

2025 年 2 月 28 日 星期五

分析师推荐

【东兴食品饮料】中央 1 号文件提出要对奶牛产业纾困（20250226）

今年中央 1 号文件提出要对奶牛产业纾困，稳定基础产能。国家在 1 号文件中关注到奶牛养殖行业的困境，同时提出要稳定基础产能。过去几年原奶供应持续增长导致奶价下跌，稳产能意味着国家要求加快推动产能的去化，否则在奶牛单产持续增长的背景下，原奶产能难以下降。在这个大思路下，我们预计今年乳制品行业原奶过剩的局面整体会得到缓解，乳制品产业链上下游的压力都将有所改善。

本轮原奶价格 2021 年 8 月见顶，到目前奶价已经累计下降了 29.00%，上游奶牛养殖企业陷入亏损之中。奶价下降的主要原因是在上一轮产能扩张后，原奶供给增长大于消费的增长。据农业大学数据，2019 年—2023 年，我国牛奶产量复合增长率达到 7%。而尼尔森数据显示，2021 年—2023 年，乳制品全渠道收入同比增速由升转降，分别为 7.9%、-6.5%、-2.4%。原奶供给量的增加给下游带来较大的经营压力，2024 年乳企喷粉现象频发。

国家在 1 号文件中关注到奶牛养殖行业的困境，同时提出要稳定基础产能，在这个大思路下，预计上游奶牛养殖存栏量会进一步出清，我们预计今年乳制品行业原奶过剩的局面整体会得到缓解，乳制品产业链上下游的压力都将有所改善。

此外，一号文件还强调要落实灭菌乳国家标准，支持以家庭农场和农民合作社为主体的奶业养殖加工一体化发展。根据 2024 年 10 月 8 日国家食品安全标准与监测评估司发布对 19 项食品安全国家标准进行了修改并公开征求意见。其中，GB25190《食品安全国家标准灭菌乳》对“灭菌乳”的定义修改为“仅以单一品种生乳为原料”，删除了“添加或不添加复原乳”等字眼。灭菌乳国家标准落实，国产灭菌乳产品将告别允许使用复原乳的时代。

我们判断今年上半年奶牛存栏将进一步出清，预计下半年原奶价格有望企稳，乳制品产业链上下游的压力都将有所改善。如果乳制品需求能够伴随宏观经济复苏而复苏，乳制品企业盈利能力将得到提升。

市场回顾：上周食品饮料各子行业中，周涨跌幅依次为：乳品 1.64%，其他食品 1.26%，其他酒类 0.84%，啤酒-0.30%，白酒Ⅲ-0.51%，调味发酵品-0.88%，软饮料-1.43%，黄酒（长江）-1.52%，肉制品-1.93%。

A 股港股市场

指数名称	收盘价	涨跌%
上证指数	3,320.9	-1.98
深证成指	10,611.24	-2.89
创业板	2,170.39	-3.82
中小板	6,599.38	-2.72
沪深 300	3,890.05	-1.97
香港恒生	22,941.32	-3.28
国企指数	8,417.43	-3.63

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	-	电子	20250304
恒鑫生活	-	基础化工	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
毓恬冠佳	28.33	汽车	20250303

*价格单位为元/股

数据来源：恒生聚源, 东兴证券研究所

上周酒类行业公司中，涨幅前四的公司为：百润股份 7.40%，中信尼雅 6.80%，百威亚太 4.20%，兰州黄河 3.94%；表现后五位的公司为：青岛啤酒-3.66%，迎驾贡酒-3.69%，青岛啤酒股佳-4.05%，张裕 B-4.82%，华润啤酒-7.56%。

港股市场回顾：上周港股必需性消费指数-0.41%，其中关键公司涨跌幅为：中国飞鹤 6.04%，周黑鸭 5.65%，百威亚太 4.20%，颐海国际 2.47%，中国旺旺 0.65%，康师傅控股-0.52%，农夫山泉-6.52%，华润啤酒-7.56%。

风险提示：宏观经济复苏不及预期；奶牛行业淘汰产能不及预期；乳制品需求持续下滑等。

（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）

【东兴有色金属】白银行业深度 II：全球白银需求已进入结构性扩张阶段（20250225）

我们在 2025 年 2 月 19 日发布的《白银行业深度 I：全球白银供给将进入刚性低速增长新阶段》中，对白银行业的供给进行了系统性的梳理及分析，发现 2024-2027 年全球白银总供应将维持较低增速，全球白银年度供应量将由 31915 吨增长至 33039 吨，期间 CAGR 或为 1.2%，主因回收银产量的提升短期内难以抵消矿端供应增速缓慢的影响。，我们预计 2024-2027 年间，全球白银供应量将由 31915 吨增长至 33039 吨，期间 CAGR 或为 1.2%，白银总供应或维持较低增速。本文我们将从白银的需求角度对全球白银消费的韧性、弹性及变化趋势进行分拆追踪，从而对全球白银供需平衡状态做出有效拟合。通过供需的定性及定量分析，我们发现全球白银的供需状态将延续偏紧状态，供需缺口在 2025-2027 年间或持续放大。

