

2025 年 3 月 6 日 星期四

分析师推荐

【东兴策略】A 股点评报告：坚定发展信心，夯实牛市基础（20250306）

政府工作报告指明发展方向，坚定发展信心。政府工作报告既提出了总体目标，又对重点领域进行了具体阐述，对国民经济发展指明了发展方向，更加坚定了未来发展信心。具体来看，国内生产总值增长 5% 左右，城镇调查失业率 5.5% 左右。实施适度宽松的货币政策，实施更加积极的财政政策。统筹安排收入、债券等各类财政资金，确保财政政策持续用力、更加给力。赤字率拟按 4% 左右安排、比上年提高 1 个百分点。持续用力推动房地产市场止跌回稳，持续用力推动房地产市场止跌回稳。因城施策调减限制性措施，加力实施城中村和危旧房改造，充分释放刚性和改善性住房需求潜力。2025 年赤字率拟按 4% 左右安排、比上年提高 1 个百分点，赤字规模 5.66 万亿元，拟发行超长期特别国债 1.3 万亿元、比上年增加 3000 亿元。实施适度宽松的货币政策。发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，适时降准降息，保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。优化和创新结构性货币政策工具，更大力度促进楼市股市健康发展。进一步疏通货币政策传导渠道，完善利率形成和传导机制，推动社会综合融资成本下降，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。拓展中央银行宏观审慎与金融稳定功能，创新金融工具，维护金融市场稳定。从具体政策来看，符合市场预期的总体方向和水平，对经济和资本市场来说十分正面，有利于稳定市场预期，稳定未来资本市场向好的发展格局。

明确了资本发展方向，大科技仍是重中之重。报告中对新质生产力重点进行了阐述，培育壮大新兴产业、未来产业。深入推进战略性新兴产业融合集群发展。开展新技术新产品新场景大规模应用示范行动，推动商业航天、低空经济等新兴产业安全健康发展。建立未来产业投入增长机制，培育生物制造、量子科技、具身智能、6G 等未来产业。深化先进制造业和现代服务业融合发展试点，加快发展服务型制造。同时，针对人工智能和数字经济给予了高度重视，提出持续推进“人工智能+”行动，将数字技术与制造优势、市场优势更好结合起来，支持大模型广泛应用，大力发展智能网联新能源汽车、人工智能手机和电脑、智能机器人等新一代智能终端以及智能制造装备。扩大 5G 规模化应用，加快工业互联网创新发展，优化全国算力资源布局，打造具有国际竞争力的数字产业集群。加快完善数据基础制度，深化数据资源开发利用，促进和规范数据跨境流动。从资本市场角度出发，对大科技板块给予了非常高的关注度，中国未来发展大科技是重中之重，科技兴国大方向将奠定中国股市的科技牛行情。

A 股港股市场

指数名称	收盘价	涨跌%
上证指数	3,381.1	1.17
深证成指	10,898.75	1.77
创业板	2,234.69	2.02
中小板	6,757.01	1.84
沪深 300	3,956.24	1.38
香港恒生	24,369.71	3.29
国企指数	8,938.09	3.57

A 股新股日历（本周网上发行新股）

名称	价格	行业	发行日
弘景光电	41.90	电子	20250304
恒鑫生活	39.92	轻工制造	20250307

*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

投资策略。春季行情仍未结束，政府工作报告出台更加稳定了政策预期，强化了对科技和消费的市场预期，大科技板块仍旧是未来相当长时期内最核心板块，人工智能、机器人、低空经济等方向仍旧是投资核心主线，要从中线角度看待行情，短期波动不改变中期向好趋势。同时，我们还是看好消费复苏，随着未来政策逐步落地，消费有望逐步恢复。

风险提示：经济数据大幅低于预期，政策不及预期，外围环境恶化。

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

【东兴宏观】对 2025 年政府工作报告的几点理解（20250305）

报告特别肯定了 2024 年 9 月 26 日中央政治局会议部署的一揽子增量政策的效果，2024 全年经济呈现前高中低后扬态势。报告表示，政府深化了对经济工作的规律性认识，进一步认识到党中央集中统一领导是做好经济工作的根本保证。

