

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-10-09

宏观策略

2025 年 10 月 09 日

宏观量化经济指数周报 20250928: 9 月以来基建实物工作量边际回暖
预计货币政策或延续 9 月 26 日二次操作 14 天期逆回购的“滴灌呵护”基调, 适时呵护资金面以平抑季节性因素的影响

海外周报 20250928: 国庆假期海外市场前瞻

核心观点: 本周美国强劲的经济数据一度令降息预期降温, 加之美联储官员偏鹰派发言、鲍威尔对于美股“估值过高”的评价, 美股高开低走、美债收益率和美元指数反弹。9 月彭博调查显示分析师显著上调 25Q3-26Q2 美国增长预期, 并预期 10、12 月美联储连续降息、2026 年降息 2 次。国庆假期期间, 海外将迎来美国 9 月就业数据、PMI 和进出口数据, 其中 9 月非农就业将是影响 10 月 FOMC 会议决策的最重要数据。我们预计美国就业延续供需双弱、相对均衡的局面。

晨会编辑 周尔双

执业证书: S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

固收金工

固收周报 20250928: 周观: 14 天逆回购的“间断性”(2025 年第 38 期)
东吴证券_固收周报_周观: 14 天逆回购的“间断性”(2025 年第 38 期)
--固收周报 20250928_李勇

固收周报 20250928: 新能源转债配置空间再思考

建议持续关注平衡性风光储转债标的配置窗口。

固收点评 20250928: 二级资本债周度数据跟踪 (20250922-20250926)

一级市场发行情况: 本周 (20250922-20250926) 银行间市场及交易所市场无新发行二级资本债。二级市场成交情况: 本周 (20250922-20250926) 二级资本债周成交量合计约 2299 亿元, 较上周增加 521 亿元。

固收点评 20250927: 绿色债券周度数据跟踪 (20250922-20250926)

一级市场发行情况: 本周 (20250922-20250926) 银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 23 只, 合计发行规模约 309.74 亿元, 较上周减少 4.14 亿元。二级市场成交情况: 本周 (20250922-20250926) 绿色债券周成交额合计 703 亿元, 较上周增加 99 亿元。

固收深度报告 20250927: 从 42 家上市银行半年报解读银行债券投资“攻守道”

银行业债券投资压力情况及后市展望: 1) 整体收益向好但仍存隐忧: a) 2025 年上半年 42 家上市银行的债券投资实际收益合计约 1.42 万亿元(包含票息收益和投资收益两类), 较 2024 年上半年同期的 1.37 万亿元小幅增长 3.82%, 映射出银行业整体在债券投资领域实现稳健增长的格局。b) 尽管在规模占比上仍以票息收入为主, 但增长的主要动力系投资收益, 而若结合当期公允价值变动损益的弱势表现, 则可以发现作为债券投资收益的主要来源的票息收入在利率下行周期中面临下滑压力, 而低利率环境中通过波段交易博取价差收益难度亦明显提升, 因此银行业在债券投资板块继续保持稳健收益的能力或有承压。2025H2 以来, 受“反内卷”政策影响, 股强债弱的格局显现, 10 年期国债收益率从 7 月初的 1.65% 左右上行至 9 月中旬的 1.8%, 公允价值变动带来的亏损将更加明显, 银

行或延续卖出浮盈老券以换取投资收益的做法。换言之，当前的债券投资盈利模式或难以持续，其中隐含的因宏观市场环境波动而带来的投资收益不确定性的抬升不可小觑。2) 不同银行类型表现分化，国有大行压力相对可控：国有大行因受益于规模显著并持续增长的债券配置盘而相应获取稳步增长的票息收益，叠加其债券交易盘在持仓品种上具备良好的流动性优势和折价存量债券储备优势，因此在债市低利率震荡的环境中保持盈利的压力尚可。反观股份行、城商行和农商行三类商业银行，则因其所持有的三类金融资产的体量、券种结构以及自身的负债端稳定性均不及国有大行而相对更为脆弱，从其 2025 年上半年公允价值变动损益表现一般以及票息收益的下滑已可见一斑，因此当债市处于“逆风期”，其保持债券投资持续盈利的压力明显增加，未来可能更倾向于在权益市场、大宗商品市场以及相关的结构性固收产品中增加资金配比、寻求有效增益。此外，该影响预计在中小型银行中更为多见。风险提示：经济基本面变化超预期；货币政策工具创新；历史及海外经验不代表将来。

固收点评 20250925：金 25 转债：全球矿山的“矿业工匠”

