月社会融资规模增量为 1.16 万亿元，大幅同比多增 1.22 万亿元，月末社会融资规模存量同比增长 8.7%，前值为 8.4%。社融增速再超预期，主要与政府债券同比多增 1.07 万亿有关，不宜认为“社融不是居民或企业拉动而认定为结构不好”，政府拉动同样提升总需求。此外，考虑到政策节奏加快和出口阶段加速，经济或继续回升。

(3) 5 月 14 日，腾讯发布 2025 年一季度财报，Q1 营收达 1800 亿元，同比增长 13%，归属股东净利润同比增长 14%至 478 亿元。2025 年一季度资本开支达 274.8 亿元，同比增长 91%，占营收 15%。一季度资本开支基本符合预期，满足“资本支出将占收入的低两位数百分比”。同时，当前 AI 应用主要在广告上，关于 AI 对用户变化影响仍需要继续观察。

(4) 5 月 13 日，特斯拉官方微博发布人形机器人擎天柱（Optimus）“跳舞”视频，并表示其人形机器人优化“仿真到现实”（Sim-to-Real）的训练代码，通过强化学习完成训练。

(5) 下周关注事件：经济数据、华为机器人发布会、小米 YU7 发布会等。

转债观点

本周在“中美会谈下关税缓和”和金融数据超预期的明显利好提振下，上证指数和中证转债仅分别上涨 0.76% 和 0.32%，市场涨幅并不明显。

我们认为，涨幅偏低或与“当前市场强有效”有关，即中美会谈之前由于关税已经明显偏离正常水平，市场提前定价“中美关税下降”。从结构上看，包括电子、家电、机器人等出口占比高的板块，中美联合声明出来之前，指数基本已经回到“对等关税”之前的水平，对关税冲击修复已经非常充分。

展望后市，我们维持观点，2025 年转债处于新一轮上升周期之中，这一趋势的逻辑是“经济出清充分和经济处于复苏之中”导致。比如，社融增速已经从 2024 年 11 月 7.8%持续回升至 2025 年 4 月，以及 PPI：生产资料同

比基本见底。

另一方面，我们认为，短期缺乏增量信息，市场或维持震荡，等待新的变量。

考虑到无论是中美关税问题，或在 3 个月内不会出现显著变化，或者是，财政前置和阶段性政策刺激（降准降息等）已经于 5 月 7 日发布，市场基本定价充分。板块上，前期带动市场赚钱效应的“机器人和 AI”，同样已经定价量产和资本开支，需要实质性量产落地或者 AI 应用之后，才会有新的推动，整体上，市场或处于阶段的平衡和观察期之中。

标的上，稳健标的，包括上银、常银、华安、蓝天、温氏等转债；弹性标的，包括中宠转 2、道通、银轮、集智、利民、强联、安集、鼎龙等转债。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

【金融工程】军工板块的资金行为监测——金融工程定期-20250517

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 苏俊豪（分析师）证书编号：S0790522020001

军工板块 5 月以来上涨 4.72%

军工板块近期表现火热，中证军工指数（399967.SZ）从沪深市场中选取十大军工集团控股的且主营业务与军工行业相关的上市公司证券，以及其他主营业务为军工行业的代表性上市公司证券作为指数样本，以反映军工行业公司的整体表现。我们对军工板块的资金行为进行全方位监测。

2025 年 5 月以来，受印巴冲突等题材催化，军工板块热度陡增，截至 5 月 15 日，军工指数本月上涨 4.72%，超额同期万得全 A 指数 1.21%。

军工板块资金动向

公募实时持仓：我们基于基金净值、持仓披露、调研行为等市场公开信息，对公募基金持仓进行了实时测算。测算结果显示，公募基金对军工板块配置仓位 2025 年以来有所回升；

ETF 资金持仓：A 股指数投资的大时代正在到来。近年来，指数投资产品呈现供需两旺的繁荣气象，2024 年四季度末公募 ETF 基金总规模已突破 3.7 万亿元。测算结果显示，ETF 资金持仓占军工板块股票市值比例 2024 年以来持续上升；

两融余额动向：融资余额 9 月 25 日之后大幅反弹向上，融券处于较低水平。

军工板块成分股资金行为解析

机构调研：楚江新材、纳睿雷达、中兵红箭等调研次数最多；

雪球大 V：中航成飞、国睿科技、中航沈飞等受到关注最高；

主力资金：宗申动力、中航沈飞、联创光电等买入最多；

龙虎榜：奥普光电、中航成飞、宗申动力等曾出现在龙虎榜；

高频股东户数：航锦科技、中航成飞、华丰科技等股东户数增幅相对较高。

风险提示：模型测试基于历史数据，市场未来可能发生变化。

【中小盘】AI+主题系列（二）：“机器化学家”的科研范式革命——中小盘主题-20250518

周佳（分析师）证书编号：S0790523070004 | 赵晨旭（联系人）证书编号：S0790124120019

机器化学家能学、能想、能做，实现从效率到思维范式的突破

“机器化学家”是由人工智能驱动的全流程化学研究系统，通过融合“化学大脑”、机器人实验员和智能化学工作站三大模块，具有完整的人工智能软件、复杂的内部循环以及以高通量执行单独规划的循环实验能力。“机器化学家”的运作基于“能学-能想-能做”三阶段智能闭环。(1) 能学：通过自然语言处理模型与云端大脑阅读海量文献，为科研认知提速；(2) 能想：结合量子化学计算、分子动力学模拟等物理模型，结合大数据与人工智能技术进行思考和模拟计算；(3) 能做：通过机械臂和智能工作站自动执行计算-合成-表征-测试的全流程，自主完成实验验证。与传统化学研究范式相比，机器化学家实现了从效率到思维范式的突破。首先是效率跃升，单台机器化学家日均实验量达 2000 次，传统试错法需数十年至千年级周期，而机器化学家可压缩至数周；第二是数据驱动，他可以基于海量数据挖掘与跨尺度模拟，突破人类经验主义的局限；第三是可迁移复制，通过代码复制即可批量部署“科学家”，突破人类培养周期限制。

机器化学家赋能多领域研发，新科研范式正加速来临

机器化学家正从实验室迈向更广阔的应用场景，未来发展将呈现多维度突破。在材料科学领域，机器人化学家成功助力光学活性薄膜材料、铜系金属卤化物基固态电解质等新材料的研发，效率提升超百倍；在生物医药领域，默克公司利用机器化学家直接评估化合物对靶标蛋白的亲合性，大幅缩短药物开发周期；在深空探测领域，机器化学家“小来”成功创制出火星制氧催化剂，仅用 6 周便完成传统范式下 1400 年的工作量。在化工领域，机器化学家正助力国家能源集团建设煤化工催化剂智慧实验室。未来，中国科大计划建设“机器化学家大楼”，拟部署上百机器人及上千智能工作站，日均实验量百万次，实现研发效率指数级提升。

受益标的

志特新材：注册控股子公司，布局化学机器人与 AI4S 新材料产业化。2025 年 5 月，公司注册控股子公司“志特小临智能科技”，主营业务为化学机器人平台以及通过 AI4S 新范式进行新材料研发与产业落地，正式进军化学机器人领域。依托中科大精准智能实验室技术储备，“志特小临”已经储备超级隔热材料、固态电池材料等数十款材料。其中，超级隔热材料保温系数是涂层型气凝胶的两倍，可用于建筑隔热、汽车玻璃隔热、新能源电池防燃爆等领域。超级隔热材料可做成涂层用于建筑领域，公司作为建材领域龙头企业，渠道遍布中东、东南亚、非洲、南美等地区，因此“超级隔热材料”跟公司主营业务具备较强协同性。

晶泰控股：以人工智能赋能和机器人驱动的创新型研发平台。自主研发机器人自动化学实验室，为生物基材料、新型化学表面活性剂等提供材料研发解决方案。

风险提示：技术落地不及预期、合作进展不及预期、下游需求不及预期等。

【中小盘】《重组办法》新规落地，并购重组深化改革进行时——中小盘策略专题-20250518

周佳（分析师）证书编号：S0790523070004

修订《重组办法》，多措并举持续深化并购重组市场改革

2025 年 5 月 16 日，证监会发布修订后的《上市公司重大资产重组管理办法》（以下简称《重组办法》），旨在进一步深化上市公司并购重组市场改革。《重组办法》以激发并购重组市场活力、提高并购重组审核效率、优化并购重组监管机制为核心，从建立重组股份对价分期支付机制、提高对财务状况变化、同业竞争和关联交易监管的包容度、新设重组简易审核程序、明确上市公司之间吸收合并的锁定期要求、鼓励私募基金参与上市公司并购重组等五大方面作出了全面规定，有助于进一步提高上市公司并购重组活跃度，助力资本市场高质量发展。

