

2025 年 2 月 26 日 星期三

分析师推荐

【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，是有可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

A 股港股市场

指数名称	收盘价	涨跌%
上证指数	3,380.21	1.02
深证成指	10,955.65	0.93
创业板	2,268.22	1.23
中小板	6,809.83	0.53
沪深 300	3,959.94	0.87
香港恒生	23,787.93	3.27
国企指数	8,792.89	3.46

A 股新股日历（本周网上发行新股）

名称	价格	行业	发行日
汉朔科技	-	电子	20250228
永杰新材	-	有色金属	20250228

*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

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）

【东兴农林牧渔】农林牧渔行业：一号文正式发布，关注粮食安全和农业新质生产力——2025 年中央一号文件点评（20250224）

事件：2025 年 2 月 23 日，题为《中共中央国务院关于进一步深化农村改革？扎实推进乡村全面振兴的意见》的中央一号文件正式发布。这是中央一号文件自 2004 年以来连续 22 年聚焦三农问题。

大篇幅聚焦粮食安全。正如我们在一号文前瞻报告中的预判，粮食安全的政策关注度再度提升，25 年中央一号文件中以一章节共九方面内容大篇幅聚焦了粮食安全与农产品稳保供给。其中重点强调要提升粮食单产，要“稳定粮食播种面积，主攻单产和品质提升，确保粮食稳产丰产。进一步扩大粮食单产提升工程实施规模，加大高产高效模式集成推广力度，推进水肥一体化，促进大面积增产”。一号文件对农产品从种源、生产、收获、防灾、销售到消费全流程做出了系统性的部署和安排。

首提“农业新质生产力”。25 年中央一号文件中在“推进农业科技力量协同攻关”的部分首次提出“因地制宜发展农业新质生产力”。结合农业农村部近期发布的《全国农业科技创新重点领域（2024-2028 年）》，培育发展农业新质生产力，要聚焦农业新品种培育、耕地质量提升、农机装备研制、农作物病虫害防控、畜禽水产疫病防控、高效种植养殖、绿色低碳农业、农产品加工与食品制造、农产品质量安全、乡村发展 10 大重点领域。中央一号文件则重点提及了生物育种、农机装备和智慧农业三个方面：

生物育种：一号文内容表述为“深入实施种业振兴行动，继续推进生物育种产业化”。我们认为，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，推荐标的隆平高科、大北农，其他相关标的登海种

业、荃银高科等。

农机装备：一号文内容表述为“推动农机装备高质量发展，加快国产先进适用农机装备等研发应用，推进老旧农机报废更新”。我们认为，高质量国产农机或迎来进口替代机遇。相关标的包含一拖股份、吉峰科技、中联重科等。

智慧农业：一号文内容表述为“支持发展智慧农业，拓展人工智能、数据、低空等技术应用场景”。

投资策略：25 年中央一号文件聚焦粮食安全并首提“农业新质生产力”。参考我们 25 年 2 月 19 日发布的一号文前瞻报告《农林牧渔行业：一号文发布在即，关注农业板块投资机遇》，通过复盘过去 21 个“一号文”带来的板块行情变化，我们明确“一号文”给农业板块带来的主题性投资机会确定性较强，建议关注粮食安全和农业新质生产力相关的生物育种、农业机械和智慧农业的相关投资机遇。

风险提示：生物育种推广进度不及预期，政策支持力度不及预期，极端天气风险等。

（分析师：程诗月 执业编码：S1480519050006 电话：010-66555458）

重要公司资讯

1. DeepSeek: DeepSeek 计划提前发布其新一代 AI 模型 R2。该公司最初计划在 5 月推出，但目前正在努力尽快推出。DeepSeek 表示，新模型将在编程能力和多语言推理方面有所提升。（资料来源：同花顺 iFinD）

2. 百度: 百度与欢聚集团达成收购协议，百度以 21 亿美元价格收购欢聚集团在国内的视频娱乐直播业务 YY Live。公告显示，新协议达成后，此前存入托管账户的 16 亿美元已全额退还百度，并将投入云与 AI 基础设施建设。（资料来源：同花顺 iFinD）

3. 阿里云: 阿里云旗下视觉生成基座模型万相 2.1 (Wan) 正式开源，此次开源采用最宽松的 Apache2.0 协议，14B 和 1.3B 两个参数规格的全部推理代码和权重全部开源，同时支持文生视频和图生视频任务，全球开发者可在 Github、HuggingFace 和魔搭社区下载体验。（资料来源：同花顺 iFinD）

