

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-10-16

宏观策略

2025 年 10 月 16 日

宏观点评 20251014：每周宏观经济和资产配置研判—20251013

从政策方向来看有三大抓手：靠前使用化债额度+5000 亿政策性金融工具+货币宽松

晨会编辑 朱国广

执业证书：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

固收金工

固收深度报告 20251015：一文读懂城投平台发行公募 REITs 产品的过去、现在与未来（展望篇）

城投平台公募 REITs 投资建议：结合全国各地城投平台所发行基础设施 REITs 当前的运营状况、收益能力和市场表现，为挖掘兼具区域经济韧性、稳定现金流产出、可观收益水平和合理估值区间的四重优势标的，我们建议在城投 REITs 这一细分板块中采取“区域为先、类型为要”的配置策略。1) 筛选城投 REITs 所属省市。在有存量城投公募 REITs 产品的地区中优选区域经济发展、财政实力雄厚的地区，或位于具有清晰战略发展定位圈层的地区。2) 筛选城投 REITs 底层资产类型。若根据各 REITs 产品 2025 年二季度的营收表现而言，可以发现交通基础设施类底层资产和保障性租赁住房类底层资产在经济基本面慢修复环境中相对具备更好的盈利稳定性，波动风险可控，同时交通基础设施类还额外具备体量较大的规模优势，提供更多的参与配置机会。若根据各 REITs 产品截至 2025 年 9 月中旬的估值、分红、收益、流动性情况而言，则可以发现除交通基础设施类和保障性租赁住房类以外，创新底层资产类型的 REITs 产品同样表现不俗，或因市场倾向于相信能够得以成功发行的首单产品应已经过全面完整的论证和测算，且其底层资产应当为当地资质最优的资产之一，故给予底层资产类型系首次出现的 REITs 产品一定的溢价。3) 筛选基本面数据及市场行情数据均相对优良的城投公募 REITs 产品。在当前存续的城投公募 REITs 中，我们推荐关注：上海市的国泰君安城投宽庭保租房 REIT、华安外高桥 REIT，江苏省的华夏南京交通高速公路 REIT，北京市的中金亦庄产业园 REIT，河北省的工银河北高速 REIT；同时也建议关注：浙江省的平安宁波交投 REIT，广东省的平安广州广河 REIT，山东省的国泰君安济南能源供热 REIT，安徽省的中金安徽交控 REIT。此外，底层资产的原始权益人的业务范围是否明晰、自身造血能力是否突出、债务压力是否缓释等因素亦可能影响其 REITs 产品中长期的市场表现，故同样值得关注公募 REITs 市场配置机会的投资者持续跟踪。风险提示：区域财政与政策风险；资产运营不及预期风险；市场估值与流动性风险。

行业

推荐个股及其他点评

小商品城（600415）：2025 年三季报点评：Q3 归母净利润同比+101%，市场经营&贸易服务促利润大幅增长

盈利预测与投资评级：小商品城作为一带一路出口枢纽，具备重要的战略地位。目前公司新市场扩建、Chinagoods、支付业务、进口正面清单等多项重要成长点均稳步推进。我们将公司 2025-27 年归母净利润预期从 42.3/ 57.1/ 68.2 亿元，上调至 49.0/ 61.6/ 71.3 亿元，同比+59%/ +25%/ +18%，对应 10 月 15 日收盘价为 21/ 17/ 14 倍 P/E，维持“买入”评级。

宏观策略

宏观点评 20251014：每周宏观经济和资产配置研判—20251013

国内宏观观点： 对当前国内经济和政策，我们有 3 个判断：

一是新一轮加关税对国内经济影响预计有限。一方面，从 4 月关税经验来看，特朗普当前所宣称的 100% 关税未必能落地多少，可能更多是增加贸易谈判的筹码；另一方面，今年前 9 个月，在对美出口同比下降 16.9% 的情况下，我国出口仍然实现了同比 6.1% 的高增长。