报告认为 2025 年的困难和挑战主要有（与去年报告相比），对外，海外不确定性加剧，世界百年变局加速演进。无论是海外需求、全球贸易体系以及全球产业链的稳定都进一步恶化。对内，国内经济向好基础仍然不稳固，有效需求不足。如部分企业经营困难，一些地方基层财政仍然困难等。与去年报告内容相比，特别提出国内消费不振，将其居于有效需求不足的首位，同时不再提科技创新能力不强。

报告设定的 2025 年的 GDP 目标为 5%，财政赤字率 4%，以及 CPI 目标 2%，均符合市场预期。受特朗普政府关税政策影响，今年的出口或有所承压。而今年地产跌幅预计略有收窄，对 GDP 的拖累略好于去年。出口承压和地产企稳或可形成一定对冲。消费方面，今年对消费的支持力度也强于去年，消费的高基数效应也消失。投资方面，随着今年财政赤字率的扩大，投资力度或可保持一定水平。科技方面，Deepseek 激发了国内对以人工智能、芯片、机器人为代表的高科技投资。综合来看，考虑到海外地缘政治特别是全球产业链的不确定性，今年经济增速目标虽与去年的 GDP 持平，但仍需积极的宏观政策支持。

CPI 目标为近几年新低。CPI 目标的下降表明政策制定者对国内低通胀环境有了更为清晰的认识。虽然短期内价格达到 2%仍有不确定性，但目标的下降体现了宏观政策的稳定性将有明显的提升。特别是货币政策或将较长时间处于较为宽松的环境，金融体系将较长时间处于低利率环境。

政策基调的连续性较强。经济工作方面基本延续了去年 12 月中央经济工作会议的精神。总基调仍为加大力度，可以认为今年的财政和货币政策仍处于宽

松区间，与去年下半年相仿。

消费地位提升，内需成为经济增长的主动力和稳定锚。在今年政策基调上，明确强化宏观政策民生导向，政策着力点更多向惠民生促销费，以消费提振畅通经济循环，以消费升级引领产业升级，打造新的经济增长点。

首提现代服务业。报告首次提出先进制造业和现代服务业融合发展试点，加快发展服务型制造。“现代服务业”的概念首次出现在政府工作报告中，在12月会议精神中也没有出现，体现出政府对制造业体系的认知明显进一步深化。现代服务业在未来政策中的扶持力度可期。

风险提示：全球通胀超预期导致全球衰退。

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

重要公司资讯

1. 中国移动：中国移动、华为、乐聚联合发布全球首款搭载 5G-A 技术的人形机器人。基于 5G-A 技术，人形机器人可实现大场景下高精度定位，且无需额外设备，可增强多机协作可靠性，拓展工业场景适用范围。5G-A 网络的高带宽能力支持大规模数据采集，为人形机器人的深度学习模型提供丰富的训练数据，可缩短开发周期，适配多行业多样需求。（资料来源：同花顺 iFinD）

2. 京东集团：2024 年第四季度收入为人民币 3470 亿元，较 2023 年同期增长 13.4%。全年收入达人民币 11588 亿元，同比增加 6.8%。2024 年第四季度经营利润为人民币 85 亿元，同比增长 319.3%，经营利润率为 2.4%。非美国通用会计准则下，经营利润为人民币 105 亿元，同比增长 34.4%。全年经营利润为人民币 387 亿元，较 2023 年增长 48.8%。归属于公司普通股股东的净利润为人民币 414 亿元，同比增加 71.1%。京东还宣布了每股普通股 0.5 美元的年度现金股利，总额约为 15 亿美元。此外，京东在股份回购计划中共回购了 2.55 亿股 A 类普通股，总额约为 36 亿美元。（资料来源：同花顺 iFinD）

3. 百度：发行 100 亿元优先票据。票据发行包括 2030 年到期的人民币 75 亿元 2.70% 票据及 2035 年到期的人民币 25 亿元 3.00% 票据。公司预期于 2025 年 3 月 12 日或前后完成票据发行，受满足惯例完成条件所规限。拟将票据发行所得款项净额用作一般公司用途，包括偿还若干现有债务、支付利息及一般公司用途。（资料来源：同花顺 iFinD）