多方面提升监管包容度，进一步助力新质生产力发展

财务状况变化方面，将“改善财务状况”调整为“不会导致财务状况发生重大不利变化”，为上市公司收购有助于补链强链和提升关键技术水平的优质未盈利资产扫清障碍，进一步助力上市公司发展新质生产力。同业竞争和关联交易方面，将“有利于上市公司减少关联交易、避免同业竞争、增强独立性”的要求调整为“不会导致新

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

增重大不利影响的同业竞争，以及严重影响独立性或者显失公平的关联交易”，有助于在防范利益输送等风险的基础上通过市场化机制促进更多优质标的资产通过并购重组进入上市公司体系。

多环节优化审核效率，进一步加大产业整合支持力度

修订后的《重组办法》新设重组简易审核程序，明确符合条件的并购重组交易可直接绕过交易所并购重组委，在5个工作日内直接完成注册。这一改革将并购重组审核流程从之前的数月压缩至两周内，显著提高了并购重组的审核效率。同时，重组简易审核程序适用于上市公司之间换股吸收合并和不构成重大资产重组的优质上市公司（市值超过100亿元且信息披露质量评价连续两年为A）发行股份购买资产等两类并购交易，表明政策鼓励头部上市公司通过并购重组加大产业整合力度，未来如北方华创收购芯源微等同行大额并购有望愈发活跃。

多路径激发市场活力，进一步畅通“募投管退”良性循环

分期支付机制方面，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交易的批文有效期延长至48个月。这有助于上市公司结合标的后续经营状况灵活调整股份支付安排，显著缓解了上市公司并购重组过程中的短期流动性压力。吸收合并锁定期方面，对被吸并方控股股东等设置6个月锁定期（构成收购则延长至18个月），对其他股东不设锁定期。这既强化了关键股东的长期责任以保障整合稳定性，又赋予中小股东流动性便利。私募基金“反向挂钩”机制方面，明确私募基金投资期限满48个月的，第三方交易中锁定期限由12个月缩短为6个月，重组上市中控股股东、实际控制人及其控制的关联人以外的股东的锁定期限由24个月缩短为12个月。这既激励了长期资本参与上市公司并购重组，又在防范短期套利风险的同时进一步畅通了“募投管退”良性循环。

风险提示：政策变动风险、流动性风险。

行业公司

【医药】医药商业 2024 及 2025Q1 总结，关注龙头企稳恢复——行业周报-20250518

余汝意（分析师）证书编号：S0790523070002 | 巢舒然（联系人）证书编号：S0790123110015 | 石启正（联系人）证书编号：S0790125020004

零售药店：低点已过，逐步迈入行业整合期，业绩修复正当时

中小药店经营压力增大，赋能头部企业集中度提升，同时业绩修复正当时，关注政策回暖带来的潜在增量。（1）行业层面：在监管趋严、价格透明度提高的趋势下，小型连锁药店及单体药店面临较大的经营压力，根据中康 CMH 数据，2024Q4 零售药店数量出现负增长，迎来拐点，逐步进入“市场整合期”。我们认为合规运营、精细化管理、选品和服务能力更强的大型连锁药店将进一步凸显优势，有望在“市场整合期”中进一步提高市场占有率，促进行业集中度提升。（2）业绩层面：2024 年零售药店行业面临流感等季节性疾病发病率较高、药品比价政策出台、药品追溯码落地等因素影响，自 2024Q2 开始季度间业绩表现开始呈现较大波动，但我们认为伴随行业对 2024 年“事件性”影响因素的良好消化以及合规运行程度的提高，未来有望一方面受益于连锁药店高合规度运营带来监管趋势回暖等；另一方面受益于各企业自身精细化运营、降本增效、门店理性拓展、新品类/新业态销售模式探索等实现经营业绩的企稳回升。（3）政策及专业资格层面：2023 年 2 月 15 日国家医保局发布《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》，积极支持定点零售药店开通门诊统筹服务、完善定点药店门诊统筹支付政策、明确定点零售药店纳入门诊统筹的配套政策，推动处方流转、医药分业。我们认为伴随统筹政策的持续推进，各省市处方外流各环节有望逐步打通、推进使用程度，促进线下药店客流量提升；同时头部企业也在积极布局门诊统筹、院边店、DTP 药房等专业资格门店，有望更好的承接外流处方，对现有部分区域统筹流转催化相对不明显的企业带来良好的业绩正循环。

推荐标的：益丰药房、老百姓、健之佳；受益标的：大参林、一心堂、漱玉平民。

医药流通：市场扩容，行业集中度提升，关注龙头经营质量提高

政策支持流通企业规模化发展，“4+N”竞争格局持续深化。随着两票制的推行，药品流通链条缩短，占据上下游资源先发优势的龙头企业更易获取业务，同时随着药品流通市场规模的持续扩容、零售药店以及基层医疗终端份额占比的提升、带量采购政策的深入推进等，行业集中度有望进一步提升。同时伴随 AI 技术、CSO 业务等的使用和开展，龙头企业具备先发优势，强者恒强。推荐标的：九州通、百洋医药；受益标的：华润医药、上海医药等。

推荐及受益标的

推荐标的：制药及生物制品：泽璟制药-U、诺诚健华、科伦博泰生物-B、一品红、和黄医药、海思科、艾力斯、艾迪药业、人福医药、恩华药业、京新药业、健康元；中药：东阿阿胶、江中药业、天士力、济川药业、羚锐制药、悦康药业、方盛制药、佐力药业；科研服务：昊帆生物、毕得医药、百普赛斯、皓元医药、海尔生物、奥浦迈、阿拉丁；原料药：普洛药业、健友股份、华海药业、奥锐特、博瑞医药；医疗器械：奥泰生物、安杰思、英科医疗、万孚生物、可孚医疗、圣湘生物、迈瑞医疗、开立医疗、澳华内镜、康拓医疗；CXO：药明康德、药明合联、药明生物、诺泰生物、博腾股份、泓博医药；医疗服务：爱尔眼科、通策医疗、美年健康、海吉亚医疗、锦欣生殖；零售药店：益丰药房。

风险提示：政策落地不及预期、行业整合不及预期、行业竞争格局恶化

【商贸零售】618 大促拉开帷幕，关注国货美妆表现——行业周报-20250518

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 陈思（联系人）证书编号：S0790124070031

618 电商大促开启，电商平台玩法简化，国货美妆表现持续亮眼

本周 618 电商大促拉开帷幕，从平台政策玩法看有几点特征：（1）从活动周期看，淘系、抖音、京东、拼多多等周期再度拉长，通过超长周期覆盖、补贴加码争夺流量；（2）从活动机制看，各平台从“满减凑单”到“立减优惠”缩短了消费者决策路径，不仅提升消费者体验，同时有助于回归消费者真实需求，建立长期品牌心智。5 月 13 日李佳琦开启美妆节预售，（1）选品方面，直播间覆盖美妆产品 385 个、品牌 145 个，分别同比增长 3.8%、2.8%，美妆品牌参与度全面提升，其中国货产品数量占比过半；（2）销售表现方面，截至 5 月 14 日凌晨 1:30，李佳琦直播间预售首日美妆 GMV 达到 25-35 亿元，实现同比正增长；其中 241 个产品销量破万，7 款爆品突破 10 万件大关，TOP10 国货品牌数量提升，毛戈平、同频首次进入 TOP20 榜单；（3）从趋势看，可复美胶原棒、珀莱雅双抗精华等国货大单品表现持续亮眼，呈现国货崛起与新品爆发双轮驱动态势。综合看，本次 618 大促各平台简化玩法、加大立减力度，有望对大促销售起到正向作用，618 大促对品牌方营收贡献不容小觑，建议关注销售综合实力强劲的国货美妆品牌。

