

2025 年 2 月 25 日 星期二

分析师推荐

【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

A 股港股市场

指数名称	收盘价	涨跌%
上证指数	3,346.04	-0.8
深证成指	10,854.5	-1.17
创业板	2,240.59	-1.13
中小板	6,774.25	-0.92
沪深 300	3,925.65	-1.11
香港恒生	23,034.02	-1.32
国企指数	8,499.19	-1.39

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

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）

重要公司资讯

- 苹果公司：**将于未来四年在美国投资 5000 亿美元，其中包括在休斯顿建设新的服务器制造厂，在密歇根州设立供应商学院，并增加对美国现有供应商的支出。（资料来源：同花顺 iFinD）
- 跃岭股份：**公司控股股东、实际控制人正在筹划公司控制权转让事宜，预计本次转让涉及的股权比例不超过 24.57%，交易对方为民营企业，其控股股东属于组织管理服务行业。公司股票自 2025 年 2 月 25 日起停牌，停牌时间预计不超过 2 个交易日。（资料来源：同花顺 iFinD）
- 东睦股份：**公司正在筹划以发行股份及支付现金的方式购买上海富驰高科技股份有限公司 35.75% 股份，同时拟发行股份募集配套资金。本次交易预计不构成重大资产重组，但构成关联交易。公司股票自 2025 年 2 月 25 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）
- 澜起科技：**发布 2024 年度业绩快报公告称，公司 2024 年实现营业总收入为 363,891.11 万元，同比增长 59.20%；实现归属于母公司所有者的净利润为 141,177.89 万元，同比增长 213.10%。（资料来源：同花顺 iFinD）
- 特斯拉：**为中国客户分批次更新软件。其中包括，推出城市道路 Autopilot 自动辅助驾驶，在通行受控道路和城市道路上使用 Autopilot 自动辅助驾驶，会根据导航路线引导车辆驶出匝道和交叉口，在路口识别交通信号灯进行直行，左转，右转，掉头等动作。并根据速度和路线自动进行变道动作。在不设置导航路线时，会根据道路实际情况选择最优道路行驶。（资料来源：同花顺 iFinD）

经济要闻

- 证监会：**主席吴清在《新型工业化》发布《充分发挥资本市场功能更好服务新型工业化》文章表示，要深刻把握将培育壮大科技领军企业和链主型龙头企业作为新型工业化的重要抓手。企业是生成和发展新质生产力最活跃的主体，工业发展归根到底要靠企业，企业强才能工业强。党的二十届三中全会强调，要强化企业科技创新主体地位，建立培育壮大科技领军企业机制。科技领军企业是国家战略科技力量的重要组成部分，是打赢关键核心技术攻坚战的主力军。链主企业是产业链供应链的头雁，链主引领得好，雁阵才能齐飞，链主企业是产业融合集群的核心，是构建大中小企业相互依存、相互促进良好生态的关键。。（资料来源：同花顺 iFinD）
- 自然资源部：**2024 年，中国海洋经济呈现强劲发展势头，经济总量再上新台阶，首次突破 10 万亿，达 105438 亿元，比上年增长 5.9%，占国内生产总值的比重为 7.8%。其中，海洋第一产业增加值 4885 亿元，第二产业增加值 37704 亿元，第三产业增加值 62849 亿元，三次产业结构为 4.6%、35.8% 和 59.6%。（资料来源：同花顺 iFinD）
- 新华社：**民营经济促进法草案二审稿增加规定：任何单位不得违反法律、法规向民营经济组织收取费用，不得实施没有法律、法规依据的罚款，不得向民营经济组织摊派财物。这样规定进一步突出了法治的保障作用。此外，草案二审稿还增加规定，国务院和县级以上地方人民政府定期向本级人民代表大会常务委员会报告促进民营经济发展情况。（资料来源：同花顺 iFinD）
- 中国工程机械工业协会：**中国工程机械工业协会发布的数据显示，2025 年 1 月升降工作平台出租率指数为 431 点，环比下降 29.9%，同比下降 27.7%。由于每年春节假期的影响及其时间的变化，1、2 月份的出租率指数一直跳跃较大。总体看，1 月份所有机型同比、环比出租率指数均处于下降状态。（资料来源：同花顺 iFinD）
- 央视新闻：**欧盟外长会议上通过对俄罗斯第 16 轮制裁措施，禁止 13