4. 三星：三星电子宣布通过 One UI 7 测试版计划，将在更多 Galaxy 设备上开放 Galaxy AI 功能。该测试版本将于 3 月 6 日起在印度、韩国、英国和美国市场率先面向 Galaxy Z Fold6 和 Z Flip6 机型推出，本月内将逐步扩展至更多设备，包括 Galaxy S23 系列、Tab S10 系列及 A55 机型。One UI 7 正式版更新将于 4 月推送。（资料来源：同花顺 iFinD）

5. 亿帆医药：公司近日与拜耳医药保健有限公司就拜耳旗下经典靶向药拜万戈和多吉美签订商业化合作协议。协议约定，公司获得拜耳旗下经典靶向药拜万戈和多吉美在中国大陆地区的独家市场推广权益。拜万戈适用于转移性结直肠癌、胃肠道间质瘤及肝细胞癌患者的治疗，多吉美适用于晚期肾细胞

癌、肝细胞癌及放射性碘难治性分化型甲状腺癌患者的治疗。两款产品已在全球 100 多个国家获得上市许可。（资料来源：同花顺 iFinD）

经济要闻

1. 央行：人民银行、监管部门和地方政府协同配合，按照市场化、法制化的原则，综合运用在线修复、兼并重组、市场退出等多种方式，稳妥处置中小银行的风险，高风险中小银行的数量较峰值已下降一半。（资料来源：同花顺 iFinD）

2. 国家发改委：在民间投资方面，今年将支持民营企业在新兴产业、未来产业的投资布局，也将在铁路、核电、水利、重大科技基础设施等方面推出一批有吸引力的重大项目。（资料来源：同花顺 iFinD）

3. 国家能源局：2025 年要着重抓好“两个硬任务、两个高质量”。两个“硬任务”，一是加大力度推进“沙戈荒”新能源基地建设，推动基地项目按期建成投产；二是不折不扣做好“十四五”规划收官工作，特别是纳入国家 102 项重大工程的项目要如期完成任务，同时要抓好“十五五”可再生能源发展规划编制，为“十五五”发展提供依据。两个“高质量”，一是高质量抓好重要政策文件的研究落实，引导行业持续健康发展；二是高质量做好新能源消纳工作，要积极应对、多方施策，确保全国风电光伏发电消纳利用率保持在合理水平。（资料来源：同花顺 iFinD）

4. 商务部：2025 年要把扩消费和惠民生结合起来，统筹商品消费和服务消费，推出更多务实管用举措。其中，以旧换新“加力扩围、惠民升级”。（资料来源：同花顺 iFinD）

5. 国家金融监督管理总局：开展适度放宽科技企业并购贷款政策的试点，推动更多金融资源用于促进科技创新，加快构建同科技创新相适应的科技金融体制，助力新质生产力发展、高水平科技自立自强和科技强国建设。（资料来源：同花顺 iFinD）

6. 国务院：印发《关于做好金融“五篇大文章”的指导意见》。《指导意见》明确金融“五篇大文章”重点领域和主要着力点。科技金融加强对国家重大科技任务和科技型中小企业的金融支持，着力投早、投小、投长期、投硬科技。绿色金融坚持“先立后破”，统筹对绿色发展和低碳转型的支持。普惠金融完善多层次、广覆盖、可持续的体系，优化中小微企业、民营企业、乡村振兴、社会民生等普惠重点领域产品服务供给。养老金融强化银发经济金融支持，服务多层次、多支柱养老保险体系发展。数字金融加快推进金融机构数字化转型，健全数字金融治理体系。（资料来源：同花顺 iFinD）

7. 市场监管总局：我国民营企业数量呈现快速增长态势。截至 2025 年 1 月底，我国民营企业数量 5670.7 万户，是 2012 年民营企业数量的 5.2 倍。国家高新技术企业中，民营企业从 2012 年的 2.8 万家增长至 42 万多家，占比由 62.4%扩大至 92%以上。（资料来源：同花顺 iFinD）