行业关键词：山姆、美白专利、李佳琦 618、永辉超市、纯净美妆等

【山姆】山姆会员店计划 2025 年在中国新增 8 家门店。

【美白专利】巨子生物首个美白专利问世。

【李佳琦 618】李佳琦直播间 618 预售首日美妆 GMV 达 25-35 亿元。

【永辉超市】永辉超市预计 7 月底实现调改门店突破 150 家。

【纯净美妆】水羊股份投资纯净美妆品牌朱栈。

板块行情回顾

本周（5 月 12 日-5 月 16 日），商贸零售指数报收 2145.14 点，上涨 1.72%，跑赢上证综指（本周上涨 0.76%）

0.96 个百分点，板块表现在 31 个一级行业中位居第 7 位。零售各细分板块中，本周互联网电商板块涨幅最大，2025 年年初至今品牌化妆品板块领跑。个股方面，本周跨境通（+26.1%）、国光连锁（+26.0%）、国芳集团（+24.1%）涨幅靠前。

投资建议：关注情绪消费主题下的高景气赛道优质公司

投资主线一（黄金珠宝）：关注具备差异化产品力和消费者深度洞察力的黄金珠宝品牌，重点推荐老铺黄金、潮宏基、周大生等；

投资主线二（线下零售）：关注顺应趋势积极变革探索的零售企业（超市、百货、连锁），重点推荐永辉超市、爱婴室等，受益标的重庆百货等；

投资主线三（化妆品）：关注具备差异化且能力持续迭代的优质国货美妆品牌，重点推荐毛戈平、珀莱雅、上美股份、巨子生物、润本股份、丸美生物等；

投资主线四（医美）：关注具备差异化管线的医美产品厂商，重点推荐爱美客、科笛-B 等，受益标的锦波生物等。

风险提示：消费恢复不及预期、行业竞争加剧、政策风险等。_x000c__x000c_

【非银金融】引导中长期超额考核，非银板块有望增配——行业周报-20250518

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 卢崑（分析师）证书编号：S0790524040002

周观点：引导中长期超额考核，非银板块有望增配

本周保险和券商板块分别上涨 3.58%/2.18%，非银板块本周跑赢沪深 300 或受《行动方案》引导公募基金中长期考核影响。以 2025 年 1 季度末主动偏股类基金重仓股数据测算，非银金融板块低配 5.47%（以行业自由流通市值为基准），在 31 个一级行业中低配比例最高。目前券商板块 PB（LF）1.3 倍，位于 2013 年以来 22%分位，中长期看，非银板块中部分低估值优质标的有望获增配。关注后续公募渠道降费细节，继续推荐低估值、零售优势突出券商，推荐盈利稳健、高股息率的江苏金租。

券商：上市公司重大资产重组新规发布，进一步提升并购重组活力

（1）本周日均股基成交额 1.52 万亿，环比-11.2%，本周新成立股+混基金规模 47.5 亿，环比-22%。（2）5 月 16 日证监会正式公布实施修订后的《上市公司重大资产重组管理办法》，在简化审核程序、建立分期支付机制和提升监管包容度等方面作出优化，进一步提升上市公司并购重组活跃度，主要修改内容：A.建立重组股份对价分期支付机制。B.提高对财务状况变化、同业竞争和关联交易监管的包容度。C.新设重组简易审核程序，适用简易程序的重组交易无需交易所并购重组委审议，证监会在 5 个工作日内作出是否予以注册的决定。D.优化锁定期要求，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”，鼓励私募基金参与上市公司并购重组。证监会披露：2025 年以来，上市公司筹划资产重组更加积极，已披露重大资产重组约 90 单，是 2024 年同期的 3.3 倍，已实施完成的重大资产重组交易金额超 2000 亿，是 2024 年同期的 11.6 倍。（3）券商板块估值和机构持仓位于低位，宏观层面稳经济稳股市举措延续，叠加年报和 1 季报业绩持续同比增长，继续看好券商板块机会。三条选股主线：业绩弹性突出的零售优势券商、金融科技和并购主线。看好受益于港股市场活跃度提升的香港交易所。

保险：1 季度保险行业增配权益资产，股票和基金规模占比升至 12.8%

（1）金监总局披露，2025 年一季度保险公司原保险保费收入 2.2 万亿，同比增长 0.8%；2025Q1 末保险业金融机构（不含专业保险中介机构）总资产 37.8 万亿，较年初增长 5.4%，期末保险资金运用余额中股票和基金合计 4.47 万亿，占比环比提升+0.44pct 至 12.79%，余额环比增长 8.8%，持续增配权益资产。（2）从全年展望看，下半年新单基数较高，全年 NBV 增速较 2024 年有所回落，经营质态有望持续提升，个险报行合一和分红险占比提升利于降低负债端成本；国内稳增长稳股市举措延续，关注权益市场 beta 催化，看好低估值寿险和财险标的。

推荐及受益标的组合

推荐标的组合：江苏金租，中国财险，香港交易所；指南针，东方证券，东方财富，财通证券；中国人寿，中国太保。

受益标的组合：国信证券，九方智投控股，中国银河，招商证券，同花顺，新华保险。

风险提示：资本市场波动对投资收益带来波动风险；保险负债端不及预期。

【地产建筑】地方政策积极支持公募 REITs 产品发行，消费 REITs 表现持续优异——行业周报-20250518

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002 | 胡耀文（分析师）证书编号：S0790524070001 | 杜致远（联系人）证书编号：S0790124070064

地方政策积极支持公募 REITs 产品发行，消费 REITs 表现持续优异

2025 年第 20 周，中证 REITs（收盘）指数为 858.96，同比上涨 7.51%，环比上涨 1.24%；中证 REITs 全收益指数 1076.78，同比上涨 14.3%，环比上涨 1.39%。本周 REITs 市场交易规模成交量达 5.62 亿份，同比增长 24.34%；成交额达 24.42 亿元，同比增长 30.17%；区间换手率 2.92%，同比下降 20%。本周保障房、环保、高速公路、产业园区、仓储物流、能源、消费类 REITs 一周涨跌幅分别为+2.27%、-0.32%、+0.63%、+2.24%、+2.65%、-0.42%、+4.34%；一月涨跌幅分别为+3.25%、-1.00%、-0.23%、-4.36%、+3.35%、-3.17%、+5.37%。我们认为，债券市场利率中枢下行压力下，“资产荒”逻辑有望继续演绎，REITs 作为高分红、中低风险的资产，在政策力度加强以及社保金和养老金入市预期下，有望持续提升配置性价比，板块具备较好的投资机会，维持行业“看好”评级。

鼓励回收资金用于科技创新投资，地方政策积极支持公募 REITs 产品发行

福建：鼓励符合条件的优质科技型企业发行科创票据、科创公司债，探索发行知识产权 ABS、技术产权 ABS 等资产证券化产品。与证券交易所强化公募 REITs 产品政策、信息互通，支持大数据、人工智能、物联网等新型基础设施领域项目发行 REITs 产品，鼓励回收资金用于科技创新领域投资。山西：支持辖区上市和挂牌公司用好再融资、并购重组工具，提升直接融资比重。支持符合条件的企业通过交易所债券市场融资，发行公司债券、ABS、公募 REITs 等。

一周行情：消费 REITs 单周上涨 4.34%，单月累计上涨 5.37%

2025 年第 20 周，中证 REITs（收盘）指数为 858.96，同比上涨 7.51%，环比上涨 1.24%，2024 年年初至今累计上涨 13.55%，同期沪深 300 指数累计上涨 13.35%，累计超额收益+0.21%；中证 REITs 全收益指数 1076.78，同比上涨 14.3%，环比上涨 1.39%，2024 年年初至今累计上涨 24.95%，同期沪深 300 指数累计上涨 13.35%，累计超额收益+11.60%。本周保障房、环保、高速公路、产业园区、仓储物流、能源、消费类 REITs 一周涨跌幅分别为+2.27%、-0.32%、+0.63%、+2.24%、+2.65%、-0.42%、+4.34%；一月涨跌幅分别为+3.25%、-1.00%、-0.23%、-4.36%、+3.35%、-3.17%、+5.37%。