工业用银是白银需求增长的主要驱动力。白银需求主要由工业需求、实物投资需求、首饰业需求、银器需求和摄影业需求构成。2024 年预计全球白银需求为 37918 吨，其中工业白银需求为 22110 吨，占比高达 58%，为白银需求的主要构成部分。实物投资与首饰业白银需求则分列二、三位，2024 年预计需求量分别为 6593 吨（占比 18%）和 6572 吨（占比 17%）；而银器与摄影业白银需求则分别为 1830 吨（占比 5%）和 812 吨（占比 2%）。2019-2024 年间，白银市场需求持续扩容。全球白银需求量由 2019 年的 31241 吨增长至 2024 年的 37918 吨，总计增长 6677 吨，期间 CAGR 达到 4%。其中，工业白银需求有效贡献白银消费的增长弹性，全球工业用银同期由 16281 吨增长至 22110 吨，期间增长了 5829 吨，占总增长量比例为 87.3%。从年复合增速观

察，工业白银需求期间 CAGR 为 6%，增速亦高于白银总需求增速。

光伏用银需求仍在上行周期中。银浆是光伏电池制作中不可缺少的辅料。2022 年以后光伏行业进入了技术转型，由传统的 P 型电池，逐渐替换为效率更高的 N 型电池，其单位耗银量相较 P 型电池大幅提升。近年来，N 型电池的市场渗透率不断提升。通过对全球光伏新增装机容量、N 型电池市场渗透率、N 型电池单位耗银量等多因素进行拟合，我们预测 2025-2027 年间全球光伏用银消耗量或分别达到 7560 吨/7934 吨/8156 吨，年同比增速分别为 4.8%/5.0%/2.8%。

新能源汽车行业发展带动白银需求增长。混动汽车与纯电汽车的单位白银用量较传统汽车分别提升了 21%和 71%。随着新能源汽车行业持续发展，新能源汽车市场渗透率不断增长，新能源汽车行业将为白银需求持续提供新增量。通过对新能源与传统汽车产量、不同车型的单位白银消耗量、不同车型的市场渗透率等数据进行拟合，我们预测 2025-2027 年间汽车行业白银消耗量或分别达到 2566/2799/2926 吨，年同比增速分别为 4.5%/9.1%/12.5%。

全球白银需求仍在发酵中。我们对白银需求的各部分均进行了拟合预测发现：随着光伏、新能源汽车与环氧乙烷催化剂行业持续发展，工业用银消耗量将作为白银需求上升的核心动力持续增长；摄影业白银需求将以东亚发展中国家为主延续结构性收缩；银饰与银器白银需求将维持印度市场的主导地位，银饰需求中枢上行，银器需求则相对稳定；净实物投资与净对冲需求预计维持现状。综合统计各数据变化，我们认为 2024-2027 年间全球白银需求 CAGR 将达到 2%，或由 2024 年的 37918 吨增长至 2027 年的 40287 吨。其中，工业需求占比将由 24 年的 58%升至 27 年的 60%，光伏与新能源汽车行业的发展或为白银需求上行的核心驱动力。

白银供需缺口或持续放大。在上一篇报告中，我们对白银供给进行了讨论，我们认为 2024-2027 年间全球白银供应量或由 31915 吨增长至 33039 吨，期间 CAGR 仅为 1.2%，白银总供应将维持较低增速。结合我们对全球白银总需求的预测，我们认为 2025-2027 年间，白银供需结构将维持偏紧状态，且供应缺口或由 2024 年的 6003 吨逐渐放大至 6507/7021/7248 吨。

相关公司：兴业银锡，紫金矿业，山金国际，盛达资源。

风险提示：白银供应超预期增长，白银需求不及预期，全球新能源汽车产量增速不及预期，全球光伏新增装机量不及预期，全球流动性超预期紧缩，利率超预期急剧上升，区域性冲突加剧及扩散。

（分析师：张天丰 执业编码：S1480520100001 电话：021-25102914 研究助理：闵泓朴 执业编码：S1480124060003 电话：021-65462553）