家俄罗斯银行使用环球银行间金融通信协会(SWIFT)国际资金清算系统,禁止8家俄罗斯媒体在欧盟国家播出,将74艘俄罗斯籍船只以及48名自然人和35个法人列入黑名单等措施。此外,还增加了针对俄罗斯石油和天然气开采和运输的设备、技术和维护方面的制裁措施,并禁止欧盟企业与多个俄罗斯港口和机场有资金往来。同时禁止欧盟国家从俄罗斯进口原铝,以及向俄罗斯出口飞机和相关技术。(资料来源:同花顺 iFinD)

6. 俄罗斯:俄罗斯总统普京主持召开了稀土行业发展会议。他表示,发展稀土行业是提升俄罗斯在国际市场的竞争力以及发展最重要经济行业的必要条件,应该实现稀土产品产量的倍增。在2030年之前,俄罗斯应打造加工稀土资源的全产业链条,这是发展经济与国防工业所必需的。普京还指出,俄罗斯的稀土储量多于乌克兰,俄方愿同相关伙伴开展合作,其中包括同美国的合作。(资料来源:同花顺 iFinD)

7. 央行:为保持银行体系流动性充裕,2025年2月24日,中国人民银行以固定利率、数量招标方式开展了2925亿元逆回购操作,期限为7天,操作利率为1.50%。数据显示,2月25日有1905亿元7天期逆回购到期。(资料来源:同花顺 iFinD)

8. Canalys:2024年,拉美智能手机市场增长15%,出货量创下1.37亿部的历史新高。此次增长主要受到设备需求复苏的推动,换机周期和厂商的激进促销策略也起到了重要作用。三星依然稳居市场榜首,出货量增长12%,达到4290万部。摩托罗拉尽管同比下降4%,但仍以2280万部的出货量保持第二名的地位。与此同时,小米紧随其后,出货量同比增长20%至2270万部,双方差距进一步缩小,小米有望在该地区超越摩托罗拉。传音凭借40%的增长率稳固了其在拉美市场的第四名位置,出货量达1280万部。而荣耀则以惊人的79%同比增长首次跻身前五,出货量达800万部,主要受其在中美洲市场的快速扩张推动,在该地区的同比增幅超过200%。(资料来源:同花顺 iFinD)

9. 国新办:健全土地流转管理服务制度。重点是推动土地流转规范化、制度化,平等保护流转双方的合法权益。鼓励各地通过发布流转价格指数、实物计租等方式,推动流转费用稳定在合理水平,这样既可以避免流转费过低损害农民利益,又可以防止流转费过高影响农业竞争力。(资料来源:同花顺 iFinD)

10. 中国贸促会:中国贸促会组织中国企业家代表团访问卡塔尔,促进中卡经贸关系发展,积极推动两国企业开展互利合作。访问期间,中国贸促会组织中国企业家代表团与卡塔尔政商界人士广泛交流,拜会卡塔尔能源公司、卡塔尔投资促进署,调研中卡工业园,并组织中卡企业家交流会。(资料来源:同花顺 iFinD)

每日研报

【东兴】东兴八骏 2025 年度金股（20250224）

A 股进入新的牛市周期：政策反转奠定牛市基础，A 股的牛市周期总是与当时全球和国内政治经济周期息息相关，本轮经济下行周期主要特征是房地产下行周期带来资产负债表受损，需求端不断下行，为了扭转下行趋势而推出系列重要政策。利率下行带来风险偏好提升，中美进入利率下行共振期，美联储预计 2025 年继续降息两次，中国央行表示未来有较大的降息降准空间。A 股市场供需格局改善，IPO 数量和融资额均大幅下降，同时居民端股票配置偏低，机构配置比例提升，基金发行仍有较大增量。经济呈现弱复苏，地产下行趋势边际改善，这一轮经济周期本质是地产下行周期，只要地产能够企稳，宏观经济就能企稳，2025 年预计房地产销售负增减弱。中央财政还有较大的举债空间和赤字提升空间，广义赤字 2025 年有望至 12 万亿左右。制度性红利逐渐显现，资本市场高质量发展内涵发生重大变化：从注重融资功能的增量向推动存量质量转变，通过加大分红，增强上市公司股东回报，鼓励上市公司合理通过市值管理提升公司质量，吸引中长期资本，同时提高上市门槛，加大退市力度，鼓励资产重组整合，有效提升存量上市公司长期投资价值。