8. 中国物流与采购联合会：2025 年 2 月份全球制造业 PMI 为 50%，与上月持平。分区域看，亚洲制造业 PMI 有所上升，连续 14 个月运行在 50%以上；美洲制造业 PMI 有所下降，但仍处于 50%以上；欧洲制造业 PMI 和非洲制造业 PMI 均有微幅上升，但均仍处于 50%以下。（资料来源：同花顺 iFinD）

9. 中国物流与采购联合会：公布 2 月份中国电商物流指数。受 2 月上旬假期影响，指数环比有所回落，但降幅明显收窄。春节假期过后，电商物流市场恢复稳定发展态势，总业务量指数高于去年同期水平。2 月份中国电商物流指数为 108.9 点，较上月回落 0.3 点。从供给端看，各项指数总体保持稳定，库存周转率和实载率指数止跌回升，环比均回升 0.4 点，显示随着春节假期

结束，电商物流企业陆续返岗复工，企业库存周转速率在加快。（资料来源：同花顺 iFinD）

10. 北京市：《北京市 5G 规模化应用“扬帆”行动升级方案(2025—2027 年)(征求意见稿)》公开征集意见。其中提到，推动基于 5G 的智能机器人、智能移动终端、云设备等研发应用，鼓励融合 5G 的 XR 业务系统、裸眼 3D、智能穿戴、智能家居等产品创新发展。推动“5G 上车”，鼓励汽车前装 5G 通信模块，助力智能网联汽车智驾、智舱提质升级。探索在人形机器人中预置 5G 模组，加强人形机器人与 5G 工业互联网协同适配能力，推进具备 5G 通信能力的人形机器人在高端制造场景、消费服务场景规模化应用，丰富系统性解决方案，拓展人机协同、柔性生产等制造新模式。（资料来源：同花顺 iFinD）

每日研报**【东兴固收】两会政策目标符合预期，利率区间震荡看好短端（20250305）**

事件：3月5日，十四届全国人大三次会议开幕会在北京人民大会堂举行。国务院总理李强作政府工作报告。

点评：政府工作报告延续去年底中央经济工作会议基调，政策目标符合预期。

（1）两会设定 2025 年经济增速目标 5%左右、CPI 目标 2%左右。CPI 目标涨幅从往年 3%左右下降至 2%左右，与多地地方两会目标较一致。

（2）财政政策方面，明确 4%赤字率、拟安排发行 1.3 万亿超长期特别国债、1 万亿特别国债支持国有银行补充资本、4.4 万亿地方专项债，合计新增政府债务总规模 11.86 万亿。广义赤字规模落在市场预期 10-12 万亿区间内。且财政发力前置、中央财政加大对地方转移支付力度等方面在政府工作报告中亦有明确提及。

（3）货币政策方面，适度宽松货币政策，适时降息降准，保持流动性充裕等提法预示货币政策宽松定调未变。

（4）地产政策方面，定调“持续用力推动房地产市场止跌回稳”，明确指出货币政策更大力度促进楼市股市健康发展。预计今年仍将有更多增量政策出台，或将围绕收购存量房用作保障性住房、支持地方政府盘活土地市场、增强房企融资协调机制方面展开。

整体来看，两会明确的政策目标，与去年底中央经济工作会议精神、后续财政部新闻发布会、货币政策执行报告相关表述相符。对债券市场而言，政策力度对预期冲击不大，政策实施节奏和成效是后续关注重点。

投资建议：看好短端利率修复价值，长端利率或在 1.6-1.75%区间震荡，突破前低需待 OMO 降息实质落地。

2月以来，除资金面偏紧和市场风险偏好有所变化以外，货币、信用、经济和通胀数据均未发生显著指向性变化。流动性方面，汇率贬值压力明显缓解，但近一个月央行投放整体审慎，大行同业负债流出压力下，资金面持续偏紧。信用方面，1月信贷社融高增，有政策引导作用，仍需关注持续性。

