

首席周观点：2025 年第 7 周

2025 年 2 月 13 日

首席观点

周度观点



林瑾璐 | 东兴证券银行首席分析师

S1480519070002, 010-66554130, 15692169289@163.com

银行行业：盈利稳中向好，资产质量稳健——13 家上市银行业绩快报点评

观点总结：目前已有 13 家上市银行披露了 2024 年业绩快报，包括 4 家股份行、8 家城商行、1 家农商行。盈利方面，营收、净利润增速环比前三季度提升，预计主要贡献来自其他非息收入。总资产增速环比提升，但贷款增速略有下降；存款实现较好增长。资产质量整体稳健，拨备覆盖率环比表现分化。

点评：

盈利情况：大部分银行全年营收、净利润增速环比前三季度提升。

(1) 13 家银行 2024 年全年合计营收同比+2.16%，环比+1.18pct。一方面，预计非息收入贡献较为明显，四季度债市收益率快速下行带动其他非息收入高增。另一方面，部分优质区域城商行四季度信贷需求和规模扩张好于预期，实现以量补价。从绝对增速水平来看，除招行（-0.47%）、浦发（-1.15%）、郑州银行（-5.9%）外，均实现营收正增长；优质江浙区域城商行营收增速领先，南京、杭州、江苏、宁波银行营收同比分别增 11.32%、9.61%、8.78%、8.20%，环比+3.29%、+5.74%、+2.6%、+0.75pct。从边际变化情况来看，除中信（+3.76%，环比-0.06pct）、兴业（+0.66%，环比-1.15pct）、苏农（+2.99%，环比-1.83pct），均实现营收增速环比改善。

(2) 13 家银行合计净利润同比+5.17%，环比+1.45pct。从绝对增速水平来看，除厦门银行外均实现净利润正增长；其中有 5 家银行净利润增速在 10%以上，包括浦发银行（+23.31%）、杭州银行（+18.07%）、齐鲁银行（+17.77%）、江苏银行（+10.76%）、苏农银行（+10.53%）；主要得益于优异资产质量、厚实拨备安全垫下，拨备持续反哺利润。从边际变化来看，大部分银行净利润增速环比改善幅度小于营收，预计四季度拨备计提力度边际有所加强。

规模增长：贷款增速略降、总资产增速提升，存款增长较好。

(1) 贷款增速环比有所下降，非信贷资产推动总资产增速环比提升。截至 2024 年末，13 家上市银行总资产同比+8.08%，环比+0.16pct。11 家上市银行（除去中信、浦发）总资产同比+9.62%，环比+0.33pct；贷款同比+8.62%，环比-0.67pct。整体来看信贷增速边际下降，金融投资等非信贷增长带动总资产保持较高增速水平。个股来看，优质区域城商行贷款保持高增速，有 6 家银行贷款增速在 10%以上，包括宁波（17.83%）、江苏（16.28%）、杭州（16.16%）、南京（14.31%）、齐鲁（12.31%）、长沙（11.61%）。

(2) 存款增长较好，多数银行存款增速环比明显改善。11 家上市银行（除去中信、浦发）

存款同比+11.33%，环比+2.7pct；或与四季度地产销售回暖、财政支出发力，对公存款恢复有关。存款增速排名靠前的有，杭州（21.74%）、宁波（17.24%）、江苏（12.83%）、郑州（12.07%）、招商（11.54%）。

资产质量整体稳健，拨备覆盖率环比表现分化。披露不良率的 12 家银行中，仅招行不良率环比微升 1bp 至 0.95%，其余 11 家不良率环比持平或下降 1-4bp；预计风险暴露压力主要在零售端经营贷。拨备方面，整体拨备水平充足，其中杭州银行拨备覆盖率最高达 541.45%。边际变化来看，8 家上市银行拨备覆盖率环比下降；4 家拨备覆盖率环比提升。其中，齐鲁银行拨备覆盖率环比提升幅度最大（9.64pct），不良率环比降幅亦最大（4bp），资产质量或持续改善。