4. 川发龙蟒: 为进一步提升公司在磷酸钙盐饲料添加剂行业的市场竞争力，公司全资子公司南漳龙蟒拟通过股权收购方式控股行业头部企业天宝公司。（资料来源：同花顺 iFinD）

5. 海通证券: 公司 A 股股票不进入退市整理期交易，将于 2025 年 3 月 4 日终止上市。公司 A 股股票终止上市后，将按照 1:0.62 的比例转换为国泰君安（601211.SH）的 A 股股票。（资料来源：同花顺 iFinD）

经济要闻

1. 国务院: 日前，中共中央、国务院印发《国家突发事件总体应急预案》。该预案是组织应对突发事件的总体制度安排，由总则、组织指挥体系、运行

机制、应急保障、预案管理等部分组成，适用于党中央、国务院应对特别重大突发事件工作，指导全国突发事件应对工作。预案突出政策性、指导性和可操作性，注重把握与专项应急预案、部门应急预案的关系，主动适应防范化解安全风险新的形势要求和实践需要，重点从坚持和加强党的全面领导、健全应急指挥体制机制、坚持从源头防范化解重大风险、建立健全预警制度机制、细化应急响应流程及要求、加强基层应急工作、规范预案体系构成及衔接等方面明确了工作措施。（资料来源：同花顺 iFinD）

2. 网信办：国家互联网信息办公室在京举办欧盟在华企业数据跨境流动政策座谈会。参会欧盟在华企业感谢国家互联网信息办公室举办本次座谈会，积极评价中方关于促进和规范数据跨境流动的政策举措，表示愿为中欧经贸合作作出更大贡献。23 家欧盟在华企业和中国欧盟商会相关负责人参加座谈。（资料来源：同花顺 iFinD）

3. 金融监管局：金融监管总局、国家发展改革委联合召开支持小微企业融资协调工作机制推进会，会议要求，要加强互学互鉴，总结推广各地积累的宝贵经验，充分调动各方积极性主动性创造性，紧密围绕“直达基层、快速便捷、利率适宜”目标，推动小微企业融资协调工作机制发挥更大效能，有力支持稳企业、强信心、促发展。要加大企业走访力度，跟进协调解决实际困难。要引导银行机构加大资源投入、提升服务水平，助力企业增订单、拓市场，增强持续经营的能力和动力。（资料来源：同花顺 iFinD）

4. 珠海市：珠海市当前正在积极推进城市空中交通管理试点申报工作，该事项涉及空域资源的统筹规划与协调。下一步，珠海市将围绕建设标志性珠海现代化产业体系，在加快低空经济高质量发展方面重点开展以下工作：一是在飞行服务保障上，优化低空交通管理服务系统，持续深化基础设施规划；二是在应用场景拓展上，整合市区低空场景资源，推动跨岛物流、巡检巡查等场景商业化运营；三是在产业发展上，加快低空经济产业园和验证测试基地建设，完善产业服务配套；四是在投融资支持上，鼓励企业申报政策性融资，做强产业基金群，支持本地优质企业发展。（资料来源：同花顺 iFinD）

5. 海关总署：海关总署、国家移民局、中国民航局发布关于进一步促进航空口岸通关便利化若干措施的通知。通知提出，优化完善京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝地区等具备条件的主要航空口岸 7×24 通关保障制度。持续完善航空国际物流网络，加强航权、时刻等资源支持，培育具有国际竞争力的经营主体，提升国际航空枢纽和区域航空枢纽的通达度和集聚辐射能级，增强航空口岸国际客货运输服务保障能力，做大做强“空中丝绸之路”。（资料来源：同花顺 iFinD）

6. 深圳市：2025 年深圳将高水平打造中国软件名城，加快国产核心软件规模化推广应用，支持开源软件、鸿蒙原生应用发展，建成深圳工业软件园。2024 年深圳全社会研发投入 2236.6 亿元，同比增长 18.9%，连续 9 年保持两位数增长，总量跃居全国城市第二。该年度，全球第三大移动操作系统原生鸿蒙在深圳宣布正式商用。（资料来源：同花顺 iFinD）

7. 人社部：人社部等七部门近日印发《关于健全创业支持体系提升创业质量的意见》，提出面向高校毕业生、农民工、退役军人、就业困难人员等重点群体，分型分类提供创业支持保障，促进创业带动就业。意见要求，优化创业培训，提升全过程创业能力；完善创业服务，提供全方位发展助力；夯实创业孵化，拓展全周期培育扶持；组织创业活动，营造全生态创业氛围。（资料来源：同花顺 iFinD）

