



2025年05月16日

晨会纪要20250516

证券分析师:

王敏君 S0630522040002

wmj@longone.com.cn

证券分析师:

王洋 S0630513040002

wangyang@longone.com.cn

证券分析师:

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

重点推荐

- 1.老百姓 (603883): 深耕优势区域, 业绩有望逐渐企稳向好——公司简评报告
- 2.政府融资驱动社融较快增长, 贷款边际放缓——银行业“量价质”跟踪(十四)

财经要闻

- 1.鲍威尔表示随着经济 and 政策不断变动, 长期利率可能会走高
- 2.美国4月PPI数据发布
- 3.中国人民银行、科技部、金融监管总局和中国证监会联合召开科技金融工作交流推进会
- 4.央行公告: 优化“互换通”的机制安排

正文目录

1. 重点推荐	3
1.1. 老百姓 (603883): 深耕优势区域, 业绩有望逐渐企稳向好——公司简评报告	3
1.2. 政府融资驱动社融较快增长, 贷款边际放缓——银行业“量价质”跟踪 (十四)	4
2. 财经新闻	6
3. A 股市场评述	7
4. 市场数据	9

1.重点推荐

1.1.老百姓（603883）：深耕优势区域，业绩有望逐渐企稳向好——公司简评报告

证券分析师：杜永宏，执业证书编号：S0630522040001；证券分析师：赖菲虹，执业证书编号：S0630525050001，dyh@longone.com.cn

投资要点

阶段性因素导致业绩短期下滑。公司 2024 年实现营业收入 223.58 亿元（同比-0.36%），归母净利润 5.19 亿元（同比-44.13%），扣非归母净利润 4.96 亿元（同比-41.18%）；2025 年 Q1 实现营业收入 54.35 亿元（同比-1.88%，环比-11.27%），归母净利润 2.51 亿元（同比-21.98%，环比+325.63%），扣非归母净利润 2.43 亿元（同比-21.59%，环比+319.76%）。报告期内，公司处于成长期的新门店亏损、闭店损失和新增折旧摊销影响较大，且出于审慎原则 2024 年 Q4 计提商誉减值损失 1.08 亿元，导致公司业绩短期下滑。

加盟、联盟及分销业务表现较好，新零售生态全域发力。2024 年公司零售业务实现营收 191.07 亿元（同比-1.25%），加盟、联盟及分销实现营收 31.05 亿元（同比+5.92%）；中西成药实现营收 176.85 亿元（同比+1.72%），中药实现营收 17.04 亿元（同比-10.40%），非药品实现营收 29.69 亿元（同比-5.76%）。公司持续丰富新零售业务产品线，线上线下全链发展，2024 年线上渠道销售总额（含加盟）约为 24.7 亿元，同比增长约 24%。2024 年末 O2O 外卖服务门店达 12,659 家，24 小时门店达 694 家，分别同比增长 18.72%、10.86%。公司持续加大专业药事服务建设，2024 年末具有双通道资格的门店达 329 家（同比增加 49 家，+17.50%），直营店中医保门店占比 93.84%。

火炬项目提升毛利率效果显现，折旧摊销增加影响净利率。公司 2024 年-2025Q1 分别实现毛利率 33.17%、34.22%（同比+0.62pct、-0.98pct），净利率 3.06%、0.29%（同比-1.95pct、-1.32pct）；拆分各业务板块毛利率，零售业务为 36.42%（同比+0.73pct），加盟、联盟及分销业务为 13.06%（同比+1.42pct）；中西成药为 31.57%（同比+0.83pct），中药为 43.20%（同比+0.04pct），非药品为 36.93%（同比+0.80pct）；公司常态化实施“火炬项目”，践行商采体系精细化管理，梳理并重构商品选品逻辑，从源头上提升毛利率水平。费用率方面，公司销售/管理/财务费用率 2024 年分别为 22.13%、5.63%、0.77%，同比+1.78pct、+0.34pct、-0.02pct；销售费用率的提升在于新店数量增加导致的人工、房租、折旧摊销费用增加；管理费用率的提升系管理人员增加导致人工费增加和工程转固带来的折旧摊销增加。

把握下沉市场机遇，优势省份持续深耕。截至 2024 年末，公司门店数量达到 15,277 家，2024 年净增加门店 1,703 家，同比增长 12.55%，增速有所放缓（2022-2023 年门店净增长 29.11%、25.88%）。公司集中资源聚焦优势省份，2024 年新增门店中优势省份及重点城市占比 86%。2025 年公司将继续聚焦优势市场、加速吸纳存量市场，在优势市场进行少量的填空式开店和资产收购，把握行业出清整合机遇。公司积极开拓下沉市场，2024 年新增门店中地级市及以下门店占比为 80%，截至 2024 年末地级市及以下门店占比为 77%。公司通过深耕下沉持续挖掘市场潜力。

投资建议：考虑到行业竞争加剧、政策不确定性等多因素的影响，我们下调公司 2025/2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 6.92/7.99/9.09 亿元（原预测：13.38/16.38 亿元），EPS 分别为 0.91/1.05/1.20 元。公司作为连锁药店的龙头型企业，业绩有望逐渐企稳向好，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧的风险，行业政策不确定风险，门店扩张不及预期风险等。

1.2.政府融资驱动社融较快增长，贷款边际放缓——银行业“量价质”跟踪（十四）

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：中国人民银行公布4月金融数据。4月末，社会融资规模余额同比增长8.7%，金融机构人民币贷款余额同比增长7.2%，M2与M1分别同比增长8%与1.5%。据《金融时报》报道，4月企业新发放贷款加权平均利率约3.2%（较Q1下降0.1pct），个人住房新发放贷款加权平均利率约为3.1%（与Q1持平）。

受Q1投放节奏前置影响，4月信贷边际放缓。4月实体经济人民币贷款（社融口径）新增844亿元，创近年同期新低，同比少增2505亿元。一方面反映Q1较强投放力度对临近月份的透支效应；另一方面反映需求端仍受房地产与消费偏弱、隐债置换及关税预期等不稳定因素约束。在近年需求放缓的背景下，以上两个因素多次引发信贷波动。因此，评估信贷形势时，宜综合前后多个月份数据来衡量。4月末，金融机构人民币贷款与社融人民币贷款增速分别为7.2%与8.3%，高于7%的目标（预期GDP增速5%+目标通胀水平2%），属于较快增速，能够体现适度宽松货币政策效果。结构上看，企业短贷与中长贷、居民短贷弱于去年同期；居民中长贷略好于去年同期；票据贴现与去年同期持平，或仍有一定冲量成分。企业债券较3月明显改善，读数高于去年同期，反映利率回落后，发债需求恢复常态。

政府融资继续靠前发力，驱动社融保持较快增长。4月政府债发行依然维持较大力度，新增政府债券9762亿元，较去年同期多增1.07万亿元。受其驱动，社融增速进一步提升0.3个百分点至8.7%。政府工作报告明确今年新增政府债务总额达11.86万亿元，较上年增加2.9万亿元，增速约32%，远高于社融7%的增速目标，这为信贷需求波动提供充足对冲空间。节奏上来看，财政靠前发力特征明显，Q2随着关税负面影响显现，信贷仍会保持较大支持力度，社融在其影响下或呈现“前高后低”的走势。

后续信贷在总量充裕的前提下，会更加聚焦于优化结构。根据政府工作报告，消费价格指数目标从3%下调至2%后，社融增速目标相应从8%下降至7%。在财政力度明显加大的事实面前，该目标实现难度不大。根据对两会政策及2025年信贷市场工作会议的理解，结合近期结构性工具扩容政策事实，我们认为后续信贷发力会兼顾总量与结构。居民领域仍会向消费、经营倾斜，对公领域向小微、科创、资本市场、绿色倾斜，以配合消费、科创、民生等领域的支持性财政、产业政策组合，并满足关税压力下可能会提升的流动性需要。

M2增速受低基数影响明显回升，M1增速小幅回落。M2与M1分别同比增长8.0%与1.5%，分别较3月末+1pct、-0.1pct。M2增速明显回升，主要是因为去年4月禁止“手工补息”引发较大规模存款脱媒，基数较低。M1增速小幅回落，反映企业及居民对流动性的需求依然偏弱。非银存款明显高于去年同期，可能是因为“开门红”过后，存款向理财、债基、货币基金等固定收益产品季节性回流，同期债市受关税影响而走强，强化了这一过程。

贷款定价趋于理性，货币政策节奏相对友好，息差压力趋缓。根据《金融时报》记者报道，4月企业新发放贷款加权平均利率约3.2%（较Q1分别-0.1pct），个人住房新发放贷款加权平均利率约为3.1%（与Q1持平）。5月7日，一揽子政策的降息效应涉及除存款外的大部分计息负债与生息资产。鉴于银行负债端降息效应较此前政策更广泛，同时5月LPR潜在降幅较为温和，我们认为现阶段政策组合对银行息差相对友好。我们对覆盖银行的测算数据显示，在当前利率条件下，预计2025年息差下行压力将明显小于2024年。Q2关税影

响将陆续显现，地产及消费复苏动能仍待观察，未来不排除货币政策进一步宽松。届时若息差压力加大，按照贷存联动规律，国有行新一轮存款降息窗口或逐步打开。

投资建议：关注稳定分红与复苏潜力投资主线。现阶段政策组合对银行资金端的影响大于投资端，总体上对息差较为友好。另外，在风险上升的背景下，银行对贷款定价更为理性。预计 2025 年息差下行压力将明显小于 2024 年。财政部注资国有银行、头部银行分红稳定对中长期资金吸引力较强、房地产及城投等重点领域风险放缓等积极因素支撑下，银行估值修复逻辑有望持续。零售资产风险拐点有待进一步确认，但参照此前制造业、对公房地产业不良周期，预计整体资产质量依然稳定。我们建议继续关注国有大行及头部中小银行。

风险提示：贷款利率单边下行致息差大幅收窄；住房贷款、信用卡贷款、经营性贷款风险无序上升。

2.财经新闻

1.鲍威尔表示随着经济和政策不断变动，长期利率可能会走高

当地时间 5 月 15 日，美联储主席鲍威尔在华盛顿特区举行的托马斯·劳巴赫研究会议的演讲中表示，随着经济和政策不断变动，长期利率可能会走高。鲍威尔还强调，重新考虑平均通胀目标是合适的。稳固通胀预期对美联储所做的一切都至关重要。在巨大的冲击中，必须传达对通胀前景的不确定性。同时，美联储正在调整其总体政策制定框架，以应对 2020 年疫情后通胀和利率前景的重大变化。

（信息来源：证券时报）

2.美国 4 月 PPI 数据发布

美国 4 月 PPI 年率录得 2.4%，预期 2.5%，前值由 2.70%修正为 3.4%，连续第三个月下降，为去年 9 月以来新低。4 月 PPI 月率录得-0.5%，创 2020 年 4 月以来新低，远低于市场预期的 0.2%。

（信息来源：同花顺）

3.中国人民银行、科技部、金融监管总局和中国证监会联合召开科技金融工作交流推进会

5 月 15 日，央行等 4 部门召开科技金融工作交流推进会议。会议强调，加快科技创新和技术改造再贷款政策落实，激励引导金融机构扩大科技企业首贷融资和设备更新贷款投放。更好发挥银行保险服务科技创新的重要作用，切实提升科技领域贷款投放和投资力度，纵深推进金融资产投资公司、股权投资试点、科技企业并购贷款试点等工作。建设债券市场“科技板”，运用科技创新债券风险分担工具为股权投资机构发债融资提供支持。完善支持科技创新的金融生态体系，推广“创新积分制”，建立健全科技金融统筹推进机制，深入推进科技要素市场化，提升融资对接、风险分担、信息共享等配套政策的有效性。金融机构要进一步提升服务能力，完善适应科技型企业特点的组织架构、人才队伍和风险管理体系，优化尽职免责、绩效考核等内部机制，完善金融产品体系，积极投资和承销科技创新债券，为科技型企业提供全链条、全生命周期的优质金融服务。推动北京、上海、粤港澳大湾区国际科技创新中心和成渝地区、武汉、西安等区域科技创新中心开展科技金融先行先试。

（信息来源：央行）

4.央行公告：优化“互换通”的机制安排

5 月 15 日，央行发布新闻公告：为进一步促进内地与香港金融衍生品市场协同发展，推动金融高水平对外开放，中国人民银行拟进一步丰富“互换通”产品类型。一是延长合约期限，延长利率互换合约期限至 30 年，满足市场机构多样化风险管理需求；二是扩充产品谱系，推出以贷款市场报价利率（LPR）为参考利率的利率互换合约。两地金融市场基础设施机构将陆续上线以上优化措施。下一步，内地与香港金融管理部门将继续指导两地金融市场基础设施机构，根据“互换通”的运行情况，持续完善相关机制安排，稳步推动中国金融市场进一步对外开放，稳慎扎实推进人民币国际化，支持香港国际金融中心繁荣发展。

（信息来源：央行）

3.A 股市场评述

上交易日上证指数回落收阴，分钟线指标明显走弱

证券分析师：王洋，执业证书编号：S0630513040002，wangyang@longone.com.cn

上交易日上证指数回落收阴，收盘下跌 23 点，跌幅 0.68%，收于 3380 点。深成指、创业板双双回落，主要指数多呈回落。

上交易日上证指数在前期高点连成的趋势线压力位下，没有向上突破，而是回落收阴。目前暂时处于 5 日均线支撑位。量能有所缩小，但大单资金大幅净流出超 198 亿元，金额可观。日线 MACD 虽金叉状态，但日线 KDJ 有走弱迹象。30 分钟、60 分钟线 KDJ、MACD 再度死叉共振，指数分钟线指标再度走弱。目前震荡整理尚无结束迹象，短线指数或仍有回落整理动能。下方较近支撑位分别是 60 日均线、缺口、20 日均线与 30 日均线。短线指数下方支撑力较多，30 日均线已经拐头向上，短期均线趋势向上尚未走弱。即便指数回落，回落动能或并不强，仍可等待指标修复再次寻找可做多机会。

上证指数周线呈阳 K 线，进一步趋近近期高点。5 周均线金叉 20 周均线延续，20 周均线拐头向上，周短期均线尚未走弱。周 KDJ 金叉延续，周 MACD 虽尚未金叉，但绿柱缩小，周指标仍渐次向好。若周 MACD 金叉成立，适当整理后或仍有进一步震荡盘升动能。可在震荡中加强观察。

深成指、创业板双双回落，收盘分别下跌 1.62%、1.91%，两指数在各自 60 日均线之下回落收阴，跌破各自 5 日均线并收于之下，均收凸底阴 K 线。日线 MACD 虽金叉延续，但日线 KDJ 死叉成立，日线指标有所走弱，需要时间修复。指数下方最近支撑位分别是 10 日均线与 20 日均线。两指数 20 日均线金叉 30 日均线，在金叉节点有较强短线支撑。指数目前短期均线多头排列尚未明显走弱，趋势性回落的可能性不大。在重要支撑位附近可观察指标修复情况，再度寻找可做多机会。

上交易日同花顺行业板块中，收红板块占比 20%，收红个股占比 24%。涨超 9% 的个股 56 只，跌超 9% 的个股 8 只。上交易日板块个股大多跟随上证指数回落调整。

上交易日同花顺行业板块中，美容护理板块大涨居首，收盘上涨 6.46%。我们于 2025 年 4 月 25 日关注，目前已经明显收涨。其次，种植业与林业、饮料制造、食品加工制造、农产品加工等板块活跃居前。而软件开发、通信服务、IT 服务、多元金融、其他电源设备等板块回落调整居前。化学制药、小金属、美容护理等板块大单资金明显净流入，超 85% 的板块大单资金呈净流出，其中，IT 服务、软件开发、半导体、证券、通信设备等板块，大单资金净流出居前。

保险板块，昨日收盘回落 1.37%，收墓碑线，留长上影线。指数于前一日大幅收涨，一举上破 60 日均线、半年线压力位。大涨之后指数没有再接再厉，而是回落整理。昨日量能明显缩小，目前抛盘尚未集中，大单资金大幅净流出超 8 亿元，金额可观。但指数下方支撑位较多，60 日均线以及多头排列的短期均线簇构成短线支撑。2025 年 4 月 7 日与 2025 年 4 月 30 日两个低点形成小双底形态，也构成重要支撑。从月线看，指数自 2015 年 6 月震荡回落，最大跌幅超过 90%，目前仍处相对低位。20 月均线金叉 60 月均线，金叉节点也构成较强支撑，月的均线条件向好。指数回落空间小，上涨空间大，震荡中仍可加强观察。

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 (%)
化妆品	4.56	IT 服务 II	-3.36
个护用品	3.09	软件开发	-3.12
渔业	2.43	其他电源设备 II	-2.99
动物保健 II	2.32	通信设备	-2.76
食品加工	1.55	家电零部件 II	-2.74

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

2025/05/15	名称	单位	收盘价	变化
资金	融资余额	亿元,亿元	17995	11.63
	逆回购到期量	亿元	1586	/
	逆回购操作量	亿元	645	/
国内利率	1 年期 MLF	%	2	/
	1 年期 LPR	%	3.1	/
	5 年期以上 LPR	%	3.6	/
	DR001	%,BP	1.4120	0.24
	DR007	%,BP	1.5245	0.74
国外利率	10 年期中债到期收益率	%,BP	1.6798	0.62
	10 年期美债到期收益率	%,BP	4.4500	-8.00
	2 年期美债到期收益率	%,BP	3.9600	-9.00
股市	上证指数	点,%	3380.82	-0.68
	创业板指数	点,%	2043.25	-1.92
	恒生指数	点,%	23453.16	-0.79
	道琼斯工业指数	点,%	42322.75	0.65
	标普 500 指数	点,%	5916.93	0.41
	纳斯达克指数	点,%	19112.32	-0.18
	法国 CAC 指数	点,%	7853.47	0.21
	德国 DAX 指数	点,%	23695.59	0.72
	英国富时 100 指数	点,%	8633.75	0.57
	美元指数	/,%	100.7911	-0.24
外汇	美元/人民币(离岸)	/,BP	7.2053	-58.00
	欧元/美元	/,%	1.1184	0.09
	美元/日元	/,%	145.69	-0.72
国内商品	螺纹钢	元/吨,%	3118.00	0.39
	铁矿石	元/吨,%	736.50	1.17
	COMEX 黄金	美元/盎司,%	3243.90	1.99
国际商品	WTI 原油	美元/桶,%	61.15	-3.17
	LME 铜	美元/吨,%	9600.00	0.08

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