投资建议：银行业绩快报显示盈利整体稳中向好，预计主要贡献来自债牛环境下的其他非息收入增长，以及优质区域信贷需求回暖、信贷增长好于预期，2024 年上市银行整体盈利稳健增长可期。我们预计 2025 年银行投资主线为：（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。

参考报告：《银行业：盈利稳中向好，资产质量稳健——13 家上市银行业绩快报点评》，2025/2/11



张天丰 | 东兴证券金属首席分析师

S1480520100001, 021-25102914, Zhang_tf@dxzq.net.cn

金属行业：流动性周期切换叠加库存周期开启或催化金属行业强势周期再现——铜部分的深度再探讨

全球铜矿供应增速仍显现刚性特征。铜矿供给经历了 2017-2022 全球铜矿供给增速的持续下行叠加 2023 年至今供给端的扰动共振令矿端供应增速依然处于较低水平，至 2023 年全球铜矿供给年增长率仅 1.18%，较 2022 年下滑 2.14pct，显示供给的偏刚性。通过观察矿企的产量指引及分析前期资本开支计划，以及对可能扰动事件的预估，我们预计 2023-2026 年的铜矿年均增速或降至 1.93%，较 2017-2022 降速增长周期持续下降 0.15 个百分点，供应缺口或呈趋势性放大。此外，受益于 2022 年后矿端资本开支高峰的显现，我们认为 2028 年左右全球铜矿产量或呈有效的底部抬升。

全球铜冶炼产能延续增长态势，冶炼产能增速大于矿端供给增速。根据 ICSG 数据显示，2022-2026 年全球铜冶炼产能年均复合增长率约 3.1%，铜冶炼产能绝对值与增长率均高于铜矿供给数据，二者增速的错配状态解释了铜 TC（铜矿转换成粗铜的费用）价格的低迷原因。此外，考虑到全球铜冶炼产能利用率在 23 年已升至 83.3%（较 22 年提高 2.7pct），而 24 年 M2-M5 该数据进一步上升 1.85pct 至 85.15%，冶炼端对矿端实际有效供给的需求强化则进一步解释了铜 TC 价格阶段性的显著回落。

中国精炼铜产量增速或现阶段性弱化。我们认为铜价（以挺价为目的的减产或者延长检修时间）、新增产能的投放情况（产量的增加值及实际产能利用率）、冶炼加工费（冶炼厂的利润）是影响中国精铜产量的三个核心要素。考虑到铜长协 TC 价格的回落及短端冶炼费用的持续低迷，我们认为 2024-2026 年中国精炼铜产量或为 1304 万吨、1323 万吨及 1345 万吨，产量增速或呈阶段性弱化并低于 2%，中国精铜产量占全球比例或将较 23 年下滑但仍维持在 48%附近。

中国精铜月均净进口量需在 20 万吨左右以满足境内供需平衡状态。中国精炼铜自给率依然严重不足。从中国境内精铜表观供需状态观察，鉴于中国自身精铜需求的高基数，中国的精炼铜月均净进口量或需维持 20 万吨左右以满足境内精铜市场的供需平衡，这意味着若中国精铜净进口量出现以月度为单位的持续收缩将推动国内铜显性库存的急速回落并带动现铜升水的放大，也暗示铜价或仍有较强的上行弹性。

铜行业或延续高景气周期。我们认为铜市场的供应缺口或仍有趋势性放大可能。全球矿山产能增速受宏观周期、政策周期及产业周期共振而呈现趋势性刚性，而全球精铜需求端则受事件性扰动、政策性刺激及流动性收缩而经历了极端压力测试。上游供给的偏刚性及下游需求的强弹性或令实际铜矿供给相对冶炼需求仍承压偏紧，而中国精炼铜产量增速或现阶段性弱化，这意味着铜的定价重心或在基本面偏紧背景下仍显现易涨难跌，即铜的供需属性决定价格韧性而金融属性将决定价格弹性，而易涨难跌的铜价也意味着行业景气度或仍处于偏强周期，这也与公募基金在铜行业配置比例的升高相印证（由 21M12 的 0.65%→24M12 的 1.44%）。