重要公司资讯

1. **百度**：将于3月中旬推出新一代AI模型。（资料来源：同花顺 iFinD）
2. **茅台**：酱香酒部分省区市场座谈会召开。会议总结分析了当前茅台酱香酒的市场形势，认为，茅台酱香酒春节销售目标达成预期，特别是茅台1935酒、茅台王子酒等主打产品市场动销旺盛，证明2024年市场政策和措施的积极有效。就2025年市场工作，会议强调，要从三个方面全力推进市场工作。一是做好渠道的变革及协同。二是做好系列酒产品的定位和布局。要确保大单品独立运行并持续扩大市场需求。其他系列产品要明确市场定位。三是做好市场政策支持。（资料来源：同花顺 iFinD）
3. **杉杉集团**：进入破产重整。本次重整范围聚焦集团自身债务与资产，不涉及上市公司杉杉股份。当地政府将支持稳定经营。（资料来源：同花顺 iFinD）
4. **宁德时代**：百度与宁德时代举行战略合作签约仪式。双方将围绕无人驾驶与数智化两大核心领域展开合作，共同推动无人驾驶出行服务的普及与发展，以及AI在工业上的应用和推广。（资料来源：同花顺 iFinD）
5. **中国船舶**：近日中国船舶武汉船机总包建造的TYPE 33#平台和4#平台从青岛海西重机启程发往中东地区交付使用，这是公司春节开工后交付的首批大型海洋工程装备。该型平台中东用户目前采购了6座，公司在2024年12月顺利交付了2座，此次发货的为第二批次2座，对公司进一步巩固中东市场具有重要意义。（资料来源：同花顺 iFinD）

经济要闻

1. **工信部**：围绕化解重点产业的结构性矛盾，工信部正在引导地方因地制宜，合理布局光伏项目，减少单纯扩大产能的光伏制造项目。通过提高项目建设前的资本金比例和项目建成后的产品技术指标要求，提高行业的准入门槛。李婷表示，下一步，工信部将进一步发挥规范条件的政策作用，强化与兄弟部门的政策联动，推动光伏行业高质量发展。（资料来源：同花顺 iFinD）
2. **商务部**：商务部新闻发言人表示，我们将全面实施跨境服务贸易负面清单，稳步推进梯度开放。主动对接国际高标准经贸规则，会同相关部门，在电信、教育、文化、医疗、金融等领域研究推出一批新的开放举措。我们将打好政策“组合拳”，加快完善服务消费“1+N”政策措施体系，推动出台支持家政服务消费、数字消费、体育消费等一系列政策，扩大服务领域高质量供给。加强新业态新模式培育，创新服务消费场景，增强人民群众的“获得感”。（资料来源：同花顺 iFinD）
3. **国家能源局**：印发《2025年能源工作指导意见》，提出了2025年能源工作的主要目标：供应保障能力方面，全国能源生产总量稳步提升。煤炭稳产增产，原油产量保持2亿吨以上，天然气产量保持较快增长，油气储备规模持续增加。全国发电总装机达到36亿千瓦以上，新增新能源发电装机规模2亿千瓦以上，发电量达到10.6万亿千瓦时左右，跨省跨区输电能力持续提升。绿色低碳转型方面，非化石能源发电装机占比提高到60%左右，非化石能源占能源消费总量比重提高到20%左右。工业、交通、建筑等重点领域可再生能源替代取得新进展。新能源消纳和调控政策措施进一步完善，绿色低碳发展政策机制进一步健全。发展质量效益方面，火电机组平均供电煤耗保持合理水平。风电、光伏发电利用率保持合理水平，光伏治沙等综合效益更加显著。大型煤矿基本实现智能化。初步建成全国统一电力市场体系，资源配置

进一步优化。（资料来源：同花顺 iFinD）

4. 工信部：2024 年我国光伏产业链主要环节产量持续增长。根据光伏行业规范公告企业信息和行业协会测算，全国光伏多晶硅、硅片、电池、组件产量同比增长均超过 10%，行业产值保持万亿规模，光伏电池、组件出口量分别增长超过 40%、12%。多晶硅环节，1—12 月全国产量超过 182 万吨，同比增长 23.6%。硅片环节，1—12 月全国产量达到 753GW，同比增长 12.7%，出口量约 60.9GW。电池环节，1—12 月全国产量达到 654GW，同比增长 10.6%，出口量约 57.5GW。组件环节，1—12 月全国产量达到 588GW，同比增长 13.5%，出口量约 238.8GW。全年主要光伏产品持续“量增价减”态势，1—12 月，多晶硅、组件价格分别同比下降 39.5%、29.7%。（资料来源：同花顺 iFinD）