两会过后的政策落地观察期，我们认为需主要关注货币宽松政策实质落地、财政政策发力的节奏和成效、楼市是否有企稳迹象，以及市场风险偏好的变化。稍拉长时间线来看，从去年四季度市场预期货币极度宽松到今年一季度资金整体偏紧，央行行为及预期是最大变化。当前央行在关注汇率和利率风险之下，流动性投放相对审慎，后续需要重点关注其边际变化。我们倾向认为，货币政策配合财政发债、降低实体融资成本等支持性立场未变，后续资金面或不会继续收敛，但美联储降息预期延后对国内货币政策有一定掣肘。我们相对看好短端利率配置价值。长端利率突破前低需等待 OMO 降息实质落地。基本面改善仍需时间验证、当前机构配置需求仍强劲，利率拐点言之尚早。我们预计长端利率阶段性在 1.6-1.75%区间震荡。建议哑铃策略为主，布局两端，择机波段交易，谨慎加杠杆。

风险提示：政策变动超预期、投资者风险偏好边际变化可能带来资金面冲击、地缘政治风险等。

(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)

【东兴交通运输】政府工作报告点评: 降低社会物流成本仍是主线, 重点关注反内卷与新业态 (20250306)

事件: 25 年国务院政府工作报告出台, 报告中强调加快建设统一开放的交通运输市场, 实施降低全社会物流成本专项行动, 明确了行业发展的主线。同时, 报告对于行业的“反内卷”以及新业态给予了高度关注。

促进市场统一开放, 降低社会物流成本是行业发展坚定不移的主线:

实现全国统一大市场是实现我国经济内循环畅通的必要条件, 因此政府工作报告将纵深推进全国统一大市场建设摆在重要位置。统一大市场离不开统一开放的运输市场, 因此对于运输行业, 工作报告继续强调加快建设统一开放的交通运输市场, 实施降低全社会物流成本专项行动。显然, 降低社会物流成本依然是今年运输行业的发展主线。

再次强调整治“反内卷”, 运输行业需要高质量发展:

运输行业由于其服务同质化的特性, 比较容易面临价格的内卷, 因而, 工作会议强调“反内卷”对于行业有较为重要的意义。可以发现, 去年以来“反内卷”概念被持续提起: 2024 年 7 月召开的中共中央政治局会议提出“要强化行业自律, 防止‘内卷式’恶性竞争”; 12 月份举行的中央经济工作会议明确“综合整治‘内卷式’竞争, 规范地方政府和企业行为”。今年工作报告中再一次提出综合整治“内卷式”竞争, 表明国家对于“反内卷”的态度越发清晰。

“反内卷”的重点在于高质量发展。以快递行业为例, 国家邮政局原局长马军胜在两会表示, 目前, 邮政快递业还存在一些短板弱项, 比如中高端供给相对不足, 低端同质内卷现象比较严重, 末端网络稳定性和服务可靠性亟待提升。行业有必要推动实施行业提质增效转型升级, 通过强化农村寄递物流体系、持续丰富服务场景、稳定城市末端网络运行和保障快递小哥合法权益等措施, 实现行业的发展目标。

我们认为, “反内卷”是一个系统工程, 内卷只有通过高质量发展才能得到解决。而国家对于“反内卷”的坚决态度, 为行业未来的发展指明了清晰的方向, 具有重要的指导意义。

“低空经济”第二次被写入报告, 新兴产业与智能交通将是新的增长引擎:

今年工作报告在“培育壮大新兴产业、未来产业”一节中提出, 要开展新技术新产品新场景大规模应用示范行动, 推动商业航天、低空经济等新兴产业安全健康发展。这是低空经济第二次被写入国务院工作报告。

全国政协委员、交通运输部科学研究院副院长兼总工程师王先进表示, 行业降本离不开科技的加持, 应在物流科技创新、信息互联互通、运输装备标准化等方面下大力气, 用好物流垂直领域大模型, 提升物流全流程效率。应尽快明确“无人配送车”身份属性, 建立适当的准入认证体系和道路交通规则; 而对于更为新潮的无人配送, 建议结合无人驾驶航空试验基地(试验区), 开展无人机物流配送空域开放试点。

我们认为工作报告连续强调低空经济，代表着低空经济正逐渐从概念向落地转变。以低空经济为代表的一系列新兴业态结合行业的信息化与智能化转型正在为运输行业带来新的增长动力。