相关公司：紫金矿业，西部矿业，铜陵有色，金诚信，江西铜业。

风险提示：政策执行不及预期，供给端增速超预期提升，汇率及利率超预期急剧上升，金属库存大幅增长及现货贴水放大，市场风险情绪加速回落，区域性冲突加剧及扩散。

参考报告：《金属行业 2025 年投资展望：流动性周期切换叠加库存周期开启或催化金属行业强势周期再现》，张天丰，2024/12/24



任天辉 | 东兴证券机械首席分析师

S1480523020001, 18810872791, renth@dxzq.net.cn

机械行业：中广核技（000881.SZ）：非动力核技术龙头迈向高端

公司为非动力核技术第一股。中广核技是中国广核集团“6+1”产业体系（核能、核燃料、新能源、核技术应用、数字化、科技型环保和产业金融）非动力核技术应用产业发展平台、中国非动力核技术应用产业龙头企业、中国非动力核技术应用第一股。

新材料业务不及预期及培育期业务亏损导致业绩短期承压。公司营业收入 2021 年同比增长 20.25%，达 79.99 亿元，2022 至 2023 年受下游市场需求影响营业收入同比下滑 13.18%和 8.53%，2024 年前三季度公司实现营业收入 44.59 亿元，降幅同比收窄至-1.92%。从利润端看，营收占比较大的高新材料业务受上游石化产品价格普遍上涨和国内环保加强监管影响，原材料成本持续上升，同时下游市场竞争激烈，销售价格并未随之上涨，造成利润率明显下滑。同时，公司培育期业务（电子束处理特种废物、硅光电倍增器、医疗健康业务）投入较大，导致 2023 年和 2024 年前三季度净利润为负。

公司持续优化新材料结构，向高端材料转型。公司传统行业产品 2024 上半年销量同比增长约 5.5%，“三新”市场销量同比增长约 51.8%。根据公司 2024 年半年度报告，公司围绕工程塑料等高附加值产品，大力开展科技研发，完成尼龙线缆料系列化落地，电池包复材产业化。由于改性工程塑料进入下游应用领域的壁垒相对较高，认证周期长，具有品质稳定性和研发持续性优势的国内企业数量有限，公司具有较大的先发优势，随着公司向高附加值改性塑料产品拓展，未来盈利能力有望得到改善。

质子治疗装备产业化落地，加速器向高能跃进。中广核技在 2020 年引进了 IBA 公司全球领先的多室质子治疗技术，2024 年 11 月 6 日，中广核技投资建设的国内首座商用多室质子治疗设备生产基地迎来首台设备下线，该生产基地初期具备每年 3 至 4 套质子治疗系统的供货能力。根据工信部发布的《首台（套）重大技术装备推广应用指导目录（2024 年版）》，中广核技质子治疗装备回旋加速器束流能量 $\geq 230\text{MeV}$ ，标志着公司在电子加速器技术上实现了向高能的跃升。中广核引进的 IBA 的 Proteus PLUS 质子治疗系统，由一台质子加速器及 5 个治疗室组成，售价约为 7.5 亿元。据此测算十四五期间我国质子治疗系统市场规模约为 307 亿元，市场空间广阔。

电子加速器逐步替代钴 60 装置进行辐照消毒灭菌。根据 IBA 2023 年报，其预测未来 10 年医疗器械消毒市场将实现翻倍增长。其中，电子束和 X 射线的在医疗器械灭菌中的应用占比在未来 10 年将从 2023 年的 5%增长至 35%，用电子加速器逐步替代钴 60 装置进行辐照消毒灭菌已成为行业共识，电子加速器辐照加工所占据的市场份额有望得到持续增长。我国医疗保健产品工业化灭菌市场中辐照灭菌占比不到 15%，与国外存在较大的差距，未来市场提升空间较大。根据中广核技 2023 年报研发投入项目，公司正在研发一套 5.0MeV 电子加速器+X 射线转换靶设备，新研发设备实现整体处理能力接近 80 万居里的钴 60 源，适合于辐照密度较高、厚度或体积较大、剂量率相对低的产品消毒灭菌需求，未来有望进一步在高附加值消毒领域推广电子加速器及辐照服务，打开盈利空间。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为-3.13、1.20 和 1.90 亿元，对应 EPS 分别为-0.33、0.13 和 0.20 元。当前股价对应 2025 年 PE 值为 55.03 倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：行业政策出现重大变化、下游需求不及预期、费用压降不及预期。