一级跟踪：15 只 REITs 基金等待上市，发行市场持续活跃

2025 年第 20 周，共有 15 只 REITs 基金等待上市，本周创金合信电子城产业园 REIT 首发申请已申报，华夏凯德商业 REIT、中银中外运仓储物流 REIT 首发申请已反馈，发行市场保持活跃。

风险提示：（1）公募 REITs 价格变动及运营风险；（2）调控政策超预期变化，行业波动加剧；（3）各类别资金入市进度不及预期；（4）项目长期分派率不及预期。

【地产建筑】新房二手房成交面积环比增长，持续推进城市更新行动——行业周报-20250518

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002 | 胡耀文（分析师）证书编号：S0790524070001 | 杜致远（联系人）证书编号：S0790124070064

核心观点：新房二手房成交面积环比增长，持续推进城市更新行动

本周我们跟踪的 68 城新房成交环比增长，同比下降，20 城二手房成交面积环比增长，同比增长。土地成交面积环比增长，同比下降，溢价率环比下降。国内信用债发行规模同环比减少。中共中央办公厅、国务院办公厅近日印发《关于持续推进城市更新行动的意见》，提出到 2030 年城市更新行动实施取得重要进展，城市更新体制机制不断完善，城市开发建设方式转型初见成效，杭州迎来 3 宗钱塘区涉宅用地出让，总土地出让面积 155058m²，总规划建筑面积 314743.9m²，总起始价 25.73 亿元。最终 3 宗地块均底价成交，共揽金 25.73 亿元。2025 年前四月销售初步企稳，四月政治局会议提出“持续巩固房地产市场稳定态势”，对地产调节政策成效给予肯定，预计后续针对房地产的政策仍将保持积极温和，预计将有更多积极的财政及货币政策出台，助力行业稳健发展。在积极的财政政策、适度宽松的货币政策下，存量收储及城中村改造工作有望加速推进，改善现有住房供求关系，加快止跌回稳进程，维持行业“看好”评级。

持续推进城市更新行动，厦门调整商业贷款利率下限

中央层面：国务院：中共中央办公厅、国务院办公厅近日印发《关于持续推进城市更新行动的意见》，提出到 2030 年城市更新行动实施取得重要进展，城市更新体制机制不断完善，城市开发建设方式转型初见成效，

地方层面：厦门：厦门商业贷款利率于 2025 年 5 月 17 日(含)开始调整，贷款利率下限调整为 LPR-45 基点。

市场端：土地成交面积环比增长，杭州土拍市场火热

销售端：根据房管局数据，2025 年第 20 周，全国 68 城商品住宅成交面积 229 万平方米，同比下降 15%，环比增加 4%；从累计数值看，年初至今 68 城成交面积达 4635 万平方米，累计同比下降 4%。2025 年第 20 周，全国 20 城二手房成交面积为 217 万平方米，同比增速+1%，前值-27%；年初至今累计成交面积 3900 万平方米，同比增速+15%，前值+16%

投资端：2025 年第 20 周，全国 100 大中城市推出土地规划建筑面积 1585 万平方米，成交土地规划建筑面积 1798 万平方米，同比下降 32%，成交溢价率为 7.2%。杭州：杭州迎来 3 宗钱塘区涉宅用地出让，东部湾新城单元 1 宗、江海之城单元 2 宗，总土地出让面积 155058m²，总规划建筑面积 314743.9m²，总起始价 25.73 亿元。最终 3 宗地块均底价成交，共揽金 25.73 亿元。

融资端：国内信用债发行规模同比减少

2025 年第 20 周，信用债发行 15 亿元，同比减少 31%，环比减少 74%，平均加权利率 2.55%，环比增加 18BP。信用债累计发行规模 1431.2 亿元，同比减少 21%。

风险提示：市场信心恢复不及预期，政策影响不及预期。

【化工】关注草甘膦供给端扰动，ST 中泰撤销其他风险警示——行业周报-20250518

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 徐正凤（分析师）证书编号：S0790524070005

本周行业观点：关注草甘膦供给端扰动，目前产品价格低位、盈利承压

据财联社 5 月 16 日报道，拜耳正准备一份计划，就密苏里州“农达”（Roundup）除草剂的部分大规模诉讼达成和解，如果和解失败，拜耳还可能寻求让子公司孟山都（Monsanto）破产。这家德国制药和生物技术集团已经支付了大约 100 亿美元来解决有关“农达”致癌的争议。孟山都是一家美国农化公司，旗下草甘膦除草剂“农达”为全球畅销的除草剂品种，此前被拜耳收购。据我们统计，目前全球草甘膦产能 118 万吨/年，海外只有孟山都具备 37 万吨/年产能，国内草甘膦合计产能 81 万吨/年，集中在兴发集团、福华化学、新安股份、江山股份等公司，2025 年以来，草甘膦价格下跌，目前产品价格、价差均处于历史低位。此前 3 月 13 日草甘膦行业反内卷现象的专题会议在北京召开。此次会议旨在深入贯彻两会提出的关于综合整治内卷竞争的精神，聚焦草甘膦行业现状，旨在全面探讨并切实解决行业内普遍存在的过度竞争、资源重复投入以及利润空间不断压缩等“内卷”问题，

以推动行业的健康可持续发展。我们认为，海外草甘膦产能供给扰动加上国内草甘膦行业反内卷将助力竞争格局的改善和龙头公司市占率的提升，有望增强草甘膦生产企业的产业链议价能力，以及提高草甘膦生产企业的持续盈利能力。【推荐标的】兴发集团（国内草甘膦龙头）、扬农化工、和邦生物等；【受益标的】江山股份（草甘膦弹性龙头）、新安股份、广信股份、润丰股份等。

本周行业新闻：ST 中泰撤销其他风险警示等

5月17日，新疆中泰化学股份有限公司公告股票交易于2025年5月19日停牌一天，于2025年5月20日开市起复牌。公司股票自2025年5月20日开市起撤销其他风险警示，证券简称由“ST 中泰”变更为“中泰化学”，证券代码仍为“002092”，撤销其他风险警示后，公司股票交易的日涨跌幅限制由5%变为10%。

推荐及受益标的

推荐标的：【化工龙头白马】万华化学、华鲁恒升、恒力石化、荣盛石化、赛轮轮胎、扬农化工、新和成、龙佰集团、盐湖股份等；【化纤行业】新凤鸣、桐昆股份、华峰化学等；【氟化工】金石资源、巨化股份、三美股份、昊华科技等；【农化&磷化工】兴发集团、利民股份、云图控股、亚钾国际、和邦生物等；【硅】合盛硅业、硅宝科技；【纯碱&氯碱】远兴能源、三友化工等；【其他】黑猫股份、振华股份、苏博特、江苏索普等。【新材料】OLED：瑞联新材、莱特光电、奥来德、万润股份、濮阳惠成；胶膜：洁美科技、东材科技、长阳科技；其他：彤程新材、阿科力、松井股份、利安隆、安利股份等。受益标的：【化工龙头白马】卫星化学等；【化纤行业】聚合顺等；【氟化工】东岳集团等；【农化&磷化工】云天化、川恒股份、苏利股份、川发龙蟒、湖北宜化等；【硅】新安股份；【纯碱&氯碱】中盐化工、新疆天业等。【新材料】国瓷材料、圣泉集团、蓝晓科技等。【其他】华锦股份等。

风险提示：油价大幅波动；下游需求疲软；宏观经济下行；其他风险详见倒数第二页标注1。

【通信】腾讯资本开支营收占比超预期，阿里资本性支出承诺金额亮眼，坚定看好国产算力——行业周报-20250518

蒋颖（分析师）证书编号：S0790523120003 | 雷星宇（联系人）证书编号：S0790124040002 | 陈光毅（联系人）证书编号：S0790124020006

腾讯 AI 正循环加速，资本开支营收占比超预期

2025年5月14日，腾讯发布2025年第一季度财报，公司2025Q1实现营收1800亿元，同比增长13%，AI能力已对效果广告与长青游戏等业务产生实质性贡献。公司正在以资本支出和运营支出的形式加大在AI领域的投资，2025Q1销售费用为79亿元人民币，同比增长4%，主要是支持AI原生应用的增长而加大促销力度，2025Q1实现资本开支275亿元，同比增长91%，资本开支营收占比达15.3%，超出2024年年报指引，其中，经营性资本开支为264亿元，同比增长近300%，主要受GPU和服务器投资增加的推动。