投资建议：本次工作报告展现出国家对运输行业高质量发展的重视。反内卷方面，我们建议关注受价格竞争影响较大的板块后续的表现，主要包括快递与航空；此外，建议重点关注低空经济和智能交通为代表的新兴业态后续的发展。

风险提示：政策推进不及预期，行业需求不及预期。

（分析师：曹奕丰 执业编码：S1480519050005 电话：021-25102904）

【东兴商贸零售】商社行业：提振消费十条举措出台，看好创新消费和服务型消费（20250306）

事件：2025年3月5日国务院总理李强向十四届全国人大三次会议作政府工作报告，工作报告中提出提振消费十条重要举措。

扩大内需重要性持续提升，政策刺激消费市场活力释放。政府工作报告提出，要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。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。该报告延续了2024年9月26日和12月9日中央政治局会议的整体方向，把扩大内需提振消费放到重要位置，反映了提振消费的必要性和重大决心。

从大方向上来看，强调提高消费能力和消费质量。政策表示要“制定提升消费能力、增加优质供给、改善消费环境专项措施，释放多样化、差异化消费潜力，推动消费提质升级”。结合2月17日市场监管总局等五部门联合印发的《优化消费环境三年行动方案（2025—2027年）》通知，消费产业提质增效为主旋律。消费供给品质的提升一方面有望促进消费需求的释放，另一方面也对服务和商品提供方提出了更高的要求，具有较高标准的行业龙头竞争力或进一步增强。

从具体措施和细分行业来看，看好创新型消费和服务型消费，其中服务消费的重点在基础民生需求和精神文化需求，该方向与我们此前在年度策略和两会前瞻中的判断相一致，具体来看：

基础民生服务消费：报告表示，要“从放宽准入、减少限制、优化监管等方面入手，扩大健康、养老、托幼、家政等多元化服务供给”，提及的均为与基础民生相关的社会服务领域。我国基础民生服务仍存在较大短板，行业需求较大但供给端的数量和质量相对不足，未来有较大拓展空间，在这些领域有布局的公司有望持续受益。如在养老康复领域有布局的鱼跃医疗、悦心健康、美年健康、三星医疗等；在托育领域有布局的爱婴室、美吉姆、昂立教育、威创股份等；以及可以提供家政、托育等购买服务的美团、京东等互联网平台。

创新型消费：报告表示要“创新和丰富消费场景，加快数字、绿色、智能等新型消费发展”。AI+消费与该政策方向深度吻合，叠加高质低价国产大模型的推出有望加速AI产业化落地进程。我们曾在《把握AI+消费新场景，高性价比国产大模型加速应用落地》中总结AI对可选消费的拉动或主要体现在三个路径：（1）创造新的消费需求。（2）提高服务效率和消费体验。（3）节约企业成本。重点关注与AI技术结合度较高的行业，

如教育、人服、跨境电商、代运营等。从公司角度看，具有数量较大、质量较高的标准化数据、较早搭建自己的研发团队并有较强技术实力的公司会优先受益。

精神文化类服务消费：报告表示，要“落实和优化休假制度，释放文化、旅游、体育等消费潜力”、“完善免税店政策，推动扩大入境消费”。与之相关的包含景区、酒店、OTA、免税在内的出行链产业、体育赛事和潮玩产业有望获益。结合此前政策多次提到的“冰雪经济”、“银发经济”等概念，重点关注与新概念相关性较高的文旅产业和公司。

投资策略：扩大内需政策有望提振消费信心，激发消费市场活力。未来重点看好创新型消费和服务类消费，其中服务消费的重点在基础民生需求和精神文化需求。标的上看好品牌力较强的行业龙头以及经营较为灵活的公司。

风险提示：政策出台及落地不及预期，新品推出不及预期。

（分析师：刘田田 执业编码：S1480521010001 电话：010-66554038 分析师：魏宇萌 执业编码：S1480522090004 电话：010-66555446）