5. 工信部：2024 年我国锂离子电池产业延续增长态势。根据锂电池行业规范公告企业信息和行业协会测算，全国锂电池总产量 1170GWh，同比增长 24%。行业总产值超过 1.2 万亿元。电池环节，1—12 月消费型、储能型和动力型锂电池产量分别为 84GWh、260GWh、826GWh。锂电池装机量(含新能源汽车、新型储能)超过 645GWh，同比增长 48%。受锂电池产品价格下跌影响，1—12 月全国锂电池出口总额达到 4348 亿元，同比下降 5%，较 2024 年上半年降幅收窄七个百分点。一阶材料环节，1—12 月正极材料、负极材料、隔膜、电解液产量分别约为 310 万吨、200 万吨、210 亿平方米、130 万吨，同比增长均超过 20%。二阶材料环节，1—12 月电池级碳酸锂产量 67 万吨，同比增长 45%，电池级氢氧化锂产量 36 万吨，同比增长 26%。1—12 月电池级碳酸锂和氢氧化锂(微粉级)均价分别为 9 万元/吨和 8.7 万元/吨。（资料来源：同花顺 iFinD）

6. 商务部：商务部新闻发言人表示，中日经济深度融合，双边贸易连续多年超过 3000 亿美元，日本累计对华投资超过 1300 亿美元，未来仍有巨大增长潜力。双方应加强政策沟通，维护产供应链稳定，维护以世贸组织为核心的多边贸易体制，加强区域和多边合作。期待两国经济界扩大交流互访，深化绿色发展、医疗康养、服务贸易等领域合作，为中日经贸关系健康稳定发展贡献力量。（资料来源：同花顺 iFinD）

7. 中共中央政治局：2月28日召开会议，会议强调，今年是“十四五”规划收官之年，做好政府工作，要在以习近平同志为核心的党中央坚强领导下，以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻落实党的二十大和二十届二中、三中全会精神，按照中央经济工作会议部署，坚持稳中求进工作总基调，完整准确全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，扎实推动高质量发展，进一步全面深化改革，扩大高水平对外开放，建设现代化产业体系，更好统筹发展和安全，实施更加积极有为的宏观政策，扩大国内需求，推动科技创新和产业创新融合发展，稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击，稳定预期、激发活力，推动经济持续回升向好，不断提高人民生活水平，保持社会和谐稳定，高质量完成“十四五”规划目标任务，为实现“十五五”良好开局打牢基础。（资料来源：同花顺 iFinD）

8. 国家统计局：发布中华人民共和国 2024 年国民经济和社会发展统计公报。初步核算，全年能源消费总量 59.6 亿吨标准煤，比上年增长 4.3%。煤炭消费量增长 1.7%，原油消费量下降 1.2%，天然气消费量增长 7.3%，电力消费量增长 6.8%。煤炭消费量占能源消费总量比重为 53.2%，比上年下降 1.6 个百分点；天然气、水电、核电、风电、太阳能发电等清洁能源消费量占能源消费总量比重为 28.6%，上升 2.2 个百分点。重点耗能工业企业单位电石综合能耗下降 0.8%，单位合成氨综合能耗下降 1.2%，吨钢综合能耗下降 0.1%，单位电解铝综合能耗下降 0.2%，每千瓦时火力发电标准煤耗下降 0.2%。初步测算，扣除原料用能和非化石能源消费量后，全国万元国内生产总值能耗比上年下降 3.8%。全国碳排放权交易市场碳排放配额成交量 1.89 亿吨，成交额 181.1 亿元。（资料来源：同花顺 iFinD）

9. 国家发展改革委: 8部门联合公布了《促进普惠养老服务高质量发展的若干措施》，从推动服务供给提质扩面、培育发展服务机构、统筹利用存量资产、健全服务机构价格形成机制、优化综合监管与服务、营造良好发展环境等方面，提出若干措施，推动构建价格可负担、质量有保障、运营可持续的普惠养老服务体系。（资料来源：同花顺 iFind）

10. 商务部: 新闻发言人2月28日就美方威胁对中国输美产品再加征10%关税答记者问时表示，中方多次表明，单边关税违反世贸组织规则，破坏多边贸易体制。中方对此坚决反对。中方希望美方不要一错再错，尽快回到通过平等对话妥善解决分歧的正确轨道。如果美方一意孤行，中方将采取一切必要反制措施，捍卫自身合法权益。（资料来源：同花顺 iFind）

每日研报**【东兴商贸零售】东兴大消费：两会前瞻，多维度提振消费值得期待（20250224）**

全国“两会”召开在即，目前正值政策“等待期”。2月17日，市场监管总局等五部门为贯彻落实党中央、国务院决策部署，印发《优化消费环境三年行动方案（2025—2027年）》的通知，可能对全国“两会”政策有铺垫和指引。我们对该行动方案进行解读，作为两会政策的前瞻。