阿里云收入持续增长，资本性支出承诺金额亮眼

5月15日，阿里发布2025财年第四季度财报，阿里云实现收入301亿元，同比增长18%，主要由公共云业务收入增长所带动，其中包括AI相关产品采用量的提升，AI相关产品收入连续七个季度实现三位数的同比增长。公司FY2025Q4总资本开支为246亿元，同比增长121%，其中购置物业及设备的资本开支为240亿元，此外，公司于2024年3月31日和2025年3月31日，已签约但尚未计提的资本性支出承诺总金额分别为184亿元和453亿元，我们认为阿里资本开支承诺金额具备一定前瞻指引性，该部分金额有望在后面季度确认为资本开支，继续坚定看好国产算力全产业链。

持续看好国产AI算力产业链、卫星互联网、6G等七大产业方向

一、AIDC 机房建设（AIDC 机房、柴油发电机、风冷&液冷等）。推荐标的：新意网集团、英维克、宝信软件、润泽科技等；受益标的：科泰电源、金盘科技等。二、IT 侧（国产算力芯片、服务器及电源）。推荐标的：紫光股份、中兴通讯；受益标的：寒武纪、海光信息、浪潮信息、华勤技术、欧陆通等。三、网络侧（交换机及

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

12 / 21

芯片、光通信、AEC 铜连接、CDN 等)。推荐标的：紫光股份、中兴通讯、盛科通信、中际旭创、新易盛等；受益标的：锐捷网络等、博创科技、瑞可达、华丰科技、网宿科技等。四、云计算（公有云、私有云、算力租赁）。受益标的：中国移动、中国电信、中国联通、云赛智联、润建股份、宏景科技、海南华铁、大名城等。五、AI 应用：受益标的：广和通、移远通信、美格智能等。六、卫星互联网：受益标的：海格通信、铖昌科技、臻镭科技、盛路通信等。七、6G：推荐标的：中兴通讯；受益标的：硕贝德、大富科技、盛路通信、武汉凡谷、通宇通讯、世嘉科技、金信诺、信维通信、飞荣达等。

风险提示：5G 建设不及预期、AI 发展不及预期、中美贸易摩擦

【计算机】周观点：从巨头财报看 AI 板块机会——行业周报-20250518

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 刘道遥（分析师）证书编号：S0790520090001

市场回顾：本周（2025.5.12-2025.5.16），沪深 300 指数上涨 1.12%，计算机指数下跌 1.26%。

周观点：从巨头财报看 AI 板块机会

（1）腾讯、阿里相继发布 2025Q1 财报，AI 成为重要增长引擎

腾讯、阿里相继发布财报，（1）从收入及 AI 业务表现来看，腾讯控股 2025 年第一季度总收入达到 1800.22 亿元，同比增长 13%，创下过去 14 个季度的增速新高。在业绩回顾与展望部分，腾讯表示 AI 能力已经对效果广告与长青游戏等业务产生了实质性的贡献，同时也加大了对元宝应用及微信内的 AI 等 AI 机遇的投入。阿里巴巴 2025 财年第四财季营收为 2364.54 亿元，同比增长 7%；“用户为先、AI 驱动”战略持续见效，云智能集团季度收入增长加速至 18%，其中 AI 相关产品收入连续七个季度实现三位数增长。（2）从资本开支来看，腾讯资本开支为 274.76 亿元，同比增长 91.4%，占营收比例为 15.3%，符合资本开支占营收 lowteens 的指引。2025 财年第四财季阿里资本开支为 246.12 亿元，同比增长 141.9%，年初阿里宣布未来三年投入至少 3,800 亿元人民币，用于 AI 和云计算基础设施，我们认为后续季度阿里资本开支有望逐季增加。

（2）Palantir、Duolingo 等股价创历史新高，AI 应用繁荣发展

近期 Palantir、Duolingo 等股价创历史新高，Applovin、TempusAI 股价也大幅反弹，反应了投资者对 AI 应用的乐观期待。以 palantir 和 Duolingo 为例，palantir 作为一家以 AI 及大数据驱动的平台型公司，得益于 AI 技术在国防、金融、医疗领域的广泛应用，其业绩增长强劲，2025 年第一季度的营收达到了 8.84 亿美元，同比增长 39%，超出分析师预期的 8.63 亿美元。而且预计 2025 财年营收将在 38.9-39 亿美元，高于此前预测的 37.4 亿美元-37.6 亿美元。同样，Duolingo 2025 年第一季度的营收同比增长 38%至 2.307 亿美元，超出市场预期（2.2315 亿美元），在用户活跃度、付费订阅、收入增长及 AI 技术创新等多个维度，实现新突破。

投资建议

从近期国内外科技巨头的财报可以看出，AI 已经成为各行业发展重要引擎。AI 应用端推荐金山办公、鼎捷数智、迈富时、致远互联、金蝶国际、用友网络、同花顺、恒生电子、合合信息、拓尔思、科大讯飞、焦点科技、中科创达、税友股份、上海钢联等，受益标的包括海天瑞声、博彦科技、石基信息、每日互动、高伟达、汉得信息、新致软件、泛微网络、汉王科技、汉仪股份、三六零、万兴科技、彩讯股份、福昕软件、金桥信息、兴图新科等。

AI 算力端推荐海光信息、中科曙光、淳中科技、浪潮信息、神州数码等，受益标的包括优刻得、青云科技、首都在线、寒武纪、紫光股份、景嘉微、安博通、云天励飞、远东股份等。

风险提示：宏观经济环境下行风险；政策落地不及预期等。

【食品饮料】白酒配置价值更强，大众品拥抱新消费——行业周报-20250518

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 张思敏（联系人）证书编号：S0790123070080

核心观点：白酒配置价值更强，大众品拥抱新消费

5月12日-5月16日，食品饮料指数涨幅为0.5%，一级子行业排名第15，跑输沪深300约0.6pct，子行业中保健品（+8.5%）、烘焙食品（+2.4%）、乳品（+1.5%）表现相对领先。年内白酒企业营收普遍低速增长已在市场预期内，一方面源于需求仍在底部徘徊；另一方面在于酒企均给渠道减负，弱化对于回款的要求。从2025春节白酒需求、节后批价变化等角度我们认为白酒已处于底部区间，一是商务需求有边际回暖趋势；二是酒企目标务实，收缩供给增速以降低渠道压力；三是预判后续酒企业绩增速大概率逐季上行。库存去化及价盘修复是后续观察指标。当前进入行业淡季，白酒短期暂无业绩催化，但随着促经济政策落地，中长期来看宏观经济环境将呈现改善趋势，居民收入和消费意愿有望改善，白酒消费预计渐进式回暖。此外《推动公募基金高质量发展行动方案》促使机构投资向“重回报”导向转变，强调业绩比较基准的约束作用。白酒在基准指数权重较高，当前处于相对低配状态，叠加板块预期与估值均处低位，后续配置价值更加明显。

新消费是近期随着商业模式和消费观念变革而兴起的新型消费形态，其核心在于以消费者需求为导向，通过产业整合重构消费场景和体验。而在食品饮料行业中，新消费通常体现在新渠道上。当前部分线下零售渠道面临流量流失、利润率下滑等问题，传统线下零售渠道在运营模式、服务方式等方面的不足日益显现，导致其竞争力下降，市场份额被不断挤压，部分线下渠道开始积极求变，给上游品牌供应方带来机会。一是部分商超企业效仿山姆会员店模式，严格要求于进店品类，更注重产品品质，力求为消费者提供高品质体验，具有较强产品力与品牌力的上游供应企业将会受益；二是部分定位于中端消费的商超企业为了获得持续的客流量，开始进行差异化选品，同时综合考虑产品性价比，这就要求上游供应商同时具备品牌力、产品创新能力以及成本管控能力；三是以低价模式为主的连锁折扣业态，也在重新思考价格之外的核心竞争力，品类的丰富度及低成本的微创新或是突破之道。而无论哪种变革，均是零售业态自身以渠道力去主动匹配品牌供应商，这就要求供应商具备较强的品牌力、产品力以及创新能力。不单单是口味的创新，产品差异化、品类丰富度可能成为更重要的考量条件。建议关注头部零食品牌以及具备单品突破的公司，推荐西麦食品、有友食品、百润股份等，受益标的包括零食量贩万辰集团、盐津铺子，此外还需关注即将在港股上市的零售有鸣。