参考报告：《中广核技（000881.SZ）：非动力核技术龙头迈向高端》，任天辉，2025/2/10



刘航 | 东兴证券电子行业首席分析师

S1480522060001, 021-25102909, liuhang-yjs@dxzq.net.cn

电子行业：聚灿光电（300708.SZ）：业绩创历史新高，正式转型为全色系 LED 芯片供应商

事件：

2025 年 1 月 25 日，公司发布 2024 年度业绩报告，2024 年全年公司实现营业收入 27.60 亿元，同比增长 11.23%；实现归母净利润为 1.96 亿元，同比增长 61.44%，实现扣非净利润为 1.86 亿元，同比增长 52.78%。

点评：

公司 2024 年营收同比增长 11.23%，归母净利润同比增长 61.44%，整体经营向好，业绩创历史新高。2024 年公司实现营收 27.60 亿元，净利润为 1.96 亿元，扣非净利润为 1.86 亿元。2024 年公司毛利率为 13.70%，同比增长 3.26pct。主要受益于公司对营销策略、市场需求的精准把握叠加产能释放，以高光效照明、车用照明、背光、Mini 直显等为代表的高端产品产销两旺，产能利用率、产销率保持一贯高位，驱动主营业务稳步增长。2024 年 LED 芯片产量 2,283 万片，较 2023 年、2022 年分别增长 5.02%、13.82%，产量持续增长。经营活动经营现金流大幅改善，2024 年公司经营活动产生现金流净额为 5.24 亿元，同比增长 160%。公司 2020 年第一季度至 2024 年第三季度的行业应收账款周转天数、存货周转天数均优于所处行业均值。

未来几年 Mini/MicroLED 市场有望迎来放量，公司积极开发 Mini/Micro LED 芯片目标产品。MiniLED 背光凭借其高分辨率、高亮度、高对比度、长寿命以及易实现柔性和透明显示等出色性能，形成对 LCD 与 DLP 替代的趋势，在背光领域和直显领域都有着广泛的应用需求。2024 年中国 MiniLED 背光产品整体出货量将达 1280 万台，同比增长 5%。Mini 背光领域，公司自主研发高压芯片筛选方案，成功解决超高压 Mini 背光产品单胞微漏的问题，实现批量量产。MicroLED 领域，公司与国内外头部企业密切合作，开发 Micro 专用外延和芯片，逐步实现小批量出货。根据 GrandViewResearch 预估，2023 年全球 Micro-LED 市场规模估计为 623.6 百万美元，预计到 2030 年市场规模将达到 256.5 亿美元。

“年产 240 万片红黄光外延片、芯片项目”部分投产，公司正式转型为全色系 LED 芯片供应商。公司紧抓“年产 240 万片红黄光外延片、芯片项目”建设，开辟业务第二增长曲线，协同推进“Mini/MicroLED 芯片研发及制造扩建项目”实施，响应小间距显示、全彩屏及 RGB 等市场快速崛起的趋势，提升红黄光与蓝绿光芯片在应用中的配合与协同能力，致力于为客户

提供全色系产品服务。截至 2025 年 1 月 11 日，红黄光项目已具备部分量产条件，这一成果标志着项目向大规模生产迈出了坚实步伐。随着上述项目的推进，公司产品类别将进一步丰富，应用场景将进一步扩大。

公司盈利预测及投资评级：公司是国内领先的 LED 芯片企业，随着“年产 240 万片红黄光外延片、芯片项目”的建成投产，公司业绩有望持续增长。预计 2025-2027 年公司 EPS 分别为 0.41 元，0.54 元和 0.65 元，维持“推荐”评级。