家居：受益于以旧换新，利好头部品牌。文件中“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，进一步提高了家居补贴持续的可能性，其中智能家居、家装厨卫“焕新”预计仍为补贴支持的重点。去年实际上仅部分地区推动了家居的补贴（范围远小于家电），那今年政策端的进一步支持叠加去年比较好的正反馈，是有望能带动更多省市投入家居补贴。去年地产竣工下滑较大，家居自然需求压力比较大，今年国家补贴有望助力需求平稳，抹平低谷。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，符合文件“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。

纺织服装、黄金珠宝、化妆品，享国潮崛起之风。行动方案提到，要提升“中国制造”整体形象，支持老字号创新发展，加快推进服装服饰、珠宝首饰、皮革制品、化妆品等精品化国潮化时尚化。其指出了我国时尚消费品未来发展的大方向为推动国货崛起，而产品质量的提升和国潮文化融合是国货崛起的重要实现方式。目前美妆行业和黄金珠宝行业正在朝着该方向发展。近年来国内美妆公司研发实力持续提升，产品力和品牌力不断增强，叠加其在兴趣电商等新渠道更具竞争优势，龙头国货美妆品牌已经在一定程度上实现了对国际大牌的市占率抢占。与此同时，我们也关注到主打东方美的品牌也在快速崛起，验证了国潮化趋势。对于黄金珠宝板块，黄金工艺的改善使其对年轻客群的吸引力增强，渗透率的提升为行业增长的内在驱动。国潮元素也已经较多的应用到产品设计中，如老铺黄金的非遗手工金器和“故宫联名系列”等，获得了亮眼的销售表现。展望未来，我们认为时尚消费品行业国货崛起趋势仍将持续，我们坚定看好龙头国货品牌市场份额的提升，产品力和品牌力强、带有国潮元素的品牌或更为受益。

服务消费发展空间大，重点领域康养、教育、文旅。多维度改善服务消费品质。行动方案表示要从信用、服务标准、服务认证和评价机制等多维度改善服务消费品质，提及的行业包括养老康复、托育、家政、文旅、金融等。整体来看未来社会服务的重点仍围绕基础民生领域，在这些领域有布局的公司有望持续受益。服务品质的提升一方面有望促进消费需求的释放，另一方面也对服务提供方提出了更高的要求，具有较高服务标准的行业龙头竞争力或进一步增强。

AI+消费方向有望创造更多消费场景。行动方案还表示要积极布局新消费领域，推进首发经济，推动消费地标建设，聚焦数字消费、绿色消费、健康消费等打造新型消费场景。系统构建数字化消费生态体系，大力促进消费线上线下融合，打造沉浸式、体验式消费场景。我们认为两大消费方向会因此受益：一个是线下零售渠道，目前调改是传统线下零售行业的主旋律，随着调改完成其有望成为满足消费者需求的品质消费集聚区，同时线下零售渠道也是首发经济的重要场所，占据优势地理资源且调改力度较大线下零售商有望获益；另一个是AI+消费方向，目前AI技术已经应用到部分消费场景中，后续随着AI技术的持续迭代，新的消费场景和应用将会

持续涌现，如 AI 旅游体验、智慧零售、智慧教育、智能穿戴等。

农林牧渔：聚焦乡村振兴，关注农业科技。我们通过复盘近五年的中央一号文件，参考近期中央及农业农村部发布的相关政策，结合近期国内外发展形势，我们认为 2025 年的中央一号文件和两会关于农业的相关议题会围绕以下三个重点展开：1)持续聚焦乡村振兴。25 年“一号文”和两会大概率会延续 24 年中央农村工作会议的政策方向，持续聚焦“深化农村工作改革，推进乡村全面振兴”。涉及的内容可能包括经营制度和土地制度改革、创新乡村振兴投融资机制，培育乡村新产业新业态，健全多元化投入保障机制等。强调粮食安全底线。关税贸易战背景下，粮食安全的政策关注度有望继续提升。2)粮食安全。预计“一号文”对于粮食安全的表述会聚焦在粮油作物单产提升，强化耕地保护，严格占补平衡等。3)关注推进农业科技。生物技术和信息技术正在引领新一轮的生产力变革，农业产业也要培育发展新质生产力。我们判断生物育种作为提升农作物单产的重要手段，其推广应用范围有望进一步扩大。此外，农业科技的相关内容可能会涉及良种培育、智慧农业、疫病防控、绿色低碳等方面。

食品饮料：餐饮消费有望提振。作为消费中的重要领域，食品饮料消费也将受益于消费政策的刺激，预期消费环境会得到积极改善，食品饮料消费无论是线上线下都会受益。看好未来国家政策在消费环境、交易环境、政策环境方面的改革推动，看好食品饮料行业业绩的整体提升。特别是餐饮消费，随着方案落实，旅游、商圈购物、线下体验等消费得到提振，对餐饮消费将会有明显的拉动。同时预期各地方的消费补贴也会加大餐饮的补贴力度，对餐饮行业将有积极的帮助。