推荐组合：山西汾酒、贵州茅台、西麦食品

（1）山西汾酒：汾酒短期面临需求压力，但中期成长确定性较高。汾牌产品结构升级同时杏花村、竹叶青同时发力，全国化进程加快。（2）贵州茅台：公司将深化改革进程，以更加务实的姿态，强调未来可持续发展。公司分红率提升，此轮周期后茅台可看得更为长远。（3）西麦食品：燕麦主业稳健增长，线下基本盘稳固，新渠道开拓快速推进。原材料成本迎来改善，预计盈利能力有望提升。

风险提示：经济下行、食品安全、原料价格波动、消费需求复苏低于预期等。

【煤炭开采】中美互降关税提振下游需求，否极泰来重视煤炭配置——行业周报-20250518

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

本周要闻回顾：中美互降关税提振下游需求，否极泰来重视煤炭配置

（1）动力煤方面：从价格端来看，本周动力煤港口价格小跌，截至5月16日，秦港Q5500动力煤平仓价为614元/吨，环比下跌16元/吨，跌幅2.54%；截至5月16日，CCTD动力煤现货价（Q5500）为629元/吨，环比下跌14元/吨，跌幅2.18%。从供给端来看，国内生产方面，截至5月11日，晋陕蒙三省442家煤矿开工率81.3%，环比上涨0.2个百分点，当前晋陕蒙开工率与2024年同期水平相近；进口方面，截至5月16日，进口印尼3800大卡华南到岸价为436元/吨，较同品种内贸煤价格优势为-28元/吨，进口澳洲5500大卡华南到岸价为666元/吨，较同品种内贸煤价格优势为-12元/吨，随着内贸煤价格延续下跌，当前内贸煤与进口煤价格倒挂进一步加深，5月以来内外价差持续倒挂，进口煤量或延续减少趋势。从库存端来看，截至5月16日，环渤海港库存3253.3万吨，环比下跌51.8万吨，跌幅1.57%，当前港口库存仍处于近年来同期高位，较2024年同期水平高800万吨。从

需求端来看，截至 5 月 15 日，沿海八省电厂日耗合计 180.5 万吨，环比上涨 7.1 万吨，涨幅 4.09%，甲醇开工率 83.7%，环比下跌 0.5pct，尿素开工率 86.4%，环比下跌 0.95pct，水泥开工率 48.25%，环比上涨 4.12pct，伴随迎峰度夏电煤需求旺季临近，有望带动港口库存去库并支撑动力煤价格。（2）炼焦煤方面：从价格端来看，截至 5 月 16 日，京唐港主焦煤报价 1320 元/吨，环比持平。从需求端来看，截至 5 月 16 日，国内主要钢厂日均铁水产量 244.7 万吨，周环比下跌 1 万吨，跌幅 0.41%，国内主要钢厂盈利率 59.29%，周环比+0.41pct，下游开工仍具韧性，本周中美双方发布《中美日内瓦经贸会谈联合声明》，双方互相取消及暂缓关税并双方各自保留 10% 的关税，有利于提振下游钢铁出口需求，但考虑到铁水产量已经回升至高位，进一步上升空间有限，加之钢材消费淡季即将到来，在第二轮焦炭提涨尚未落地的情况下，本周河北、天津地区部分钢厂开启了焦炭首轮提降，对湿熄焦炭下调 50 元/吨、干熄焦炭下调 55 元/吨，预计短期内焦煤市场仍以稳为主。从政策端来看，本周中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于持续推进城市更新行动的意见》，提出多项城市更新目标，到 2030 年城市更新行动实施取得重要进展，城市更新体制机制不断完善，城市开发建设方式转型初见成效等，城市更新按下加速键有望进一步刺激煤焦钢需求。

投资逻辑：煤炭黄金时代 2.0，煤炭核心价值资产有望再起

煤炭股稳健红利投资逻辑：当前国内经济运行偏弱，海外面临特朗普上台之后关税政策打压，美国处于降息周期且国内利率也进入下行通道，煤炭稳健红利仍可配置，此外保险资金已在 24 年 11 月底完成考核，当前已开始新的布局期，煤炭等红利板块且国资背景风险小，或成为险资布局的首选方向。**煤炭股周期弹性投资逻辑：**3 月两会召开之后，无论动力煤还是炼焦煤价格均处于低位，随着供需基本面的持续改善，两类煤种有望企稳反弹，其中动力煤存在区间内弹性而炼焦煤是完全弹性；当前宏观政策已表现力度很大，市场更期待政策落地后反映在需求上的真实效果，2025 年“两会”之后，政策方案落实以及开春施工季的来临，煤炭的需求和价格均有望体现出向上趋势，煤炭股周期属性将显现。煤炭板块有望迎来重新布局的起点：一是宏观政策利好和资本市场支持力度。2024 年 9 月 24 日以来，高层持续出台稳增长政策，降准降息，且加大房地产的支持政策，力度和密集程度高于以往，且强化对资本市场的重视和政策支持；二是高分红且多分红已成趋势。2024 年以来多家上市煤企公告中期分红方案（兖矿能源/陕西煤业/电投能源/冀中能源/上海能源/中煤能源/辽宁能源），凸显 2024 年市值管理改革对央企国企分红政策的促进作用；煤炭板块作为国资重地，积极响应政策号召，且有从央企向地方国企推开之势，未来分红比例及频次均有望持续提升，煤炭板块高分红高股息投资价值更加凸显。三是产业资本入局预示行情底部来临。2024 年下半年来，广汇能源、兖矿能源、平煤股份、淮北矿业等相继披露股东增持和上市公司回购方案，或预示产业资本认可当前为板块价值底部，且增持成本显著低于一级市场购买或二级资产注入，复盘历史股东增持后市场表现，后续股价上行概率或明显提高。四主线精选煤炭个股将受益：主线一，红利逻辑：【中国神华、陕西煤业、中煤能源（分红潜力）】；主线二，周期逻辑：【平煤股份、淮北矿业】；主线三，多元化铝弹性：【神火股份、电投能源】；主线四，成长逻辑：【广汇能源、新集能源】。

风险提示：经济增速下行风险，供需错配风险，可再生能源加速替代风险。

【电力设备与新能源】低空经济行业周报（5 月第 3 周）：沃飞长空获 120 架 AE200 订单，需求拉动下吉林化纤碳纤维涨价——行业周报-20250518

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001

四川省积极推进低空产业发展，沃飞长空获 120 架 AE200 意向采购订单

政策端：中央空管委印发专项措施，四川省积极推进低空产业发展。5 月 13 日，中央空管委印发专项措施，重点围绕健全低空管理体系、优化空域资源配置、提升运行服务质效、夯实基础支撑能力、强化依法管空用空等方面，向全国空管系统部署加强低空空管工作。同日，四川省召开低空经济产业链协同发展暨产品发布会，四川省发改委主任代永波在会上表示，四川将设立总规模 30 亿元的低空经济专项基金。低空运行管理试点逐步放宽，2025 年规划了超 40 万平方公里的报备空域。5 月 14 日，四川省发展和改革委员会、四川省经济和信息化厅、四川省科学技术厅、四川省财政厅印发《支持低空经济发展的若干政策措施》的通知，涵盖基础设施、场景应用、科技攻关、低空制造、专项基金 5 大板块共 16 条政策措施。商业化方面：进程持续推进。5 月 12 日，沃飞长空请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

与中行四川省分行、中银金租达成战略合作，三方签署 120 架 AE200 意向采购订单。5 月 15 日，牧羽天航空 1.3 吨混合动力货运 eVTOL 飞行器 AT1300 “飞行重卡”的型号合格证（TC）申请获民航华东局正式受理。我们认为，低空经济已经迎来从宏观（国家层面产业规划）到中观（各地地方补贴）再到微观（基建主机招标、应用场景打造）的纵向落地，建议关注低空经济后续板块行情，推荐标的卧龙电驱、绿能慧充，受益标的：（1）低空制造：万丰奥威、宗申动力等；（2）低空基建：莱斯信息、深城交等；（3）低空运营：深圳机场、中信海直、祥源文旅、岭南控股、西域旅游等。