【东兴轻工制造】政府工作报告点评：补贴政策力度超往年，家装需求有望激发（20250305）

事件：3月5日，十四届全国人大三次会议在京开幕，政府工作报告提出：安排超长期特别国债3000亿元支持消费品以旧换新。落实和优化休假制度，释放消费潜力。

复盘 2024 年，政府通过特别国债支持消费的政策重点支持了汽车、家电、家居。2024 年，为全方位扩大内需，政府安排了 3000 亿元超长期特别国债资金，其中约 1500 亿元用于支持消费品以旧换新。重点支持的领域包括：1) 汽车，重点支持汽车报废更新和个人消费者乘用车置换更新。例如，对符合条件的汽车报废更新，补贴标准提高到购买新能源乘用车补贴 2 万元、购买燃油乘用车补贴 1.5 万元。2) 家电，支持家电产品以旧换新，对个人消费者购买 2 级及以上能效或水效标准的冰箱、洗衣机、电视、空调等 8 类家电产品，给予产品销售价格的 15% 补贴；对购买 1 级及以上能效或水效标准的产品，额外再给予 5% 的补贴。3) 家装，支持旧房装修、厨卫等局部改造、居家适老化改造所用物品和材料购置，促进智能家居消费。

2024 年以旧换新政策成效显著。2024 年，消费品以旧换新政策带动汽车、家电、家装、电动自行车等销售额超过 1.3 万亿元。其中，汽车以旧换新超过 680 万辆，带动汽车销售额达到 9200 亿元；家电方面，超过 3700 万名消费者购买八大类家电产品 6200 多万台，销售额达到 2700 亿元。政策有效激发了消费活力，促进了消费市场的繁荣。

2025 年政策力度加码，家装领域受益程度有望超往年。2025 年政府工作报告中提出，安排超长期特别国债 3000 亿元支持消费品以旧换新，资金支持的规模两倍于 2024 年的支持规模，相应的对大家消费品的拉动作用较 2024 年更为显著。结合 2 月 17 日市场监管总局等五部门联合印发的《优化消费环境三年行动方案（2025—2027 年）》通知，提出“加强家电、家居领域质量、标准和品牌建设”，“支持家居产品消费升级”等表述均表明对家居领域的支持，其中智能家居、家装厨卫“焕新”预计仍为补贴支持的重点。我们认为家居领域消费仍有较大的潜力待激发，在政策加码和政策更为精准的情况下，今年家装领域的需求提升将更为显著。

补贴机制流程有望优化，头部厂商更有望受益。参考 2024 年家装品类的补贴政策，补贴普遍需要商家满足审核条件并且先行垫资，头部家居厂商旗下的经销商合规性高且资金实力强，一般更符合参补要求。且头部厂商在工艺水平、品牌建设上都更有优势，但价格相对高，符合优化消费环境三年行动方案中“消费供给提质”的纲领。因此我们也看好今年补贴将重点下发至头部厂商，助力行业集中度提升。

投资建议：。我们建议关注三个方向：1) 软体家居公司，受益国补显著，换新需求有望被激发，外销业务支撑业绩，包括顾家家居、喜临门；2) 定制家居公司，订单向好，广州等标杆地区销售表现优，包括欧派家居、索菲亚、志邦家居、金牌厨柜；3) 智能家居公司，明确得政策支持，受益补贴政策，如瑞尔特。

风险提示：消费需求不足，政策出台落地不及预期，市场竞争加剧等。

(分析师：刘田田 执业编码：S1480521010001 电话：010-66554038 分析师：沈逸伦 执业编码：S1480523060001 电话：010-66554044)

【东兴银行】银行业：宏观政策定调积极，风险预期有望持续改善（20250305）

事件：3月5日，十四届全国人大三次会议在北京召开，国务院总理李强作政府工作报告。

点评：

经济目标增速：本次政府工作报告提出今年 GDP 增速目标为 5% 左右；CPI 目标由 3% 左右下调至 2% 左右，反映政策层对抗通缩的坚定决心，总体符合市场预期。

宏观政策总基调：更加积极，强调政策协调与市场预期引导。政府工作报告提出“实施更加积极有为的宏观政策”，延续了中央经济工作会议的基调。同时，继续强调“把经济政策和非经济性政策统一纳入一致性评估”，提出“出台实施政策要能早则早、宁早勿晚，与各种不确定性抢时间，看准了就一次性给足…注重倾听市场声音，协同推进政策实施和预期引导，塑造积极的社会预期。”