投资策略：未来建议关注以下细分赛道的机会：1、继续关注化妆品、医美悦己型消费。化妆品关注国货美妆龙头市场份额提升，医美行业渗透率提升带动市场扩容，关注新品上市后新增长曲线的打造。2、潮玩行业，“兴趣消费”的直接受益者。兴趣消费相关概念仍是消费增长的主力。直接生产或运营 IP 的品牌商和零售商是 IP 经济和谷子经济兴起的最大受益者。

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 分析师：魏宇萌 执业编码：S1480522090004 电话：010-66555446 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 分析师：程诗月 执业编码：S1480519050006 电话：010-66555458)

【东兴计算机】计算机行业：重点关注人工智能、未来产业、信创等方向——2025 年科技板块两会前瞻 (20250224)

2025 年为“十四五”收官之年，也是为“十五五”良好开局打牢基础的关键之年，政府工作安排意义重大。科技板块历来为两会期间重点关注方向，为了更好地把握科技板块投资机会，结合各地方政府工作报告重对科技板块的指导意见，我们认为应关注以下几个重点方向：

人工智能行业：近期国产大模型 DeepSeek 凭借其较低成本、强大能力引发产业及资本市场持续关注，科技行业、产业端、政府端均逐步加大对大模型的应用及投入力度，人工智能行业的快速发展有望赋能现有产业、

催生新兴商业模式。地方政府也重视对人工智能行业发展的支持，如浙江省 2025 年政府工作报告中提出“推动实体经济和数字经济深度融合。争创新一轮国家数字经济创新发展试验区，支持杭州打造人工智能产业发展高地，力争数字经济核心产业增加值增长 6.5%以上”“推进数据要素综合试验区建设，适度超前布局创新基础设施，有序实施大模型、数据、算力基础性工程，加快探索大科学装置和大科学计划市场化运营模式”。建议重点关注算力基础设施、大模型、大模型应用等细分领域；

未来产业：多省政府工作报告中提出要布局未来产业、加大科技创新和产业创新相融合、培育现代化产业体系等。如北京市 2025 年政府工作报告中提出“积极布局建设未来产业。建立投入增长机制，重点培育人形机器人、商业航天、生物制造、新材料、未来能源等 20 个未来产业”；上海市 2025 年政府工作报告中提出要“增强科技创新能力。围绕细胞基因治疗、脑机接口、6G、量子计算、聚变能源等战略前沿领域，强化前瞻性、战略性、系统性、带动性研究布局。加强企业主导的产学研深度融合，支持企业牵头重大科技项目，建立健全关键核心技术攻关新型组织实施机制”；江苏省 2025 年政府工作报告中提出要“大力推动产业深度转型升级。实施战略性新兴产业培育工程，放大省战略性新兴产业母基金“撬动”效应，加大新一代信息技术、高端装备、前沿新材料、商业航天等产业培育力度。加快布局低空经济发展，打造低空制造产业高地。探索建立未来产业投入增长机制，重点深耕人形机器人、量子科技、原子级制造等新领域新赛道，加快构建“10+X”未来产业体系”。建议重点关注机器人、低空经济、量子科技、脑机接口等新兴产业；

信创板块：国际形势错综复杂，外部扰动依然存在，“特朗普 2.0”时期海外科技制裁风险不可忽视，国内科技行业自立自强依然为重点发展方向，信创产业趋势势在必行，北京市 2025 年政府工作报告中指出要“立足服务国家高水平科技自立自强，一体推进教育发展、科技创新、人才培养，着力建设世界主要科学中心和创新高地”。建议关注芯片及服务器、基础软件、工业软件等方向国产替代发展机会。

投资策略：2025 年为十四五收官之年，科技板块作为现代产业重要组成部分，在两会期间为重点关注方向，建议关注人工智能、未来产业、信创板块等细分领域。

风险提示：政策力度不及预期、产业发展不及预期、相关投入不及预期风险。

（分析师：刘航 执业编码：S1480522060001 电话：021-25102913 分析师：刘蒙 执业编码：S1480522090001 电话：010-66554034 分析师：张永嘉 执业编码：S1480523070001 电话：010-66554016）

【东兴房地产】房地产周报 20250224:新房成交回稳、二手房成交热度较高（20250224）

新房成交回稳，二手房成交热度较高。

房管局数据：

29 城新房本周销售面积(02/16-02/22)为 270.2 万平，前值(02/09-02/15)为 222.7 万平。

29 城新房年内累计销售面积(1/1-02/22)同比增速为 9.12%，前值(1/1-02/15)为 4.40%。当月累计销售面积同比增速为 48.95%，上个月整月为-4.27%。