2025 年呈现结构性慢牛：A 结构性牛市特征，从牛市演绎形态和周期来看，往往呈现出三阶段特征：第一步：经济下行阶段，出台重磅政策，刺激经济和股市，形成政策底。第二步：政策验证期，形成市场底。第三步：基本面改善，形成主升趋势。从政策底到市场底，从市场底到业绩底，市场传导的是从预期到现实的逻辑过程。过去这三次大的牛市周期，最终走出主升行情，最终基本面起到决定性作用。A 股结构性慢牛的叙事：政策、基本面和外部因素的三角拉扯，2025 年行情由三个核心因素决定：政策、经济基本面和外部因素。二因素好转，一因素压制：经济基本面好转呈现弱复苏，政策持续发力，外部压力持续。则指数稳步上行，个股从小向大均衡，蓝筹公司也有表现，指数稳步抬升，市场空间有望向 3800 点拓展。业绩验证时点在 2025 年 3-4 月和 7-8 月，市场验证期的第一个时点：2025 年 3-4 月是业绩验证的重要时点，年报和 1 季报同时验证两个季度的基本面。市场验证期的第二个时点：2025 年 7-8 月中报和上半年业绩的重要时点。美国降息节奏影响中国货币政策，根据最新消息，美联储表示 2025 年只会降息两次，低于上次预测的四次。美元利率下行空间和节奏对中国货币空间释放将会有所影响。特朗普对华政策的不确定性，特朗普 1.0 实施对中国出口短期影响较大。特朗普本轮关税等贸易政策在中期维度对中国出口产生影响。如果全面实施，对中国 GDP 最终影响预计在 1% 左右。全球冲突和地缘政治带来的非可预期事件也值得关注。

指数判断：下有托底，上有破局。指数层面，可能的走势是一波三折，趋势向上，底部抬升。指数波动范围：市场可能形成以 3200-3300 点为新的价值中枢平台，向下有 10% 的波动空间，向上有至少 15% 的弹性空间，也就是说，向下低点在 3000 点附近，向上的高点至少在 3800 点附近。我们倾向于明年的走势是震荡向上的趋势，下半年指数会更好一点。原因是基本面的恢复叠加外部因素的弱化以及政策较为积极的应对。

弹性为王，重点关注大科技和消费：如果市场是结构性慢牛走势，则市场风格从避险为主的熊市思维向弹性为王的牛市风格转换。资产配置角度，建议重点关注两个核心方向：大科技与消费。大科技：TMT，军工、机器人、低空经济、卫星通讯等新兴产业。消费：食品饮料、纺织服装、医药、医美、旅游等隐含较大悲观预期的低位板块，可能存在较大的预期差。关注两个线索，一个是国企改革的蓝筹重估。一个是资产重组，以央企及地方国资平台的资产注入，以及中小科创创为代表的资产注入为代表。

以下汇总东兴八骏 2025 年度金股推荐标的及简要推荐理由：

火炬电子（603678.SH）：特种 MLCC 领先企业，第二增长曲线逐步明晰

华工科技（000988.SZ）：数通光模块具备产品矩阵优势、技术前瞻优势、产能优势，驱动联接业务保持较快增长

龙芯中科（688047.SH）：业绩短期承压，看好公司长期发展

铂科新材（300811.SZ）：三条增长曲线稳步推进，公司已进入强成长期

龙佰集团（002601.SZ）：钛白粉龙头强化一体化优势，持续布局产业链资源

贵州茅台（600519.SH）：24 年顺利收官，看好 25 年公司经营稳定增长

涪陵榨菜（002507.SZ）：改革逐渐落地，公司进入发展新时期

珀莱雅（603605.SH）：龙头地位持续巩固，享国潮崛起之风

风险提示：基本面复苏低于预期；政策不及预期；外部形势恶化。

（分析师：林阳 执业编码：S1480524080001 电话：021-65465572 分析师：刘航 执业编码：S1480522060001 电话：021-25102913 分析师：石伟晶 执业编码：S1480518080001 电话：021-25102907 分析师：刘蒙 执业编码：S1480522090001 电话：010-66554034 分析师：张天丰 执业编码：S1480520100001 电话：021-25102914 分析师：刘宇卓 执业编码：S1480516110002 电话：010-66554030 分析师：孟斯硕 执业编码：S1480520070004 电话：010-66554041 分析师：刘田田 执业编码：S1480521010001 电话：010-66554038）

【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。目前美护行业和黄金珠宝行业正在朝着该方向发展。近年来国内美护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）

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。