金 25 转债（113699.SH）于 2025 年 9 月 26 日开始网上申购：总发行规模为 20.00 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于赞比亚鲁班比铜矿采选工程，矿山采矿运营及基建设备购置，国内外矿山工程项目，研发投入与补充流动资金。

行业

推荐个股及其他点评

优优绿能（301590）：充电模块龙头企业，进军 HVDC 打造第二增长极
公司深度受益于新能源汽车充电设备直流化、高功率化的产业趋势。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润 2.04/3.15/5.07 亿元，同比-21%/+55%/+61%，对应现价 PE 分别为 48x、31x、19x。考虑到公司产品广受认可、研发底蕴深厚、提前布局储能充电等新兴应用场景，未来成长空间广阔，因此我们给与公司 26 年 40 倍 PE，对应股价 299.8 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

九丰能源（605090）：拟投资建设新疆煤制气，上游布局优质气源

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润 15.6/18.0/21.3 亿元，对应 2025-2027 年 PE 14/12/10x（2025/9/29），积极拓展上游优质气源，布局一体化，维持“买入”评级。风险提示：气价剧烈波动，天然气需求不及预期，项目投产不及预期

安迪苏（600299）：全球蛋氨酸行业龙头，特种产品蓬勃发展

盈利预测与投资评级：基于公司所处行业景气情况以及公司自身的项目进展，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别 16、17、21 亿元，同比增速分别 29%、11%、20%，按 2025 年 9 月 26 日收盘价计算，对应 PE 为 16、15、12 倍。我们采用分部估值对公司进行了估值分析，梳理了功能性产品、特种产品的可比公司情况，得到公司 2025 年的合理估值区间为 276-291 亿元，2026 年的合理估值区间为 303-332 亿元，2025 年的合理估值区间为 356-403 亿元，公司当前估值存在低估。并且考虑到公司海外液蛋脱瓶颈项目&西班牙 Burgos 特种产品饲料添加剂项目&国内泉州固蛋项目&南京特种产品本地化产能建设有序推进，特种产品蓬勃发展，我们看好公司后续发展前景，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：

宏观经济波动；市场竞争加剧；新产能投放不及预期；原材料价格波动；产品研发、技术升级换代的风险。

宏观策略

宏观量化经济指数周报 20250928: 9月以来基建实物工作量边际回暖
观点 周度 ECI 指数: 从周度数据来看, 截至 2025 年 9 月 28 日, 本周 ECI 供给指数为 50.03%, 较上周环比持平; ECI 需求指数为 49.92%, 较上周回升 0.01 个百分点。从分项来看, ECI 投资指数为 49.94%, 较上周回升 0.01 个百分点; ECI 消费指数为 49.71%, 较上周回升 0.03 个百分点; ECI 出口指数为 50.24%, 较上周回升 0.01 个百分点。 月度 ECI 指数: 从 9 月前四周的高频数据来看, ECI 供给指数为 50.03%, 较 8 月回落 0.04 个百分点; ECI 需求指数为 49.91%, 较 8 月回升 0.02 个百分点。从分项来看, ECI 投资指数为 49.92%, 较 8 月回升 0.01 个百分点; ECI 消费指数为 49.70%, 较 8 月环比持平; ECI 出口指数为 50.22%, 较 8 月回升 0.02 个百分点。从 ECI 指数来看, 9 月份经济整体保持较为平稳的运行态势, 8 月份经济数据反映出的供需分化格局没有进一步加剧。供给端方面, 在去年同期的高基数下, 9 月工业生产景气度同比或小幅走弱, 环比来看主要行业开工率较 8 月份大多有所改善; 需求端方面, 本周监测港口累计完成货物吞吐量和 30 大中城市商品房销售面积仍延续此前的改善态势, 截止 9 月前 27 日两个指标的同比增速均较 8 月份有所回暖。9 月以来基建实物工作量的回升则是经济增长的一大亮点, 9 月 24 日石油沥青装置开工率录得 40.10% 的年内高点, 较去年同比增长 11.9 个百分点。 ELI 指数: 截至 2025 年 9 月 28 日, 本周 ELI 指数为 -0.60%, 较上周回升 0.12 个百分点。资金跨季尚未结束、“体感”或边际宽松。本周进入三季度末跨季期, 从货币政策操作上看, 在重启 14 天期逆回购的加持下, 公开市场操作合计净投放 8,223 亿元, 其中 14 天期逆回购合计投放 9,000 亿元; 本月 MLF 超量续作 3,000 亿元, 已是连续第 7 个月加量续作, 在流动性投放上货币政策保持了“不紧不溢”的适度宽松, 相对应 DR001 和 DR007 分别在 1.32%-1.47% 和 1.48%-1.60% 区间内波动, 尽管资金利率波动没有超出当前“利率走廊”框定的范围, 但是市场的资金“体感”偏紧, 主要源自资金利率的波动率显著抬升, DR007 的全周振幅高达 12.63bps, 而从非银机构的拆借利率来看, R007 的振幅达到 27.57bps, 周中一度冲高至 1.80%, 由于资金利率的波动水平抬升, 导致无风险利率也出现显著的上升压力。9 月 28 日至 9 月 30 日资金面仍然处于“跨季期”, 跨月末、跨季末以及跨“十一”长假, 7 天期等资金利率扰动或边际下行, “体感”或边际宽松, 但是隔夜拆借等资金利率仍有季节性脉冲收紧的风险, 预计货币政策或延续 9 月 26 日二次操作 14 天期逆回购的“滴灌呵护”基调, 适时呵护资金面以平抑季节性因素的影响。 风险提示: 美国关税政策仍有不确定性; 政策出台力度低于市场预期; 房地产改善的持续性待观察。