本周板块行情：A 股标的的中吉林化纤领涨，中美关税达成共识下美股普涨

5 月 12 日-5 月 16 日低空经济 A 股相关标的平均涨跌幅为 -0.4%，其中，涨幅前五标的分别为吉林化纤（+24.5%）、珠海冠宇（+5.2%）、智莱科技（+4.9%）、宁德时代（+4.5%）、岭南控股（+4.2%）；跌幅前五的标的分别为云路股份（-7.1%）、广电计量（-5.8%）、西测测试（-5.6%）、中科星图（-4.5%）、豪鹏科技（-4.2%）。美股方面，普遍表现出色，ArcherAviation（+51.0%）领涨。

吉林化纤上调碳纤维价格，金帝股份、恒拓开源在低空领域取得进展

5 月 13 日，吉林化纤发布调价函，受低空经济拉动、无人机需求、出口爆增，湿法 3k 碳纤维供不应求，各品牌产品每吨分别上涨 10000 元。据悉，2025Q1 吉林化纤调整碳纤维产品价格，自 2025 年 3 月 18 日起湿法 1K 产品价格不变，3K/6K 产品价格上涨 5000 元/吨，12K/25K/35K/50K 碳丝产品价格上涨 3000 元/吨，干法 T700 及 T800 级别 12K 碳丝产品价格上涨 3000 元/吨。5 月 17 日，恒拓开源表示已成功中标某头部客户价值约 190 万元的项目，机载通讯导航设备预计将很快获得正式订单。同日，金帝股份表示 eVTOL 电机已完成样品交付。

风险提示：产业政策落地速度不及预期，低空应用场景在 C 端普及不及预期。

【公用事业】高耗能行业绿电消纳要求有望提振绿电环境价值——行业投资策略-20250518

周磊（分析师）证书编号：S0790524090002

发改委首次全面提出高耗能行业绿电消费比例要求，有望激发绿证市场活力

2025 年 3 月，发改委发布《关于促进可再生能源绿色电力证书市场高质量发展的意见》，首次全面提出行业绿电消费比例要求，加快提升钢铁、有色、建材、石化、化工等行业企业和数据中心，以及其他重点用能单位和行业的绿色电力消费比例，到 2030 年原则上不低于全国可再生能源电力总量消纳责任权重平均水平；国家枢纽节点新建数据中心绿色电力消费比例在 80%基础上进一步提升。高耗能行业在终端电力需求中占据重要地位，明确高耗能行业绿电消费比例要求有望激发绿证市场活力，提振绿证价格。

绿证供给端：补发冲击接近尾声，市场供给压力有望缓解

2024 年，我国绿证核发实现全覆盖，包括常规水电、地热能及分布式光伏项目，并完成了建档立卡项目 2022 年 6 月至 2023 年 12 月的绿证补发工作，全年累计核发绿证 47.34 亿个，其中可交易绿证 31.58 亿个。短期供给激增导致绿证价格大幅下跌，从 2024 年 1 月的 153.2 元/个跌至 12 月的 2.6 元/个。绿证有效期 2 年，自电力生产月起算；2024 年之前的绿证有效期延长至 2025 年底。随着补发部分的存量绿证逐步到期，2026 年起供给冲击有望减弱，绿证市场供需结构有望改善。假设可再生能源发电量稳定增长，绿证核发覆盖率逐年提升，预计 2025 年绿证核发量约 25 亿个，2026-2027 年达 30 亿量级，2030 年达 40 亿量级。

绿证需求端：高耗能行业强制消纳政策驱动绿证消费增长

2024 年绿证交易量仅占核发量的 14.12%（4.46 亿个），消费动能不足。近期政策端持续加码，2024 年发改委提出电解铝行业绿色电力消费目标，并要求使用绿证核算，2025 年开始考核；2025 年 3 月发改委将绿电强制消费范围扩展至其余高耗能行业和数据中心。2024 年钢铁、有色、建材、石化、化工五大高耗能行业用电 2.69 万亿千瓦时，占全社会用电量的 27.32%。据中国信通院预测，中性场景下，2030 年我国数据中心用电量将超 4000 亿千

瓦时。高耗能行业绿电消费比例要求有望激发绿证市场活力，助力绿电环境价值充分定价。

绿证价格回升有望提振新能源发电运营商 ROE 水平

2025 年绿证市场或经历“阵痛期”，但随着供给压力缓解及高耗能行业强制消费落地，绿证价格有望回归合理水平（假设单价 20 元、消费比例 50%，对应环境价值 10 元/兆瓦时）。绿证收入将显著提升新能源运营商盈利能力，以龙源电力为例，2024 年龙源电力绿证交易量 1023 万张，估算绿电环境价值覆盖率为 48.7%，绿证价格每上涨 10 元，度电净利润提升 4.5%。建议优选 A/H 股资产优质、估值低位的新能源发电运营商。受益标的：大唐新能源(H)、龙源电力(H)、中国电力(H)、中广核新能源(H)、新天绿色能源(H)、三峡能源、江苏新能、嘉泽新能、节能风电、中闽能源、浙江新能等。

风险提示：绿证市场量价不及预期；电网及灵活性资源建设不及预期；市场化电价波动风险；风光制造业价格波动风险；可再生能源补贴回款风险。

【地产建筑】物管发展节奏更沉稳，Reits 迎来新机遇——行业深度报告-20250516

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002 | 胡耀文（分析师）证书编号：S0790524070001 | 杜致远（联系人）证书编号：S0790124070064

物管行业规模增速放缓，第三方拓展解局

根据中指研究院数据，截至 2024 年末，中国物管行业在管规模达 314.1 亿平，同比增长 4%，2020-2024 年复合增长率达 4.9%，百强物企在管面积增速连续三年回落，合管比降至 1.27。2021 年以来，百强物企收入增速和在管面积增速趋势一致，虽然收入保持稳健增长，但增速降至个位数，毛利率和净利率均呈下降趋势。18 家样本物企中，11 家 2024 年收入同比增长或减亏，业绩表现符合预期；2024 年毛利率和净利率基本为近三年低值，管理费率基本为近三年较低，银行存款及现金总额同比下降 1.4%，整体在手现金依然较充裕，派息比例依旧稳健，股息率维持较高水平。

物管行业 2025 年发展机遇：三大方向助力板块价值重构

(1) 好房子、好服务概念下，优质服务成为核心竞争力，受此影响物企陆续推出新产品、好服务抢占市场。(2) AI 时代下，物企通过对项目硬件和管理软件进行升级改造，实现成本的解节约及管理效率的提升。(3) 房屋养老金政策下，城市更新和老旧小区改造迎来机遇，布局新赛道有望改善低价项目的盈利空间。

REITs 趋势及展望：关注政策支持的扩容方向及高分红资产

2025 年初至今，中国公募 REITs 市场呈现显著的结构分化，抗周期板块表现强劲而顺周期板块承压。未来趋势上，短期内市场或继续受宏观波动影响，弱周期板块（如保障房、消费）若回调可能凸显配置价值，顺周期板块（如仓储、产业园）需关注内需修复与估值错杀机会；长期来看，政策支持的扩容方向（如养老、新型基建 REITs）及利率下行背景下高分红资产的吸引力或推动市场结构性机会深化。未来 REITs 市场将延续扩容与分化的双重趋势。在政策常态化发行和资产类型多元化的推动下，市场规模预计持续扩张，底层资产将进一步覆盖新基建、智慧城市、文旅等新兴领域，同时存量项目扩募提速将强化市场流动性。