8. 兰州市：2025 年全系统将以市属国有企业生产经营“一增一稳四提升”为目标，统筹打好“清产核资、重构重塑、风险防范”三大攻坚战，不断优化国有资本布局结构，提升国资监管效能，持续增强企业核心功能、提高核心竞争力。2025 年，市国资委系统将打造 1 至 2 家 AAA 级国有资本投资运

营公司，优化城市建设、城市运营管理、产业发展等 3 个产业板块，实施 6 项强企行动。一体推进完成打造“四新”国企和高质量发展座谈会，完成全市 6 户融资平台退出，实现 123 项国企改革深化提升行动任务全面收官。**（资料来源：同花顺 iFinD）**

9. 重庆市：公布全市具身智能机器人方向第一批“揭榜挂帅”项目单，列出“开源社区、开放场景、技术攻关”3 类共 12 个项目，其中赛力斯汽车有限公司、重庆长安汽车股份有限公司、马上消费等企业的项目入选。未来重庆市将通过建立产业创新体系、加强产品应用推广、提升产业生成能力、强化发展要素支撑、加强协调联动等一揽子举措，激发具身智能机器人产业领域创新活力，培育新的经济增长点，力争到 2025 年，使全市人工智能产业达到 200 亿元规模。**（资料来源：同花顺 iFinD）**

10. 中国交通运输协会：在京举办了低空经济相关企业上市并购重组论坛。项目路演环节是本次论坛的一大亮点。其中，低空经济新型基础设施投建运营项目，在整体规划、空域管理、产业引导等方面的模式创新以及巨大的市场潜力，赢得了与会嘉宾的广泛关注与高度评价。地方政府招商部门代表明确表示，将为优质项目落地提供全方位的政策支持与服务保障。**（资料来源：同花顺 iFinD）**

每日研报**【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）

【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，政府和国央企信贷需求或是 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)

【东兴机械】机械行业：深圳将发布专项政策，人形机器人有望充分受益（20250224）

事件：2月23日，深圳市政府新闻办召开“打造最好科技创新生态和人才发展环境”主题新闻发布会。将发布人形机器人专项政策，通过“揭榜挂帅”等方式，对开放应用场景、突破关键技术、构建专用数据集、提升规模化制造和应用能力等予以精准支持。同时，还将在全市科技重大专项中安排人工智能和机器人专项，鼓励产、学、研、用组成创新联合体进行协同攻关。

应用场景得到明确。发布会提到，按照“应开尽开”原则，向人工智能和机器人开放城市全域全时全场景，2025年再开放100个应用场景。当前人形机器人尚无大规模应用场景落地，此次发布会提出将在政府和国企侧（市政环卫、应急救援、大模型辅助医疗、医疗康养）和企业侧（技术研发、质量检测、流水线组装、物料搬运）加速场景供需匹配。地方政府口径明晰地提出人形机器人应用场景较为少见，未来在上述领域人形机器人应用将有望得到推广应用，人形机器人商业化前景进一步明确。

政府产业基金将撬动社会资本，加速行业进入良性循环发展轨道。发布会提到将设立100亿人工智能和机器人产业基金，聚焦人工智能的软件、硬件、具身智能等方向。当前人形机器人作为具身智能主要品类，短期内市场较小，初创企业短期内盈利能力较弱。政府设立产业基金将有效起到引导和示范效应，撬动社会资金，激发人形机器人企业创业热情，突破技术、市场等卡点，加速行业进入良性循环发展轨道。

硬件层面关键技术有望加速突破。发布会提到重点攻克软件、硬件、数据三个层次关键技术。其中，硬件层面主要包括精密减速器、关节电机、力传感器、电子皮肤、灵巧手等关键零部件。随着上述细分领域加速突破关键技术，国产化进度有望加快，相关企业有望受益。

有望受益标的：柯力传感（603662）、东华测试（300354）、鸣志电器（603728）、兆威机电（003021）、拓邦股份（002139）、微光股份（002801）、恒立液压（601100）、贝斯特（300580）、双环传动（002472）、绿地谐波（688017）、中大力德（002896）、汇川技术（300124，强烈推荐）、埃斯顿（002747）。

风险提示：行业政策出现重大变化、市场发展不及预期、技术进步不及预期等。

（分析师：任天辉 执业编码：S1480523020001 电话：010-66554037）

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。