二是三季度以来国内经济有所承压，稳投资、稳消费压力加大，新一轮稳增长政策“箭在弦上”。8 月投资累计同比增速降至 0.5%，社零当月同比增速降至 3.4%，但考虑到“以旧换新”补贴大规模落地是从去年 9 月开始，高基数下，四季度消费压力可能加大，加上房地产压力和出口的不确定性，需要新一轮稳增长政策来稳定经济。

三是新一轮稳增长政策的力度预计较为温和。当前稳增长的思路仍然是托底，而非强刺激，不会用风险扩散来换取经济增速、不会牺牲质量来换取数量。这也是因为当前经济基本面没有到需要强刺激的地步，预计三季度经济增速在 4.7%-4.9%，前三季度累计为 5.1% 左右。假设按三季度增长 4.8% 算，四季度只要高于 4.5%，全年就能达到 5.0% 左右，实现政府工作报告所确定的目标。从政策方向来看，有三大抓手：靠前使用化债额度+5000 亿政策性金融工具（9 月底已落地）+货币宽松。 海外宏观观点： 我们预期四季度美国经济延续任性，美联储大概率仍有 2 次降息，但降息预期易受到经济数据与关税反复的扰动。虽然降息周期延续，但当前美债利率已定价到明年底累计 4.7 次的降息，利率下行空间有限。同时，随着降息落地，经济增长预期修复，以及对债务可持续性的担忧，我们预期 10 年美债利率维持当前水平震荡。

市场对关税的分歧主要在于：冲突是否会进一步激化，以及何时 TACO。乐观派认为，虽然中美无行动上让步，但中方商务部与白宫表态偏鸽，中美股市都将快速触底反弹，当期即抄底机会。悲观派认为，中美虽语气缓和但无实质让步，后续仍可能存在回调。策略上，无论是否还有调整，在美联储换帅前特朗普 TACO 仍是大概率事件。因此，分歧更多是节奏问题，趋势上仍然建议逢低买入。 权益市场观点： 市场在周末关税冲击的发酵下迎来了较大幅度的调整，但对于关税冲击后果的和对特朗普 TACO 行为的可预见性导致市场普遍认为周日的调整是短期情绪底，资金更倾向于流入国际关系波动中受益的稀土、自主研发的软硬件、军工板块和防御型的银行板块等。

整体来看，上周四行情可能已经是短期的一个高点，中美关系的不确定性、三季报的业绩以及市场整体的估值的三方面影响下市场存在调整的内在需求，10 月至 11 月市场大概率进入震荡区间。市场风格在震荡区间可能会由 AI 硬件和海外映射逐步转向防御型和业绩能有支持逻辑的行业进行短暂的切换，如创新药、非银、可选消费等。在 10~11 月的震荡期结束之后，市场蓄力后可能会迎来进一步的向上，风格可能从防御型再度转向成长。

债券市场观点 外部风险带来交易性做多机会、下行空间或有限。从 5 月份日内瓦至 9 月份马德里，中美经贸谈判始终有条不紊进行，但是在 10 月底 APEC 峰会前中美关系陡然反复，却超出市场预期之外，风偏短暂受压制带来利率阶段性下行机会，将 10 年期利率重新推回 1.70%-1.75% 区间，我们认为，基于 2025 年以来 TACO 频现，无论股票市场还是债券市场，对外部冲击更加理性，利率仍然主要取决于国内基本面表现和货币政策操作：（1）10 月份博弈货币政策宽松或再度升温，