财政政策：总量规模符合市场预期；其中计划发行 5000 亿特别国债用于大行注资，预计分批进行、一行一策。今年财政政策定调“更加积极”，拟合计新增政府债务规模为 11.86 万亿，比 2024 年增加 2.9 万亿。同时，提出“要加快各项资金下达拨付，尽快形成实际支出”，财政节奏发力靠前。具体来看，①目标赤字率拟按 4% 安排、赤字规模 5.66 万亿（增加 1.6 万亿）。②拟安排新增地方专项债 4.4 万亿元（增加 0.5 万亿），并明确地方专项债重点用于投资建设、土地收储和收购存量商品房、消化地方政府拖欠企业账款等。③拟发行超长期特别国债 1.3 万亿（增加 0.3 万亿），将主要用于“两新”、“两重”领域，增加的 0.3 万亿用于支持消费品以旧换新。④计划发行 5000 亿特别国债用于补充国有大行资本；预计大行注资将一行一策、分批进行，资本相对紧平衡的银行或在今年第一批获注资，规模符合市场预期。

货币政策：① 适度宽松、适时降准降息。货币政策定调“适度宽松”，“适时降准降息、保持流动性充裕”，“使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配”。预计央行会根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机调整优化政策力度和节奏。短期来看，央行阶段性关注汇率和利率风险；

中期来看，货币宽松方向明确，坚持支持性立场不变，降准降息节奏或渐进式、小步伐推进。② 进一步疏通利率传导。报告强调“进一步疏通货币政策传导渠道，完善利率形成和传导机制”。去年以来央行持续畅通利率传导机制、强化银行存贷款利率自律管理，整顿银行负债端定价超自律行为，银行负债定价更加紧密跟踪政策利率，在利率下行阶段负债成本反映将更敏捷。另外，在资产定价方面，3Q24 货政报告明确提及“金融机构需切实提升自主理性定价能力”，“央行将督促银行按照风险定价原则，不发放税后利率低于同期限国债收益率的贷款”，在央行引导下，银行贷款利率竞争激烈的态势有望缓解。展望全年息差趋势，在负债成本改善兑现+畅通利率传导下，预计净息差降幅进一步收窄，年初阶段性压力后有望趋于稳定。

风险化解：房地产、城投产业链不良生成预期好转。政府工作报告明确“坚持在发展中逐步化解风险”，聚焦地产、地方政府债务和中小金融机构，有助于推动银行表内重点领域风险预期改善。① 房地产风险：定调“持续用力推动房地产市场止跌回稳”，主要从“充分释放刚性和改善性住房需求潜力”、“合理控制新增房地产用地供应”、“继续做好保交房工作”等方面着手。此外，明确提出“推进收购存量商品房，在收购主体、价格和用途方面给予城市政府更大自主权”，今年收储政策或有所放宽。我们认为，房地产政策定调积极，有助于房企现金流压力缓释，银行对公房地产新发生不良有望持续好转；另外，随着房价止跌、居民资产负债表修复，零售不良抬升斜率有望放缓。② 地方债务风险：明确提出“坚持在发展中化债、在化债中发展”，具体包括动态调整债务高风险地区名单、支持打开新的投资空间及加快剥离地方融资平台政府融资功能。化债稳步推进有助于改善银行涉政类业务资产质量预期，以及城投产业链资产质量。③ 中小金融机构：指出要“采取补充资本金、兼并重组、市场退出等方式分类化解风险”，从商业银行 2024 年监管指标来看，农商行不良率快速下降，显示农村中小金融机构改革化险提速；全行业不良率稳中有降。

投资建议：2025 年政府工作报告对于宏观政策定调积极，预计在积极财政政策下，银行全年资产规模增长有望保持平稳；货币政策适度宽松、利率传导机制进一步畅通下，净息差压力可控、预计全年降幅收窄；房地产、地方平台、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，银行高股息配置价值继续突出。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、指数化投资支撑银行配置价值。利率下行趋势下，高股息选股逻辑仍可延续。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）

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不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。