(证券分析师: 芦哲 证券分析师: 李昌萌 证券分析师: 王洋)

海外周报 20250928: 国庆假期海外市场前瞻

核心观点: 本周美国强劲的经济数据一度令降息预期降温, 加之美联储官员偏鹰派发言、鲍威尔对于美股“估值过高”的评价, 美股高开低走、美债收益率和美元指数反弹。9 月彭博调查显示分析师显著上调 25Q3-26Q2 美国增长预期, 并预期 10、12 月美联储连续降息、2026 年降息 2 次。国庆假期期间, 海外将迎来美国 9 月就业数据、PMI 和进出口数据, 其中 9 月非农就业将是影响 10 月 FOMC 会议决策的最重要数据。我们预计美国就业延续供需双弱、相对均衡的局面。 大类资产: 本周主要大类资产走势震荡, 美股高开低走, 黄金续创新高;

后半周美国强劲的经济数据一度令降息预期降温，美股回调、美债收益率和美元反弹。前半周，英伟达投资 OpenAI 消息提振科技股情绪，带动美股高开，但随后，鲍威尔在演讲中表示美股“估值过高”，一度重挫市场情绪、引致美股下跌；后半周，美国住宅销售、耐用品订单、首申失业金等数据均显著好于预期，25Q2 美国 GDP 终值大幅上修，强劲的经济数据令降息预期降温，带动美股继续回调，美债收益率和美元指数走高。周五公布的 PCE 通胀完全符合预期，美股再度上涨。整体来看，全周（9 月 22 日至 9 月 26 日）10 年期美债利率升 4.8bps 至 4.176%，2 年期美债利率升 7bps 至 3.64%，美元指数微升 0.5% 至 98.15；标普 500、纳斯达克指数分别收跌-0.3%、-0.7%；现货黄金价格再度收涨 2% 至 3760 美元/盎司的高位。海外经济：美国经济数据均好于预期，二季度 GDP 终值大幅上修。本周公布的 25Q2 美国 GDP 终值大幅上修，地产、耐用品订单、失业金等数据均显著好于预期，PCE 通胀全面符合预期，削弱关税对通胀传导的担忧。增长方面，25Q2 美国 GDP 环比年率终值从 3.3% 大幅上修至 3.8%，其中，消费与投资的上修是主要贡献：消费拉动率由最初的 0.98% 上修至 1.68%，固定资产拉动率由 0.08% 上修至 0.77%。修正后的反映经济内生性增长动能的 PDPF 增速来到 2.9%，为 24Q4 以来新高。劳务市场方面，9 月 21 日当周美国首申失业金人数录得 21.8 万，预期 23.3 万，两周前的意外反弹得到逆转，缓解了市场对就业的担忧情绪；持续申请失业金人数则继续略高于去年。通胀方面，美国 8 月 PCE 价格指数环比 0.3%，前值 0.2%；核心环比 0.2%，前值由 0.3% 下修至 0.2%；PCE 同比 2.7%，前值 2.6%，核心同比 2.7%，持平前值，上述所有分项均符合预期。市场预期：海外分析师上调美国增长预期和美联储降息预期。增长方面，分析师显著上修 25Q3-26Q2 美国增长预期。①模型：截至 9 月 24 日，亚特兰大联储 GDPNow 模型对 25Q3 美国 GDP 最新预测值为 +3.4%；截至 9 月 26 日，纽约联储 Nowcast 模型对 25Q3 美国 GDP 预测值为 +2.55%。②分析师：根据彭博在 9 月 19-24 日对 80 名分析师的调查问卷，当前分析师一致预期 25Q3-26Q4 美国 GDP 季环比年率增速分别为 1.6→1.2→1.6→1.9→1.9→2.0%，对 25Q3-26Q2 预期较上月大幅上修；预期未来 1 年美国陷入衰退概率 34%，较前值 32% 小幅上修。通胀方面，分析师小幅上修 2026 年通胀预期。①分析师：最新分析师一致预期 25Q3-26Q4 美国 PCE 同比增速分别为 2.8→3.0→2.9→2.9%→2.7%→2.5%，其中对 26Q3-26Q4 的预测值均小幅上修 0.1%；②交易员：通胀掉期显示交易员预期美国 CPI 同比在 2025 年 12 月将反弹至 3.2%，至 2026 年 6 月维持在 3.3% 的高位。货币政策方面，分析师预期美联储 10、12 月连续降息。①分析师：最新分析师一致预期 25Q4-26Q4 美联储政策利率上限分别为 3.75→3.75→3.5→3.25→3.25%，即分析师预期年内还有 2 次各 25bps 降息，26Q2、26Q3 各降息一次。②交易员：最新联邦基金期货模型显示，交易员预期 2025 年 10 月降息概率为 90%，到 12 月累计降息 1.6 次/41bps，到 2026 年底累计降息 4 次/100bps；③点阵图：9 月美联储 FOMC 会议点阵图指引年内还有 2 次降息，2026、2027 年分别降息一次。综合来看，分析师与交易员对于今、明年的降息预期较为一致，对 2026 年的降息预期比点阵图更为乐观。国庆假期海外市场前瞻：关注美国就业、PMI 和进出口数据。国庆假期期间，美国经济数据较为密集，主要包括一揽子就业数据和 PMI 数据。就业数据方面，9 月 30 日将公布 8 月美国职位空缺，当前市场预期为 717 万，前值 718 万。2024H2 以来，美国职位空缺数在 2019 年水平附近震荡，反映劳务市场潜在需求维持稳定，但职位空缺/失业人数之比延续回落趋势，反映劳务市场