风险提示：（1）募投项目无法达到预期效益的风险；（2）市场竞争加剧风险；（3）技术迭代风险。

参考报告：《聚灿光电（300708.SZ）：业绩创历史新高，正式转型为全色系 LED 芯片供应商》，2025/2/12



莫文娟 | 东兴证券能源首席分析师

S1480524070001, 010-66555574, mowj@dxzq.net.cn

能源行业：政府绿色建材采购扩大，加速供给端优化国际原油价格上涨，美国炼油厂可运营产能利用率继续增长

Brent 原油价格环比上月显著上涨，ESPO 原油现货价月环比上涨，中国原油现货月度均价月环比下跌。截至 2025 年 1 月 10 日，Brent 和 WTI 原油期货结算价分别为 79.76 美元/桶和 76.57 美元/桶，环比上月上涨 10.49%和 11.63%。截至 1 月 10 日，WTI、Brent 原油现货价格分别为 73.92 美元/桶、76.92 美元/桶，环比上月分别涨 8.12%、6.63%；ESPO 原油现货价格为 74.68 美元/桶，环比上月涨 8.36%。12 月，OPEC 原油现货价格为 73.07 美元/桶，环比上涨 0.14%；中国原油现货月度均价（南海）为 64.39 美元/桶，环比下跌 0.72%，中国原油现货月度均价（胜利）为 72.79 美元/桶，环比下跌 3.31%。

OPEC 产量月环比增长，美国炼油厂可运营产能利用率继续增长，石油产品供应量环比下降。11 月，OPEC 原油产量达 26657 千桶/天，环比上月增长 122 千桶/天，增幅为 0.46%，同比增长 42 千桶/天，增幅为 0.16%。截至 1 月 3 日，美国炼油厂可运营周平均产能利用率为 93.30%，环比上月上涨 0.90 个百分点；石油产品供应量为 19791 千桶/天，环比上月下降 367 千桶/天，降幅为 1.82%。

美国原油出口数量环比上月下降；中国原油出口数量回升。12 月，美国原油出口数量月度均值为 3892.50 千桶/日，环比上月下降 20.70 千桶/日，降幅为 0.53%；11 月，中国原油出口数量为 251627.47 吨，环比增长 27.34%。

结论：Brent 原油价格环比上月显著上涨，ESPO 原油现货价月环比上涨，中国原油现货月度

均价月环比下跌。美国炼油厂可运营产能利用率继续增长；石油产品供应量环比下降。11月OPEC产量月环比增长。12月美国原油出口数量环比上月下降。

风险提示：地缘政治风险；能源价格大幅波动的风险；需求不及预期的风险。

参考报告：《国际原油价格上涨，美国炼油厂可运营产能利用率继续增长》，2025/1/14



刘嘉玮 | 东兴证券非银分析师

S1480519050001, 010-66554043, nkuliujiawei@126.com

非银行业：积极发挥资本市场功能，做好金融“五篇大文章”政策细则落地

为深入贯彻党的二十届三中全会、中央金融工作会议、中央经济工作会议精神和《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》部署要求，积极发挥资本市场功能，着力做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融“五篇大文章”，更好服务经济社会高质量发展，证监会制定了资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见。

投资建议：《实施意见》是中央经济工作会议和证监会工作会议相关政策的细化和补充，通过进一步突出国家对科技型企业等新质生产力主要载体的支持，加快资本市场要素改革，提升资本市场运行效率，最终实现资本市场生态优化和场内资金预期回报的提升。**对于证券行业而言**，资本市场持续性的环境优化对行业各项业务开展均大有裨益，有助于行业业绩改善和估值提升，未来更多改革和业务创新落地也有望拓宽券商业务结构，更大的发挥资本中介优势，亦可借财富管理业务大发展的有利契机，做大客户基本盘。**对于保险行业而言**，随着资本市场环境的持续改善和保险资金更大规模参与权益市场投资，投资收益率有望显著提升，自身长期面临的“资产荒”和利差损压力均有望得到显著缓解，自身资质的提升和流动性的改善有望实现“戴维斯双击”，助力板块估值修复。

整体上看，证券和保险行业马太效应不断增强，未来行业头部机构估值上升的空间有望打开，建议持续重点关注。此外，在ETF蓬勃发展的环境下，出于投资需求的差异化，证券保险ETF的投资价值也应继续重点关注。

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。

参考报告：《非银行金融行业：积极发挥资本市场功能，做好金融“五篇大文章”政策细则落地》，2025/2/10

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

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。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526