13 城二手房本周销售面积(02/16-02/22)为 178.6 万平，前值(02/09-02/15)为 140.2 万平。

13 城二手房年内累计销售面积(1/1-02/22)同比增速为 27.99%，前值(1/1-02/15)为 21.67%。当月累计销售面积同比增速为 79.99%，上个月整月为 10.90%。

12 城新房及二手房本周销售面积(02/16-02/22)为 288.8 万平，前值(02/09-02/15)为 227.7 万平。

12 城新房及二手房合计年内累计销售面积(1/1-02/22)同比增速为 4.18%，前值(1/1-02/15)为-4.02%。当月累计销售面积同比增速为 42.48%，上个月整月为-8.73%。

行业要闻(2/17~2/23):

加大配售型保障性住房建设和供给。住建部在山东省青岛市召开推进配售型保障性住房轮候库建设工作现场会。会议指出，要加大配售型保障性住房建设和供给，地要积极担当作为，把轮候库建设工作抓实抓好，切实推动配售型保障性住房建设落地见效。

投资建议：我们认为，土地收储全国范围内有望加速落地，对缓解房企现金流压力，提振楼市信心，巩固止跌回稳趋势有重要作用。我们看好重点城市布局较多的国企与央企，推荐保利发展，招商蛇口、华润置地、绿城中国、越秀地产等也有望受益。

风险提示：盈利能力继续下滑、销售不及预期、资产减值的风险等

(分析师：陈刚 执业编码：S1480521080001 电话：010-66554028)

【东兴银行】银行业：息差降幅收窄，资产质量保持稳健——4Q24 行业数据详解（20250224）

事件：2 月 21 日，国家金融监管总局发布 2024 年四季度商业银行主要监管指标。商业银行 2024 年实现净利润 2.3 万亿，平均 ROE 为 8.1%，平均 ROA 为 0.63%，不良贷款率 1.5%。

盈利表现：商业银行全年盈利增速较前三季度有所回落。2024 年商业银行实现净利润 2.3 万亿，同比-2.3%，增速较前三季度下降 2.8pct。其中，城商行、农商行净利润负增长，增速环比大幅下降；国股行环比前三季度改善。监管全口径城农商行利润负增或主要受弱资质区域银行经营压力较大，化险力度加大拖累；而上市城农商行经营情况整体更优。从已披露业绩快报的 12 家上市城农商行来看，多数银行净利润增速环比改善。归因来看：

(1) 净利息收入依然承压。商业银行总资产增速继续放缓，2024 年末总资产 380.5 万亿，同比增 7.2%，增速环比三季度末下降 0.8pct。净息差同比下降 17bp 至 1.52%，但降幅较前三季度收窄。预计四季度上市银行净利息收入继续受扩表放缓、息差收窄拖累，增长仍然承压。

(2) 非息收入是盈利重要贡献。2024 年商业银行非息收入占比 22.4%，同比提高 2.5pct。去年 11、12 月债

券收益率快速下行，累计降幅超 40bp，预计银行投资收益、公允价值变动损益仍保持较快增长。此外，三季度以来部分城农商行降低金融投资中 TPL 账户占比，提高 OCI 账户占比（对应公允价值变动计入其他综合收益，卖出时可兑现计入投资收益），后续兑现有望平滑 2025 年营收表现。

量：信贷增速继续放缓，四季度股份行增速环比回升。在需求不足叠加信贷“挤水分”政策导向下，2024 年银行信贷增速呈放缓趋势。2024 年末商业银行贷款同比增 7.6%，较上年放缓 3.2pct。其中，国有行、股份行、城商行、农商行贷款分别同比增 9%、4.4%、7.9%、7.6%，较上年分别放缓 4.3、1.3、2.9、2.4pct。大行继续发挥头雁作用保持相对高扩表；优质区域行在地方经济带动下仍保持较快投放；股份行信贷增速持续磨底，四季度环比小幅回升，或主要得益于一揽子刺激政策下，零售贷款投放边际回暖。

展望 2025 年，企业部门，中央财政提升赤字有助于基建投资继续平稳回升，专项债打开土储、房储用途或带动房地产投资降幅收窄，但出口和制造业投资或受外部市场摩擦影响而回落。居民部门，按揭贷款回暖持续性有待观察地产销售情况，消费补贴政策有助社零增速提升，但对零售贷款需求传导作用或有限，居民加杠杆需观察资产负债表修复、收入预期改善进程。综合来看，政府和国企信贷需求或是 2025 年信贷加力项；尚需观察的是涉及制造业出口经济的民营企业、资产负债表待实质性修复的居民部门信用需求情况。