供需关系延续从紧俏到松弛的有序降温。我们预期职位空缺延续温和回落趋势。10月3日将公布9月美国非农就业数据，这将是影响10月FOMC降息与否最关键的数据。截至最新，49名分析师预期9月新增非农为5万，预测标准差为2.2万，即预计9月美国新增就业相较8月小幅回升、但仍持续偏低。此外，除9月新增非农而言，8月非农的二次修正或更加重要，因为该数据将得到更多的样本反馈，也将给美联储有关美国就业状况更多和更为准确的信息。综合来看，我们预计9月非农就业延续供需双弱、相对均衡的局面。景气指数方面，10月1日、3日将分别公布9月美国ISM制造业和服务业PMI，我们认为在综合指数之外，作为美国CPI的前瞻指标，价格分项指数也值得关注。风险提示：特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

(证券分析师：芦哲 证券分析师：张佳炜 证券分析师：韦祎
研究助理：王茁)

固收金工

固收周报 20250928：周观：14天逆回购的“间断性”（2025年第38期）

观点 国庆假期临近，14天期逆回购重启，但操作存在“间断性”，引发市场担忧，如何看待央行对于流动性的态度？本周（2025.9.22-2025.9.26），10年期国债活跃券收益率从上周五的1.795%上行0.4bp至1.799%。周度复盘：周一（9.22），上周五受中美元首通话或超预期影响，利率出现“抢跑式”上行，周一早盘出现修复下行。此外，央行为应对国庆假期期间的流动性需求，重启14天期逆回购，也助力利率下行。午后，“介绍十四五金融业发展成就”发布会召开，潘行长开场即明确发布会“不涉及短期政策的调整”，对于货币政策的表达为“以我为主，兼顾内外”，暗指短期内追随美联储降息的概率较低。全天10年期国债活跃券收益率下行0.75bp。周二（9.23），早盘央行并未延续昨日的14天期逆回购操作，令市场对于央行持续呵护流动性的力度存疑，债市情绪走弱。同时，关于公募基金销售费用新规的担忧再度发酵，市场预期新规将快速落地且其余针对公募基金的免税政策或面临被取消的可能性。全天10年期国债活跃券收益率上行1.05bp。周三（9.24），央行延续昨日未开展14天期逆回购的操作，资金有所收紧。午后股市上涨，“股债跷跷板”效果再次显现，利率加速上行，尾盘央行公告周四MLF超量续作3000亿，情绪有所企稳，全天10年期国债活跃券收益率上行1.7bp。周四（9.25），早盘央行仍未开展14天期逆回购，债市情绪降至冰点，利率快速上行，午后央行买入活跃国债预期抬头，利率修复式下行，全天10年期国债活跃券收益率下行1.25bp。周五（9.26），早盘公开市场投放放量，令债市情绪得到支撑，午后股票市场下跌，利率随之下行，全天10年期国债活跃券收益率下行0.35bp。周度思考：本周为国庆假期前的最后一个完整交易周，央行开展14天期逆回购以驰援跨假期流动性，但开展的时间并不连续，引发市场对于央行是否仍保持对流动性充分支持的疑虑。回顾2023年以来，春节和国庆假期前央行公开市场操作情况。14天期逆回购操作的开启时间提前6-10个债市交易日，且除了今年的国庆之外，均为连续操作。从操作连续性来看，此次国庆假期前的14天期逆回购确实不及预期，但需要注意的是公开市场操作的投放量。2023年春节、国庆，2024年春节、国庆，2025年春节、国庆前，从14天逆回购开启到假