投资建议

物管方面，行业在管规模增速放缓，第三方项目竞争解局，新拓规模有所下降，头部物企陆续退出低质项目和业务后，物企整体在管项目质量提升，借助 AI 提升人效，管理成本有所压降，未来盈利能力有望进一步改善。我们认为，物管行业从规模扩张导向转成服务品质导向的过程中，逐渐回归品质，质价相符、服务品质突出、能够提供优质增值服务的企业或将得到更好的支持与发展，推荐标的：(1) 非住业务占比较高，对房地产依赖相对较小的综合类开发公司：华润万象生活、绿城服务、招商积余等；(2) 关联地产公司销售拿地强势，市占率明显提升：滨江服务、建发物业。REITs 方面，债券市场利率中枢下行压力下，“资产荒”逻辑有望继续演绎，REITs 作为高分红、中低风险的资产，在政策力度加强以及社保金和养老金入市预期下，有望持续提升配置性价比，当

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

前时间节点重点板块需围绕“稳增长”与“新业态”两条主线，持续关注扩容+分化逻辑，注意板块周期及利率敏感资产创造的波段机会。

风险提示：调控政策超预期变化、房地产销售复苏不及预期、第三方拓展竞争加剧、增值业务毛利率下行、项目长期分派率不及预期。

【农林牧渔】4月猪价淡季不淡，5月猪价中枢或进一步抬升——行业点评报告-20250516

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001 | 王高展（联系人）证书编号：S0790123060055 | 朱本伦（联系人）证书编号：S0790124060020

行业：4月猪价淡季不淡，5月猪价中枢或进一步抬升

4月猪价淡季不淡，5月供给缺口传导将至叠加需求边际向好，猪价中枢或进一步抬升。据涌益咨询，2025年4月全国生猪销售均价14.80元/公斤，环比+1.33%，同比-1.95%。涌益监控样本2025年4月屠宰量421.30万头，环比-4.54%，同比+6.76%。涌益样本5月计划出栏较4月实际出栏+1.98%。展望后市，供给端前期能繁淘汰缺口及冬春季腹泻病毒变异流行仔猪损失缺口传导将至，5月生猪出栏增量有限，需求端猪肉消费边际向好。外围看，中美贸易摩擦谈判互征关税下降虽超预期，但实际关税仍高于贸易摩擦前，饲料原料及替代肉类成本抬升。内外因素共同驱动下，5月猪价中枢或延续抬升态势，2025年猪价中枢有支撑。

生猪出栏均重或逐步开启下行，标肥价差收窄对猪价压制有限。截至2025年5月15日，涌益样本生猪出栏均重129.71公斤/头，周环比持平，周同比+3.99公斤/头，150kg肥猪较120kg标猪溢价收窄至0.04元/公斤。受气温升高及标肥价差收窄乃至倒挂影响，生猪出栏均重或逐步开启下行。受高饲料原料及猪腹泻疫病影响，二育进场再度转谨慎，2025年5月1-10日行业销至二育生猪占实际销量比重降至2.83%（同比-2.97pct，环比-0.68pct），二育栏舍利用率至44%。后市生猪仍存在阶段性供给缺口，标肥价差收窄及二育出货冲击对猪价压制有限。

4月生猪养殖利润及行业能繁存栏环比均增加。行业4月自繁自养头均盈利69.44元/头（月环比+63.63%），涌益样本2025年4月能繁存栏环比+0.96%。4月行业适度补栏能繁且对应生猪出栏部分仍落在2026年春节前，预计2025年5月能繁补栏及配种提升有限。截至2025年5月15日，规模场15kg仔猪价格达630元/头（同比-59元/头），仔猪仍处补栏旺季，价格或维持相对高位运行。

企业：4月上市猪企生猪出栏均价环比分化，出栏均重环比分化

截至2025年5月9日，12家上市猪企发布4月生猪销售数据。上市猪企4月合计出栏生猪1623.68万头，同比+37.22%。牧原股份、温氏股份、新希望、正邦科技、ST天邦、大北农、中粮家佳康、天康生物、唐人神、金新农、京基智农、神农集团4月出栏量分别为811.10、317.57、159.60、60.98、47.09、60.11、47.20、24.47、43.52、10.65、18.66、22.73万头，分别同比+48.8%、+27.9%、+8.1%、+236%、+3.4%、+16%、+93.4%、+1.6%、+38%、+0.9%、-2.8%、+32.8%。

出栏均重方面，3家企业公布出栏均重，温氏股份、正邦科技、大北农4月商品猪出栏均重分别为117.0/132.8/124.3公斤/头，环比变动-1.2/+2.50/+0.34公斤/头。

销售均价方面，牧原股份、温氏股份、新希望、正邦科技、大北农、中粮家佳康、天康生物、京基智农、神农集团4月商品猪销售均价分别为14.66、14.92、14.70、14.40、14.64、14.85、14.32、15.19、14.68元/公斤，分别环比变动+2.5%/+0.3%/+2.2%/-2.13%/+1.9%/+3.1%/+4.75%/-1.0%/-1.0%。

风险提示：猪价异常波动、疫病不确定性、上市公司养殖成本下降不及预期。

【银行】低基数下的大行存贷增速差改善——4月央行信贷收支表要点解读-20250515

刘呈祥（分析师）证书编号：S0790523060002 | 吴文鑫（分析师）证书编号：S0790524060002

负债端：低基数下大行存贷增速差缩窄；非银存款高增

4月末大行和中小行存贷增速差均明显改善，但逻辑并不相同：

(1) 大行：4月末大行存贷增速差为-2.15%（3月为-4.79%），环比明显改善，主要受益于存款低基数的影响。存款低基数指的是2024年4月手工补息叫停，使得大行存款增速短期明显放缓。若剔除非银存款，我们测算一般性存款的4月单月值为-20340亿元，净流出规模仍然较大。但不同于Q1提价发存单、拉长存单期限，4月大行同业存单呈现“量降价平”，主要由于贷款增长较为乏力，银行负债缺口缩窄。

(2) 中小行（包括股份行）：存贷增速差自2024年5月至今上升趋势明显，截至2025年4月末为2.74%，负债缺口较小。我们认为主要为大行高息存款被收紧后，目前仍有一些中小行的存款挂牌利率高于大行，部分存款右大行流入中小行，后续中小行挂牌利率下调仍有一定空间。

此外，非银存款同比多增，主要由于理财及股市催化。一是理财等资管产品继续增长，截至2025年4月末理财规模升至31.1万亿元，同比增长2.3万亿元；二是4月初对等关税政策引发恐慌情绪后，股市经历了修复和反弹，部分资金进入股市推升非银存款。

资产端：贷款仍主要由票据贡献

(1) 贷款节奏较快，仍有冲量特征。4月大行境内贷款同比多增1921亿元，但结构仍有待改善——短贷、中长贷同比几乎持平，票据融资贡献较大增量，一般性实体需求仍有待提升。

(2) 债券投资同比多增，主要受低基数影响。4月大行债券投资同比多增4970亿元，主要为低基数的影响。2024年4月大行在农商行增持利率债期间减持长债兑现收益，当月债券投资罕见出现负增长（-2110亿元）。

资金面：降准落地，流动性宽松延续

4月流动性整体充裕，R007与DR007剪刀差一度缩窄至3BP，流动性分层缓解。一方面是政策主动宽松，如4月央行买断式逆回购投放1.2万亿元；另一方面由于银行信贷增长乏力，银行流动性压力短期缓解，同时表内存款流出使得非银流动性也较为充裕。5月7日包括降准和降息的一揽子政策出台后，我们预计流动性宽松延续，看好结构性的信贷增长空间，但需关注内外部环境变化的潜在风险。

投资建议：红利稳固可持续，稳增长驱动顺周期

红利稳固可持续，稳增长驱动顺周期。随着降准、降息落地及关税政策调整，看好5~6月信贷回暖，全年贷款同比或基本持平。我们预计2025年银行业绩表现基本稳定，营收和净利润增速稳步回升。继续看好稳定股息的红利策略持续性，推荐中信银行、光大银行，受益标的农业银行、招商银行、北京银行；顺周期标的推荐苏州银行，受益标的江苏银行、成都银行、常熟银行。

风险提示：宏观经济增速下行，政策落地不及预期等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

¹ 根据新凤鸣 2024 年三季报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团有限责任公司控股孙公司共青城胜帮投资管理有限公司持有新凤鸣 5.43% 的股份。尽管开源证券与共青城胜帮投资管理有限公司分别属于陕西煤业化工集团有限责任公司的控股子公司和孙公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对共青城胜帮投资管理有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与新凤鸣不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn