

2025 年 3 月 17 日 星期一

分析师推荐

【东兴电子】兴森科技（002436.SZ）：深耕 PCB 行业，受益于 AI+ 国产替代双轮驱动（20250317）

公司是国内 PCB 样板快件、批量板细分领域的龙头企业，股权结构稳定。根据 Prismark 公布的 2023 年全球 PCB 前四十大供应商，公司位列第二十九名。公司产品应用于通信、工控、轨道交通、医疗电子、计算机及外设、半导体等领域，资源遍及全球三十多个国家和地区。公司股权结构稳定，各子公司分工明确，协同合作。截至 2024 年三季度报，邱醒亚作为公司实际控制人，占股 14.46%，为第一大股东。

公司围绕“PCB”与“半导体”两大核心业务，近年来 IC 封装基板营收占比不断提升。公司半导体业务聚焦 IC 封装基板，国产化进程加快，产能有望进一步提升。FCBGA 封装基板已通过多家客户认证、交付数款样品订单，现已进入小批量量产阶段。公司 PCB 样板、小批量板保持总营收 75% 以上的占比，IC 封装基板在 2020-2023 年间营收占比不断提升，截至 2023 年已占总营收的 15.32%。

公司在面临 2023 年 PCB 行业景气度波动的情况下，FCBGA 封装基板业务持续加大投入，未来 IC 载板业务有望取得突破。从毛利率水平来看，PCB 业务毛利率最高，2023 年 PCB 行业景气度下行，产品毛利率有所波动。2023 年受 PCB 行业波动影响，公司为在行业内保持一定的市场份额相应调整产品价格，各项业务的毛利率均有不同程度的波动。公司目前处于业务投入期，2024 年前三季度营收为 43.51 亿元，同比增加 9.1%，归母净利润为 -0.32 亿元，同比减少 116.59%。公司净利润减少主要原因为 FCBGA 封装基板业务费用投入大，且该项目仍处于市场拓展阶段，尚未实现大批量生产，人工、折旧、能源和材料费用投入较大。2020-2023 年兴森科技研发费用持续增加，2023 年研发费用为 4.92 亿元，同比增长 28.46%，主要用于 IC 封装基板的项目的投资建厂。公司持续增加研发费用投入，为 IC 封装基板业务开拓提供有力支持。

AI 芯片市场规模的快速增长与国产存储芯片进口替代进程加速有望成为 IC 载板业务增长的两大引擎。封装基板是一种用于集成电路封装的关键材料，是用于建立芯片（IC）与印刷电路板（PCB）之间的讯号链接，作用是承载芯片，连接芯片与 PCB 母板。根据基材的不同，IC 载板可以分为 BT 载板和 ABF 载板。全球 AI 芯片市场规模快速增长，预计到 2033 年，全球 AI 芯片市场规模将从 2024 年的 144 亿美元到 2033 年的 2386.7 亿美元，年复合增速为 36.6%，AI 芯片市场规模的快速增长将成为 ABF 载板的成长引擎。预计到 2034 年，全球存储芯片市场规模将从 2024 年的 1251 亿美元增至 3920 亿美元，复合年增长率为 12.1%。其中，中国的存储芯片市场规模为 276.5

A 股港股市场

指数名称	收盘价	涨跌%
上证指数	3,371.92	-0.23
深证成指	10,843.23	-0.17
创业板	2,191.27	-0.58
中小板	6,718.79	0.01
沪深 300	3,927.23	-0.36
香港恒生	24,145.57	0.77
国企指数	8,928.45	0.57

A 股新股日历（本周网上发行新股）

名称	价格	行业	发行日
浙江华业	20.87	基础化工	20250317

*价格单位为元/股

A 股新股日历（日内上市新股）

名称	价格	行业	上市日
----	----	----	-----

*价格单位为元/股

数据来源：恒生聚源, 东兴证券研究所

亿美元，年增长率达 12.4%。随着国内存储芯片国产化突破，拉动国内 BT 载板的需求，预计国产 BT 载板需求会进一步提升。

公司盈利预测及投资评级：公司深耕 PCB 行业，受益于下游 AI 的拉动与存储芯片国产替代双轮驱动，公司 IC 载板业务有望取得突破。预计公司 2024-2026 年收入增速分别为 16.32%、23.34%、25.66%；归母净利润分别为 -1.83、1.41 和 4.02 亿元，对应 EPS 分别为 -0.11、0.08 和 0.24 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：（1）下游行业波动风险；（2）IC 载板项目进展不及预期；（3）市场竞争加剧风险；（4）技术迭代风险。

（分析师：刘航 执业编码：S1480522060001 电话：021-25102913；研究助理：李科融 执业编码：S1480124050020 电话：021-65462501）

【东兴银行】银行业：政府债支撑社融提速（20250317）

事件：3 月 14 日，中国人民银行发布 2025 年 2 月社融金融数据。

观点总结：1-2 月社融同比多增，存量社融增速升至 8.2%，主要贡献在于今年政府债靠前发力。而实体贷款投放偏弱，一方面是 1 月储备项目大额投放有所透支、2 月信贷需求较弱，另一方面，也有化债置换的影响。M1 增速环比放缓，企业存款活化进程仍然偏慢，居民存款定期化延续。展望全年，在积极财政政策和适度宽松的货币政策下，政府债有望维持高速扩张支撑社融增长；企业、居民融资需求修复尚待观察，叠加隐债置换扰动，预计信贷增速低于社融。

点评：

1、社融：政府债支撑社融增速环比提升至 8.2%。1-2 月社融新增 9.29 万亿，同比多增 1.32 万亿；政府债券为主要多增贡献，贷款增量同比基本持平。存量社融同比+8.2%，环比提升 0.2pct。具体来看：（1）1-2 月社融口径人民币贷款新增 5.87 万亿，同比多增 526 亿。2 月单月新增 0.65 万亿，同比少增 0.33 万亿；或与 2 月化债置换进程有所加快，1 月银行前置投放、储备项目有所透支有关。（2）1-2 月政府债券新增 2.39 万亿，同比多增 1.49 万亿。2 月单月新增 1.7 万亿，同比多增 1.1 万亿；其中特殊再融资债新增近 8000 亿、占比 46%，国债、其他地方债新增分别占 25%、29%。政府工作报告明确全年新增政府债务规模 11.86 万亿，叠加 2 万亿特殊再融资置换债券，后续政府债将维持快速扩张态势，支撑社融增长。

2、信贷：前两个月贷款同比略少增，2 月信贷小月、增速回落符合预期。

2 月金融数据口径人民币贷款新增 1.01 万亿，同比少增 0.44 万亿，贷款同比增速较 1 月放缓 0.2pct 至 7.3%。1-2 月贷款新增 6.14 万亿，同比少增 0.23 万亿。分部门来看：

企业：1-2 月同比小幅多增，主要贡献来自票据融资、短贷，中长贷同比少增。1-2 月企业贷款累计新增 5.82 万亿，同比多增 0.39 万亿；其中，中长贷、短贷分别新增 4 万亿、2.07 万亿，同比-6000 亿、+800 亿；票据融资-3456

亿，同比+9044 亿，银行存在票据冲量倾向。2 月企业贷款新增 1.04 万亿，同比少增 5300 亿；主要是 2 月化债置换进程加快，1 月前置投放、储备项目有所透支有关。2 月末票据转贴现利率下行反映实体信贷需求偏弱。

居民：1-2 月居民贷款同比少增，主要拖累是经营贷。1-2 月居民贷款新增 547 亿，同比少增 3347 亿，整体投放仍相对偏弱，拆分看主要是经营贷同比少增。当前居民需求回暖的基础仍不稳固，仍需观察政策落地效果、房价企稳和居民资产负债表修复进程。

3、存款：M1 增速小幅放缓；M2 平稳，主要是非银存款回流、年初财政支出偏慢。2 月 M1（新口径）同比增长 0.1%，增速环比放缓 0.3pct；测算 M1（老口径）同比-1.85%、仍低于去年 12 月水平，反映企业存款活化进程偏慢。据存款类金融机构信贷收支表，2 月居民活期存款减少 1.89 万亿，定期存款增加 2.5 万亿；企业定期存款减少 1.01 万亿，活期存款仅增加 0.12 万亿。M2 同比增长 7.0%，增速环比持平。2 月人民币存款新增 4.42 万亿，同比多增 3.46 万亿；主要是财政存款、非银存款增长 1.26 万亿、2.83 万亿，同比分别多增 1.64 万亿、1.67 万亿。

投资建议：展望 2025 年，在稳增长政策下，预计银行资产规模增长有望保持平稳，净息差压力可控、预计降幅收窄，房地产、经营贷等重点领域风险预期改善，预计银行盈利有望保持平稳，看好经济预期边际改善带来的估值修复。中期来看，在利率中枢下行趋势下，低利率、资产荒矛盾依然存在，仍然看好银行高股息的配置价值。资金层面，政策持续鼓励中长线资金入市，预计未来保险资金、ETF 被动资金将延续稳定增长，有助于支撑银行估值。

我们建议关注两条投资主线：（1）中长期资金入市、指数化投资推动银行配置价值增强。在利率中枢下行趋势下，高股息标的配置价值增强。（2）逆周期调节政策成效逐步显现之下，银行个股基本面预期改善带来估值进一步修复，建议关注有业绩释放空间的优质区域行。

风险提示：经济复苏、实体需求恢复不及预期，导致信贷增速大幅下滑；政策力度和实施效果不及预期，导致风险抬升资产质量大幅恶化等。

（分析师：林瑾璐 执业编码：S1480519070002 电话：021-25102905；
分析师：田馨宇 执业编码：S1480521070003 电话：010-66554013）

重要公司资讯

- 国泰君安：**公司宣布，拟变更公司名称为“国泰海通证券股份有限公司”，拟变更证券简称为“国泰海通”，并同步披露了合并后公司董事候选人以及吸收合并交割后客户及业务迁移合并安排等重大事项。本次合并重组相关股份发行已全部完成，换股新增的 59.86 亿股 A 股、21.14 亿股 H 股于 3 月 17 日分别在上交所和港交所上市流通。（资料来源：同花顺 iFind）

- 2、**湘财股份**：公司与上海大智慧股份有限公司正在筹划通过湘财股份向大智慧全体 A 股换股股东发行 A 股股票的方式换股吸收合并大智慧，并发行 A 股股票募集配套资金。因筹划重大资产重组，公司 A 股股票自 2025 年 3 月 17 日起停牌，预计停牌时间不超过 10 个交易日。（资料来源：同花顺 iFinD）
- 3、**中青宝**：公司公告称，公司收到深圳证监局下发的《行政处罚事先告知书》，根据告知书认定的情况，公司披露的 2019 年至 2021 年年度报告存在虚假记载。根据相关规定，公司股票交易将被实施其他风险警示，股票简称由“中青宝”变更为“ST 中青宝”，股票代码仍为“300052”，日涨跌幅限制仍为 20%。公司股票自 2025 年 3 月 17 日开市起停牌 1 天，自 3 月 18 日起复牌。（资料来源：同花顺 iFinD）
- 4、**华大九天**：公司发布公告，正在筹划发行股份及支付现金等方式购买资产事项，因有关事项尚存不确定性，为了维护投资者利益，避免对公司证券交易造成重大影响，根据深圳证券交易所的相关规定，经公司申请，公司股票自 2025 年 3 月 17 日（星期一）开市时起开始停牌。本次交易标的资产为芯和半导体科技（上海）股份有限公司（以下简称“芯和半导体”）的控股权。本次交易事项尚处于筹划阶段。（资料来源：同花顺 iFinD）
- 5、**华闻集团**：收到海南证监局《行政处罚事先告知书》，监管文件显示，2021-2022 年间，华闻集团通过滥用总额法核算互联网广告代充值业务，累计虚增营收达 4.22 亿元，公司及相关高管层面面临总计 620 万元罚单。公司股票于 2025 年 3 月 17 日停牌 1 天，将于 2025 年 3 月 18 日开市起复牌。实施其他风险警示后股票简称由“华闻集团”变更为“ST 华闻”，日涨跌幅限制为 5%。（资料来源：同花顺 iFinD）

经济要闻

- 1、**提振消费专项行动方案**：中共中央办公厅、国务院办公厅近日印发《提振消费专项行动方案》。行动方案部署了 8 方面 30 项重点任务，包括城乡居民增收促进行动、消费能力保障支持行动、服务消费提质惠民行动、大宗消费更新升级行动、消费品质提升行动、消费环境改善提升行动、限制措施清理优化行动，以及完善相关的支持政策。（资料来源：新华社、同花顺 iFinD）
- 2、**央行公布 2 月社融规模增量**：2 月社会融资规模增量统计数据报告显示，初步统计，2025 年前两个月社会融资规模增量累计为 9.29 万亿元，比上年同期 1.32 万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款增加 5.87 万亿元，同比多增 548 亿元；政府债券净融资 2.39 万亿元，同比多 1.49 万亿

元。(资料来源：央行、同花顺 iFinD)

- 3、**坚定不移做强做优做大国有资本和国有企业：**3月16日，《求是》杂志刊发国务院国资委党委署名文章《坚定不移做强做优做大国有资本和国有企业》。文章指出，深入推进布局优化结构调整。进一步明晰各类企业的功能定位，在深入研究行业形势、产业趋势、市场走势的基础上，立足企业比较优势，大力推进差异化布局。深入实施央企产业焕新行动、未来产业启航行动和“AI+”专项行动，加速传统产业强基转型，大力布局战略性新兴产业和未来产业，不断提升产业体系现代化水平。深入贯彻落实区域协调发展战略和区域重大战略，将企业优势与各地资源禀赋结合起来，加大战略性新兴产业、物资储备基地和基础设施投入力度，助力打造一批世界级产业集群，共同向产业链价值链高端攀升。(资料来源：求是杂志、同花顺 iFinD)
- 4、**扩大鼓励外商投资产业范围：**新版鼓励外商投资产业目录将于年内发布。国家发展改革委有关负责人介绍，全国鼓励外商投资产业目录，重点将加大对先进制造、高新技术、节能环保等领域的支持力度；中西部地区外商投资优势产业目录，将重点加大对基础制造、适用技术、民生消费等领域的支持力度。(资料来源：发改委、同花顺 iFinD)
- 5、**欧美互加关税：**欧盟近日宣布对美国25%钢铝关税实施反制措施，其中包括对美国产威士忌加征关税，相关措施将于4月生效。对此，美方又威胁称将很快对来自欧盟国家的酒类产品征收200%的关税。美国国内酒类行业人士表示，200%的关税是不可想象的，这将让美国消费者面对更高的酒类产品价格、同时也将极大地影响美国酒类商家的经营状况。(资料来源：央视财经、同花顺 iFinD)
- 6、**七国集团最终草案声明：**草案声明显示，七国集团成员国呼吁俄罗斯以对等条件同意停火并全面落实。七国集团成员国讨论了如果无法达成停火协议，可能让俄罗斯付出更大代价，包括进一步的制裁。进一步的制裁措施可能包括设定石油价格上限，以及对乌克兰的额外支持。(资料来源：财联社、同花顺 iFinD)
- 7、**多部门联合整治股市“小作文”：**证监会已把整治股市虚假信息作为规范资本市场信息传播秩序和改善市场生态的一项重要内容，坚持远近结合，坚持打早、打疼、打重点，综合施策、多措并举，下大力气进行整治。在公安、网信等部门的大力支持下，证监会通过监测、甄别、处置、警示、投教等全链条联动，严厉打击编造、传播股市谣言的行为。特别是针对股市虚假“小作文”，已制定专项整治工作方案，加强舆情监测和虚假信息查处；综合运用发布澄清、第三方记者求证等形式主动回应和辟谣；加强投资者教育引导，提高投资者辨识力。(资料来源：财联社、

同花顺 iFinD)

- 8、**国家统计局公布 1-2 月重要经济数据：** 1—2 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 5.9%。从环比看，2 月份，规模以上工业增加值比上月增长 0.51%；社会消费品零售总额 83731 亿元，同比增长 4.0%。其中，除汽车以外的消费品零售额 76838 亿元，增长 4.8%；全国房地产开发投资 10720 亿元，同比下降 9.8%，降幅比上年全年收窄 0.8 个百分点；其中住宅投资 8056 亿元，下降 9.2%，降幅收窄 1.3 个百分点；规上工业发电量 14921 亿千瓦时，同比下降 1.3%；全国网上零售额 22763 亿元，同比增长 7.3%；此外，各线城市商品住宅销售价格环比总体稳中略降，其中一线城市新建商品住宅环比继续上涨。（资料来源：国家统计局、同花顺 iFinD)
- 9、**统计局公布 1-2 月失业率：**国家统计局介绍，1-2 月份，全国城镇调查失业率平均值为 5.3%。具体来看，2 月份，全国城镇调查失业率为 5.4%，比上月上升 0.2 个百分点。本地户籍劳动力调查失业率为 5.6%；外来户籍劳动力调查失业率为 5.0%，其中外来农业户籍劳动力调查失业率为 5.1%。31 个大城市城镇调查失业率为 5.2%。2 月份，全国企业就业人员周平均工作时间为 47.1 小时。（资料来源：国家统计局、同花顺 iFinD)
- 10、**美或酝酿出台“旅行禁令 2.0”：**美国联邦政府内部的一份禁止入境国家“黑名单”近日在美国媒体中广为流传，舆论纷纷猜测特朗普正在酝酿最新版本的“旅行禁令”。纽约时报称，这份政府内部备忘录上共有 43 个国家，他们被分为红色、橙色和黄色 3 个限制等级。其中被标记为红色的国家有 11 个，包括阿富汗、古巴、伊朗和利比亚等，这些国家的公民或将完全被美国禁止入境。橙色等级意味着赴美受到“一定限制”，移民、旅游和留学等活动恐将受阻。该等级对应的国家有 10 个，包括海地、老挝、巴基斯坦和缅甸等。（资料来源：环球时报、同花顺 iFinD)

每日研报**【东兴策略】指数维持慢牛 轮动机会增加（20250312）**

指数维持震荡走势，逐步进入业绩验证期。随着两会行情逐步结束，市场关注点有望重回基本面，两会报告指明了全年的发展方向，各种题材性热点也进一步升温，特别是人工智能和机器人等题材不断发酵，市场的结构性行情愈演愈烈，市场总体成交仍维持较为活跃的态势。但随着两大核心板块不断走高，整体波动性也逐步上升，市场对于低位股补涨的预期也愈发强烈，随着3月下旬开始逐步进入上市公司年报和季报披露期，市场更加关注基本面和业绩，一些题材性个股随着业绩披露会有回调压力，市场整体表现将会更加均衡，市场结构性不会只集中在两大核心热点上，以有色、化工为代表的周期性品种开始逐步走强，红利类个股表现有望重回升势，整体指数表现我们认为将会更加良性。

重视消费和顺周期板块投资机会。消费是我们一直强调看好的方向，两会期间对消费的关注也是逐步加码，我们认为，未来消费政策逐步落地对基本面的影响会逐步显现，现在阶段布局消费正当其时，消费股有较大未来经济恢复的看涨期权价值，下跌空间有限上涨弹性较大，上周开始的白酒脉冲行情已经开始展现出一定的苗头。近期美国政策剧烈波动，美股调整趋势明显加大，随着资金开始外溢，一些顺周期品种供给出清比较彻底，价格开始出现反弹的趋势明显，顺周期品种走出底部的迹象开始显现，以有色、化工等细分行业涨价为标志，顺周期公司开始引发市场关注，尤其是化工品和小金属价格出现大涨的板块，值得重点关注。

投资建议：市场仍然处于慢牛走势，我们仍然首选大科技核心板块，从风格上，更倾向于从极端结构向均衡结构配置，消费和顺周期品种可以逐步增配，在即将到来的业绩公布期，兼顾基本面，回避绩差公司，虽然宏大叙事想象空间巨大，但最终的产业格局尚未确定，未来注定大部分个股会回归其内在价值，在目前阶段，机器人板块由于大部分是汽车零部件或者机械公司转型，原有业绩和估值整体比较健康，更容易获得市场认可，人工智能板块估值偏高，业绩兑现不确定性仍然较高。同时，可以积极关注低位顺周期品种，尤其是涨价概念。

风险提示：经济数据大幅低于预期，外部环境恶化。

（分析师：林阳 执业编码：S1480524080001 电话：021-65465572）

【东兴宏观】美国就业市场总量尚可，但较为脆弱——美国就业数据梳理（20250310）

本文梳理了美国就业市场的相关数据以及与之关联的宏观指标。疫情周期中，各行业之间的同步性被打乱，非农数据的重要性有所增加。总体来说，就业市场数据较为滞后。4周累计初请以及PMI中的就业分项数据相对略微领先。

美国劳动力市场总量尚可，供需紧张程度和流动性均已低于疫情前高点，整体较为脆弱。在职薪资增速尚可，但工作时长持续下降，兼职占比上升。实际薪资同比仍处于周期的较高位置，是支撑消费的主要来源之一。

就业市场同步性较差。1) 扣除非周期行业的政府和医疗后的非农数据与总非农新增仍保持较大差异。2) 不同于总劳动参与率，低文凭群里劳动参与率趋势性上升，已高于疫情之前，表明低技能岗位相对高技能岗位的

需求相对较高，即就业质量有所下降。3) 周期性行业有止跌缓和的迹象，但趋势性回暖尚不明显。

特朗普当选后，边境入境人数降幅超 50%以上。

特朗普政府对联邦政府开支的审查和联邦雇员的裁减对宏观经济，特别是对就业市场而言，属于外生负面冲击。虽然对联邦雇员的裁减暂时不会反映在近期就业中，联邦政府雇员占非农也较小，被解雇的公务员暂时不会被计入非农失业数据中。但联邦政府不计入非农政府分类的合同工是正式员工的 3 倍以上，并且对联邦财政支出的审查可能对小部分联邦承包商、NGO 以及大学等机构的就业，产生即刻影响。叠加针对加拿大和墨西哥的 25%关税，增加了经济的不确定性，或对经济产生小幅短期压力。

与就业相关的宏观数据近期表现不佳。制造业 PMI 回升主要来自供应商支付以及物价上升，就业、库存、新订单等并未同步回暖。需求方面，密西根 1 年期和 5 年期通胀预期均有上扬，消费者信心指数也有回落。劳动力市场本身流动性下降，叠加特朗普改革的政策进行中又有反复，而美国经济的前低后高的特征导致年初经济往往较为温和，综合来看，至少短期内对经济活动产生波动影响不可避免。

风险提示：美国通胀上行，经济衰退。

(分析师：康明怡 执业编码：S1480519090001 电话：021-25102911)

【东兴食品饮料】促消费仍是经济工作主要抓手，关注食品饮料底部机会（20250311）

在今年政府工作报告中，2025 年要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求等政策方向成为今年政策的重心之一。政策的乐观表态为后续消费复苏奠定了基础，建议关注食品饮料底部机会。

今年政府工作报告提出，促进消费和投资更好结合，加快补上内需特别是消费短板，使内需成为拉动经济增长的主动力和稳定锚。政策围绕制定提升消费能力、增加优质供给、改善消费环境专项措施等三个方向延伸，释放多样化、差异化消费潜力，推动消费提质升级。多渠道促进居民增收，推动中低收入群体增收减负，完善劳动者工资正常增长机制。同时，计划安排超长期特别国债 3000 亿元支持消费品以旧换新。

政策的乐观表态为后续消费复苏奠定了坚实基础，我们认为今年政府工作报告在消费方面的刺激政策全面且到位，推动收入增长特别是中低收入群体的减负，对基础消费有较为显著的作用。改善消费环境的措施对于改善居民消费预期有较大的帮助。同时直接部署消费基金落实消费补贴也将对消费形成直接的促进。

虽然从基本面角度食品饮料整体消费环境仍处于低迷状态，但是随着刺激政策的不断落地经济复苏趋势确定，食品饮料消费有望追随经济复苏而复苏。建议关注宏观数据向好和政策催化下的顺周期板块消费复苏机会，继续推荐贵州茅台、盐津铺子、涪陵榨菜等标的。

市场回顾：上周食品饮料各子行业中，周涨跌幅依次为：其他食品 1.99%，其他酒类 1.01%，肉制品 0.80%，调味发酵品 0.13%，啤酒-0.07%，白酒Ⅲ-0.17%，黄酒（长江）-0.67%，软饮料-0.99%，乳品-5.17%。

上周酒类行业公司中，涨幅前四的公司为：华润啤酒 7.63%，威龙股份 5.99%，百威亚太 5.88%，古井贡酒

4.97%；表现后五位的公司为：金种子酒-2.36%，舍得酒业-2.75%，酒鬼酒-3.22%，兰州黄河-4.89%，皇台酒业-5.35%。

港股市场回顾：上周港股必需性消费指数 1.14%，其中关键公司涨跌幅为：康师傅控股 12.90%，颐海国际 8.04%，农夫山泉 7.64%，华润啤酒 7.63%，百威亚太 5.88%，中国旺旺 3.84%，中国飞鹤 3.74%，周黑鸭 2.20%。

风险提示：宏观经济复苏不及预期，行业需求复苏不及预期，食品安全问题等。

（分析师：孟斯硕 执业编码：S1480520070004 电话：010-66554041 分析师：王洁婷 执业编码：S1480520070003 电话：021-25102900）

【东兴煤炭】煤炭行业 2025 年二季度投资展望：低估值与多频次高分红兼备，红利资产具重点配置价值（20250310）

2025 年以来，国内经济缓慢修复，煤炭板块跌幅明显。2025 年初至 2 月 28 日，煤炭板块累计跌幅 13.72%。沪深 300 指数累计跌幅 1.14%，煤炭跑输沪深 300 指数 12.58 个百分点，在 30 个申万一级行业分类中排名第三十。

基本面展望：动力煤供需两弱，政策加码叠加煤炭两协会发布倡议书，二季度煤价有望止跌回稳。2025 年 1-2 月煤炭价格持续下跌。前期市场受到供需两弱的影响，煤炭价格出现下跌，创下四年新低。长协煤政策仍然是煤价的稳定器。需求端：即使受新能源发电方式的冲击，煤炭发电依旧是发电主力，发电量上升带动电煤需求增加，二季度煤炭发电有可能依旧将维持在发电主力的位置不变，考虑到中国火电需求预计保持韧性，若夏季水电不及预期叠加高温反复，二季度阶段性煤炭价格有望超预期。2025 年 2 月 28 日，中国煤炭工业协会、中国煤炭运销协会发布倡议书，煤价有望止跌回稳。面对煤炭市场价格快速下滑，行业效益持续下降，倡议书从“严格执行电煤合同严格兑现”、“推动煤炭产量控制”、“推动原煤全部入洗”、“控制劣质煤进口”、“加强行业自律”五个维度对煤炭行业发展提出倡议，煤炭供给有望有序控制，进而改善行业供需平衡，有助于减少煤价非理性波动，二季度煤价有望止跌回稳。

估值展望：估值有所上升但仍处于低位，叠加市值考核推进，核心价值有望提升。随着经济转型和政策加持，行业的决策模式，从依靠资本开支拉动净利润增长的决策模式，开始转向看重投入产出的投资回报率。资本市场的定价机制，将从单纯以净利润单一指标，转向更加看重股东回报的自由现金流，进而周期股的重估。煤炭板块的估值虽然有所上升，当前煤炭板块 PE 仍然处于较低水平。2025 年 2 月 28 日，当前煤炭板块 PE 为 9.77 倍，相较于历史低位（8.35 倍）有所上涨，但小于中位数 13.20 倍，仍然处于较低水平。当前煤炭板块 PB 有所上升，仍处于较低水平。2025 年 2 月 28 日，煤炭板块市净率 PB（MRQ）为 1.29 倍，小于中位数 1.67 倍，仍处于较低水平。自 2024 年 9 月为进一步引导上市公司关注自身投资价值，切实提升投资者回报，中国证监会就《上市公司监管指引第 10 号-市值管理（征求意见稿）》公开征求意见。2024 年 4 月国务院发布“新国九条”提出强化上市公司现金分红监管。在煤炭行业持续盈利的背景下，提高分红比例已成为行业普遍共识，同时煤炭行业作为国资重地，随着市值管理考核在央企及地方国企间陆续推进，结合国务院国资委提出的“一利五率”且重视 ROE 的考核方向，高分红有助于提升 ROE，煤炭上市公司分红水平有望持续提升，核心资产价值有望提升。

投资建议：政策加码，多频次高分红和低估值，煤炭核心红利价值资产有望再起，适合充当投资收益的坚实底盘，值得重点配置。2024年9月政治局会议开启经济支持新篇章，国内政策推动中长期资金入市，红利资产资金池有望持续扩容。近期六部门联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》主要举措包括推动商业保险资金、全国社会保障基金、基本养老保险基金投资、企（职）业年金等股票类资产投资比例提升；推动以上资金全面实行三年以上的长周期考核；引导上市公司加大股份回购力度，落实一年多次分红政策。我们认为政策持续的推动下，有望增加保险、社保等长线资金入市的规模，同时完善长期考核机制，使得资金从追求短期收益转变为注重长期价值创造，而红利资产作为稳定低风险稳定分红回报的资产，有望继续得到长线资金的青睐，红利资产的资金池有望持续扩容，继续利好红利的投资策略。

红利资产得益于较高的股息率，煤炭作为稳态高股息（竞争格局稳定、增速低、现金流稳定、高分红）的代表，拟增加分红频次，仍适合充当投资收益的坚实底盘，尤其值得重点配置。2025年二季度配置建议遵循以下思路：（1）长久期盈利稳定性与盈利可预见性的优质龙头受益标的：中国神华、陕西煤业；（2）煤电联营一体化受益标的：电投能源、新集能源；（3）成长性突出：广汇能源、华阳股份、兖矿能源、淮北矿业。