价：净息差同比降幅收窄至 17bp，预计今年息差下行压力进一步减小。2024 年商业银行净息差 1.52%，环比 -1bp；同比下降 17bp，较前三季度降幅收窄 3bp。其中，国有行、股份行、城商行、农商行净息差分别为 1.44%、1.61%、1.38%、1.72%，环比分别持平、-1bp、-5bp、+1bp，同比分别-18、-15、-19、-17bp。

展望 2025 年，伴随存款成本改善兑现+利率传导畅通，预计息差降幅将进一步收窄。从存量政策来看，测算前期存款挂牌利率调降、同业存款利率自律有望提振息差 14bp 左右，叠加资产端贷款重定价、隐债置换的影响，测算息差收窄 10bp 左右。在适度宽松货币政策定调下，全年政策利率有下调空间，银行资产收益率仍然承压；但央行持续疏通利率传导，预计负债端成本下降将更加敏捷，全年息差降幅有望进一步收窄至 10-15bp。

质：资产质量指标平稳，得益于持续大力核销处置+不良生成平稳。2024 年末商业银行不良贷款余额 3.28 万亿，环比减少 977 亿；不良贷款率为 1.5%，环比、同比分别-6bp、-9bp。关注类贷款占比 2.22%，环比、同比分别-6bp、+2bp。其中，国有行、股份行、城商行、农商行不良率分别为 1.23%、1.22%、1.76%、2.8%，环比分别-2、-3、-6、-24bp。

近年国内经济增长承压，部分行业和区域信用风险暴露增多，但从整体上看，商业银行资产质量指标持续平稳。我们认为，一方面是商业银行核销力度持续较大；根据监管公布，2024 年商业银行处置不良资产超 3 万亿（2020-2023 年分别处置 3.02、3.13、3.1、3 万亿）。另一方面是各细分领域风险周期并不重叠（如制造业风险 14-16 年、房地产风险 21-23 年、零售风险 24 年），整体不良生成相对稳定。测算六家国有行 2020-1H24 加回核销不良生成率分别为 1.26%、0.93%、0.87%、0.71%、0.71%。

拨备：银行体系风险抵补能力充足。2024 年末商业银行拨备余额 6.93 万亿，环比减少 1486 亿；拨备覆盖率为 211.19%，环比、同比分别上升 1.7、6.0pct。其中，国有行、股份行、城商行、农商行拨备覆盖率分别为 248%、216.3%、188.1%、156.4%，环比分别-2.3、-0.8、-0.9、+7.6pct。近年商业银行拨备覆盖率整体稳中有升，拨备/贷款、拨备/总资产指标平稳，拨备对利润仍有调节平滑能力。

投资建议：展望 2025 年，预计在逆周期调节下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，银行高股息配置价值继续推出。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，政策力度和实施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）

【东兴通信】通信行业：阿里巴巴加大 AI 投入，意法联手亚马逊推出新型硅光技术（20250224）

周观点：

目前联特科技在推进高速率光模块研发和量产方面进展顺利。联特科技目前着重扩宽其高速率数通光模块领域。2024 年 3 月，公司发布了基于 SiproMZM 技术的 800G 光模块，包括集成 DSP 模块和 LPO 模块，主要应用于解决优质光网络方案，彰显其在技术创新上的突破。9 月，在 CLOE 上，联特科技推出最新研发的 1.6T 光模块解决方案，并且表示目前 1.6T 样品已开发完成，正送往客户进行测试，标志公司在超高速光模块领域实现重大突破。与此同时，800G 光模块实现小规模量产。10 月，在 OCP 上重点推出了 800G2DR4LRO、800GDR4 和 1.6TOSFP1600 等产品，并在交换机上进行了 800G 系列产品的现场演示，通过实际操作向市场展示了产品的性能和稳定性。

走势概览：

本周（2025.2.17-2025.2.21），通信（申万）指数上涨 8.09%，上证指数上涨 0.97%，创业板指数上涨 2.99%，沪深 300 指数上涨 1.00%，科创 50 指数上涨 7.07%。

本周（2025.2.17-2025.2.21），涨跌幅排名前三的申万一级行业依次通信（+8.09%）、机械（+7.77%）、电子（+6.96%）。

本周（2025.2.17-2025.2.21），A 股通信重点标的涨跌幅：中国移动（+3.44%）、中兴通讯（+6.33%）、中天科技（+3.16%）、上海瀚讯（+21.45%）、中际旭创（+16.32%）。

行业新闻重要公告：

（1）阿里巴巴未来三年加大投入三大 AI 领域。

(2) 宇树科技：2025 年人形机器人会达到“新量级”。

(3) 意法联手亚马逊推出新型硅光技术 PIC100。

风险提示：

监管政策变化，国内经济下行，行业发展不及预期。

(分析师：石伟晶 执业编码：S1480518080001 电话：021-25102907)

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。