三季度经济增长压力相比上半年边际增大，且 10 月份中美贸易摩擦再起波澜，稳增长增量举措或渐行渐近，货币政策宽松窗口或也顺势打开，“降准降息”操作概率有所抬升，可能否真正兑现还取决于对四季度经济形势的综合研判；（2）度过三季度政府债的融资高峰之后，四季度利率债供给压力下降，在 MLF 和买断式逆回购等流动性工具的持续加量投放下，资金利率也趋于平稳，四季度财政“提前发债”的风险仍存，供给压力和资金面挑战仍未消除。总体来看，利率在 10 月份处于短期修复和中期隐忧之间的过渡期，受到中美贸易摩擦升级，10 年期利率迎来修复性下行，但是下破 1.70% 的概率偏低。风险提示：（1）经济政策出台节奏不及预期；（2）美联储货币政策变动超预期；（3）大类资产价格出现较大波动。

（证券分析师：芦哲）

固收金工

固收深度报告 20251015：一文读懂城投平台发行公募 REITs 产品的过去、现在与未来（展望篇）

观点 各省市城投平台公募 REITs 表现解构：1) 浙江省：拥有存续城投 REITs 产品 5 只，合计规模 174.43 亿元，2025Q2 营业收入约 7.51 亿元、可供分配金额约 4.60 亿元，预期分红率均值 8.45%、估值收益率均值 2.34%、P/FFO 倍数均值 13.25，2025 年以来换手率 116.58%、涨跌幅 6.77%。2) 广东省：拥有存续城投 REITs 产品 3 只，合计规模 124.14 亿元，2025Q2 营业收入约 2.12 亿元、可供分配金额约 1.39 亿元，预期分红率均值 5.28%、估值收益率均值 6.05%、P/FFO 倍数均值 22.68，2025 年以来换手率 136.44%、涨跌幅 4.73%。3) 安徽省：拥有存续城投 REITs 产品 2 只，合计规模 124.13 亿元，2025Q2 营业收入约 2.46 亿元、可供分配金额约 1.66 亿元，预期分红率均值 6.93%、估值收益率均值 6.17%、P/FFO 倍数均值 15.06，2025 年以来换手率 149.52%、涨跌幅 8.39%。4) 上海市：拥有存续城投 REITs 产品 2 只，合计规模 41.66 亿元，2025Q2 营业收入约 0.66 亿元、可供分配金额约 0.48 亿元，预期分红率均值 3.88%、估值收益率均值 3.87%、P/FFO 倍数均值 28.09，2025 年以来换手率 106.04%、涨跌幅 21.02%。5) 江苏省：拥有存续城投 REITs 产品 2 只，合计规模 37.48 亿元，2025Q2 营业收入约 1.41 亿元、可供分配金额约 0.86 亿元，预期分红率均值 8.80%、估值收益率均值 2.93%、P/FFO 倍数均值 15.95，2025 年以来换手率 95.66%、涨跌幅 21.28%。6) 北京市：拥有存续城投 REITs 产品 2 只，合计规模 23.43 亿元，2025Q2 营业收入约 0.21 亿元、可供分配金额约 0.16 亿元，预期分红率均值 2.93%、估值收益率均值 2.24%、P/FFO 倍数 53.29，2025 年以来换手率 156.05%、涨跌幅 12.50%。7) 河北省：拥有存续城投 REITs 产品 1 只，规模 56.98 亿元，2025Q2 营业收入约 1.27 亿元、可供分配金额约 1.06 亿元，预期分红率 14.26%、估值收益率 6.16%、P/FFO 倍数 12.15，2025 年以来换手率 73.09%、涨跌幅 4.73%。8) 湖北省：拥有存续城投 REITs 产品 1 只，规模 15.75 亿元，2025Q2 营业收入约 0.21 亿元、可供分配金额约 0.15 亿元，预期分红率 5.71%、估值收益率 7.68%、P/FFO 倍数 18.37，2025 年以来换手率 154.36%、涨跌幅-15.74%。9) 山东省：拥有存续城投 REITs 产品 1 只，规模 14.96 亿元，预期分红率 6.77%、估值收益率 1.49%、P/FFO 倍数 15.95，2025 年以来换手率 156.52%、涨跌幅 29.89%。10) 福建省：拥有存续城投 REITs 产品 1 只，规模 13.00 亿元，2025Q2 营业收入约 0.19 亿元、可供分配金额约 0.15 亿元，预期分红率 2.71%、