风险提示：宏观经济复苏程度不及预期，行业面临有效需求不足，政策对煤炭供给影响不及预期、煤价波动不及预期的风险。

（分析师：莫文娟 执业编码：S1480524070001 电话：010-66555574）

【东兴非银行金融】证券行业：政策工具箱持续优化，资本市场改革稳步推进（20250307）

事件：证监会吴清主席在十四届全国人大三次会议经济主题记者会上答记者问，就近一年政策推出和实施情况，未来证监会主要政策发力方向和资本市场运行情况进行了梳理和总结。

点评：

新“国九条”发布以来，证监会多项政策齐发强监管、促改革、保护投资者权益。强监管方面，发行上市、信息披露、公司治理、并购重组、交易、退市、股东减持等行为的监管制度机制进一步健全；促改革方面，出台“科技十六条”“科创板八条”“并购六条”以及资本市场做好金融“五篇大文章”实施意见等举措；保护投资者权益方面，着力推动上市公司分红、回购，并持续引导中长期价值投资资金入市，提升投资者获得感。

从资本市场运行情况看，近一年已呈现诸多积极变化。一是入市长钱明显增加，央行指导证券公司、基金公司开展两批互换便利操作，金额超过1000亿元，超400家上市公司公开披露股票回购增持再贷款信息，贷款额度上限近800亿元，金融监管总局启动了第二批保险资金长期股票投资试点，总金额超过1100亿元，据统计，2024年9月以来，保险资金、各类养老金在A股市场净买入约2900亿元；二是权益类基金发展显著加快，据统计，2024年9月以来共注册权益类基金459只，占同期注册基金产品总数的七成，权益类基金规模从6.3万亿元增长到7.7万亿元，占公募基金总规模的比例从20%提高到24%；三是长周期考核制度更加健全，财政部、人社部等部门正积极推进长期资金长周期考核政策文件的制定修订工作。

支持科技创新方面，更多的政策举措即将落地。一是加快健全专门针对科技企业的支持机制，从上市、并购重

组等方面给予政策助力；二是大力度培育长期资本、耐心资本，鼓励私募和创投基金全生命周期参与科技企业发展，并进一步畅通多元化退出渠道，促进“募投管退”良性循环；三是加大支持科创的金融产品服务供给，通过股票、债券、可转债、优先股、资产证券化、期权、期货等产品和工具，提供“接力棒”式的融资支持和服务。

在未来发力方向上，证监会将在巩固当前政策成效的基础上，持续推动新“国九条”和“1+N”政策体系落地见效，以深化资本市场投融资综合改革为牵引，加快推进新一轮资本市场改革开放，不断筑牢股市健康发展的根基。一是进一步增强多层次市场体系的包容性，深化科创板、创业板、北交所改革，优化差异化安排，促进市场资源向新产业新业态新技术领域集聚；二是进一步增强投融资发展的协同性，在健全一二级市场协调发展及逆周期调节机制的同时，促进上市公司提升回报投资者的意识和能力；三是进一步增强监管执法的有效性；四是进一步增强市场基础制度的适配性，优化市场定价机制，稳步拓展跨境互联互通。

投资建议：我们看到，自 2024 年新“国九条”发布以来，资本市场进入政策密集期，一系列优化资本市场生态，提升投资者获得感的政策接连落地，特别是在“9.24”国新办发布会后，市场交易活跃度显著提升，“资本市场—上市公司—投资者”间的正循环和正反馈逐步形成。2025 年以来，科技创新成为市场主线，监管层对于科技企业的长期持续支持得到市场的积极反馈，预计伴随后续更多政策的落地实施，资本市场有望呈现更多积极迹象。对于证券行业而言，资本市场环境转暖后，大财富管理、自有资金投资、资产管理、资本中介业务条线业绩均不同程度改善，但股权投资因 IPO 融资规模受限而继续承压。我们认为，在监管层对并购重组、行业资源优化配置的支持力度不断增大的背景下，将部分核心资源向并购重组业务倾斜或将成为券商股权投资业务破局的抓手。除发力并购重组业务外，券商自身亦将受益于并购重组政策支持，并购重组将继续成为券商的年度投资主线之一，部分涉及并购重组或存在并购重组预期的券商或将获得一定的估值溢价。同时，随着证券行业内并购重组的持续推进，行业马太效应有望进一步增强，优质资源的集聚将继续提升头部券商的投资价值。我们建议持续重点关注上市头部券商和证券 ETF 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）

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的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。