估值收益率 3.41%、P/FFO 倍数 36.90，2025 年以来换手率 235.91%、涨跌幅 21.06%。11) 四川省：拥有存续城投 REITs 产品 1 只，规模 12.50 亿元，2025Q2 营业收入约 0.23 亿元、可供分配金额约 0.15 亿元，预期分红率 7.26%、估值收益率 3.62%、P/FFO 倍数 24.18，2025 年以来换手率 144.22%、涨跌幅 12.34%。

公募 REITs 对城投平台自身发展的意义与影响：基础设施公募 REITs 对于城投平台的核心价值在于为其提供了盘活存量、提质增效的战略路径，助力其通过资产证券化实现降负债、促转型、增活力的多维目标，对于其化解债务风险、实现市场化转型具有深远影响。因此，成功发行、扩募公募 REITs 的地方城投平台，有望在信用资质、运营能力和市场形象上获得提升，并在未来基础设施领域的投融资格局中占据更有利的竞争地位。具体包括：优化资本结构，破解债务困境；盘活存量资产，构建投资闭环；倒逼营运能力提升，驱动市场化转型。

城投平台公募 REITs 投资建议：结合全国各地区城投平台所发行基础设施 REITs 当前的运营状况、收益能力和市场表现，为挖掘兼具区域经济韧性、稳定现金流产出、可观收益水平和合理估值区间的四重优势标的，我们建议在城投 REITs 这一细分板块中采取“区域为先、类型为重”的配置策略。

- 1) 筛选城投 REITs 所属省市。在有存量城投公募 REITs 产品的地区中优选区域经济发展、财政实力雄厚的地区，或位于具有清晰战略发展定位圈层的地区。例如，上海、江苏、北京、广东和浙江等系地方综合实力较强的地区，安徽属长三角经济带，河北属京津冀地区，山东位于连接南北两大城市群的纽带位置，均具有产业资源丰富、营商环境良好、生产制造配套齐全且人口保持净流入等特点，故可支撑区域内城投平台的产业园类底层资产、保障房类底层资产或高速公路类底层资产能够长期获得稳定的租赁收入或过路费收入。换言之，该类地区城投平台发行的公募 REITs 产品的收益来源稳定，可在为投资者提供较好的基础分红保障的同时激发产品估值的持续增长。
- 2) 筛选城投 REITs 底层资产类型。城投平台用于作为公募 REITs 底层资产的资产类型相对单一，以交通基础设施类、园区基础设施类、保障性租赁住房类为主，此外亦有少量创新型资产类型如市政设施类、仓储物流类等。若根据各 REITs 产品 2025 年二季度的营收表现而言，可以发现交通基础设施类底层资产和保障性租赁住房类底层资产在经济基本面慢修复环境中相对具备更好的盈利稳定性，波动风险可控，同时交通基础设施类还额外具备体量较大的规模优势，提供更多的参与配置机会。若根据各 REITs 产品截至 2025 年 9 月中旬的估值、分红、收益、流动性情况而言，则可以发现除交通基础设施类和保障性租赁住房类以外，创新底层资产类型的 REITs 产品同样表现不俗，或因市场倾向于相信能够得以成功发行的首单产品应已经过全面完整的论证和测算，且其底层资产应当为当地资质最优的资产之一，故给予底层资产类型系首次出现的 REITs 产品一定的溢价。
- 3) 筛选基本面数据及市场行情数据均相对优良的城投公募 REITs 产品。根据前文所详细分析的营业收入、可供分配金额等运营指标，预期分红率、估值收益率、P/FFO 倍数等估值指标，以及区间换手率、区间涨跌幅等流动性和价格走势指标综合考量，在当前存续的城投公募 REITs 中，我们推荐关注：上海市的国泰君安城投宽庭保租房 REIT、华安外高桥 REIT，江苏省的华夏南京交通高速公路 REIT，北京市的中金亦庄产业园 REIT，河北省的工银河北高速 REIT；同时也建议关注：浙江省的平安宁波交投 REIT，广东省的平安广州广河 REIT，山东省的国泰君安济南能源供热 REIT，安徽省的中金安徽交控 REIT。此外，底层资产的原始权益人的业务范围是否明晰、自身造血能力是否突出、债务压

力是否缓释等因素亦可能影响其 REITs 产品中长期的市场表现，故同样值得关注公募 REITs 市场配置机会的投资者持续跟踪。风险提示：区域财政与政策风险；资产运营不及预期风险；市场估值与流动性风险。

（证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶）

行业

推荐个股及其他点评

小商品城(600415): 2025 年三季报点评: Q3 归母净利润同比+101%, 市场经营&贸易服务促利润大幅增长

投资要点 事件：2025 年 10 月 14 日，公司发布 2025 年三季报。2025Q1-3，小商品城实现收入 130.6 亿元，同比增长 23.1%；实现归母净利润 34.6 亿元，同比增长 48.5%；扣非净利润 33.9 亿元，同比增长 48.6%。对应 2025Q3，收入为 53.5 亿元，同比增长 39%；归母净利润 17.7 亿元，同比增长 101%；扣非净利润 17.2 亿元，同比增长 100%。2025Q3 公司利润大幅增长的原因来自市场经营和贸易履约服务利润大幅增长。 市场经营：新市场带动业绩增长。小商品城第六代市场——全球数贸中心市场 6 月招商全面启动，10 月 14 日正式开业。随着新市场投入运营，2025Q2/Q3 公司经营活动现金净流入 16.7、82.2 亿元，本季度期末公司合同负债达 148 亿元。全球数贸中心剩余部分将于 2026 年开业，未来随着市场逐步开业，公司市场经营等板块利润有望持续增长。 贸易履约服务高增：yiwupay 支付业务交易额突破 270 亿元人民币，同比+30%以上，并于 2025Q3 开启 1039 贸易支付试点，支付业务空间进一步打开。2024 年义乌出口额中，有 80%来自市场采购模式。未来接入市场采购模式之后，义支付的潜在获客空间将会得到大幅增长。 Chinagoods 业务受益于 AI 技术应用，深度服务收入快速增长。9 月 23 日，在义乌银都酒店召开的“社媒+AI·智取新增长——全球数贸中心‘1000 条’品牌 TVC 全球首发暨义乌社媒营销获客 AI 峰会”上，全球数贸中心和 Chinagoods 正式推出基于 Chinagoods AI(简称 CGAI)技术生成的千条品牌视频。进口正面清单、海外布局持续推进。2025H1 公司作为进口正面清单全国唯一白名单企业，率先完成 28 类日用消费品及 5 类平行进口家电创新试点，覆盖 193 个 SKU，实现试点销售 2,600 单，提前半年达成政策目标；同步在义乌综保区构建“保税+”产业集群，成功引入美妆分装、保健食品加工等保税项目。全球化拓展再次取得突破，东亚首个海外分市场——日本大阪义乌市场于 6 月 26 日盛大开业。 盈利预测与投资评级：小商品城作为一带一路出口枢纽，具备重要的战略地位。目前公司新市场扩建、Chinagoods、支付业务、进口正面清单等多项重要成长点均稳步推进。我们将公司 2025-2027 年归母净利润预期从 42.3/ 57.1/ 68.2 亿元，上调至 49.0/ 61.6/ 72.8 亿元，同比+59%/ +26%/ +18%，对应 10 月 15 日收盘价为 21/ 17/ 14 倍 P/E，维持“买入”评级。 风险提示：新市场招商、新业务发展具备不确定性等

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：阳靖）

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>