期开始前最后一个交易日，央行公开市场分别净投放 23680 亿元、16760 亿元、-7910 亿元、1927 亿元、12435 亿元和 4240 亿元。由此可见，央行在公开市场保持净投放，且我们在统计时已将下周一二的逆回购到期量计入，届时仍有逆回购投放的可能性。除此之外，由于从去年 7 月起，MLF 操作时间点改为月末，因此本次国庆假期是首次长假前有 MLF 到期，央行超额续作 3000 亿元，同样展现了其对于流动性的支持态度。综上所述，央行对于流动性的支持态度仍将维持，宽松的状态将成为债券收益率箱底震荡的有效支撑，我们维持 1.85% 是今年 10 年期国债收益率顶部的判断。

美国 2025 年 8 月二季度实际 GDP 年化季环比终值、8 月核心 PCE 物价指数、9 月制造业、服务业 PMI 初值、申请失业救济人数等一系列数据公布，美国经济增长数是否仍具备足够动力？上周（0922—0926）海外方面联储降息“靴子落地”，收益率曲线快速趋陡，可见前期如果执着于长久期的投资人需兼备更好的择时能力来获得长端的超额收益，长端的高波动具有较强的博弈属性，短端则相对供需两旺。我们仍延续前期观点，即 1）长端 4—4.5% 震荡，前期震荡中枢下移的持续性需要关注美元信用风险的削弱更多在美债市场去做定价，还是在美元（即外汇）市场去做定价；2）而短端易下难上，配置的确性相对更高；3）我们仍继续看好黄金，即认为美国实债收益率将继续下探（上周名义收益率的反弹短期拖累了黄金的表现）。我们在延续上周观点的基础上，结合增量数据，思考如下：（1）美国二季度实际 GDP 年化季环比终值大幅上升至 3.8%，9 月美国制造业 PMI、服务业 PMI 均有所下降。美国二季度实际 GDP 年化季环比终值增长 3.8%，较此前公布的修正数据上调 0.5 个百分点，高于市场普遍预期，并创下近两年新高，扭转了上个季度实际 GDP 萎缩 0.5% 的局面。此次上修主要得益于消费者支出的意外强劲以及进口的下降。数据显示，个人消费支出对 3.8% 的最终增长贡献了 1.68 个百分点，几乎占到整体增幅的一半，远高于此前报告的 1.07 个百分点。个人消费支出的年化季率从 1.6% 跃升至 2.5%。9 月 23 日公布的美国制造业、服务业 PMI 初值数据显示，美国制造业 PMI 与服务业 PMI 分别为 52、53.9，均较上月均有所下降，且略低于预测值 52.2、54。尽管这两项数据仍保持在 50 的“荣枯线”以上，但美国就业指数、新订单指数均有所下滑，且服务业 PMI 初值为 2025 年 6 月以来的最低值，显示美国经济仍处于扩张状态，但实际需求可能不足，经济增长放缓。（2）美国上周首申失业金人数继续下降至 21.8 万，降至 7 月中旬以来的最低水平。9 月 25 日公布的美国当周首次申请失业救济人数数据显示，美国 9 月 20 日当周首次申请失业救济人数 21.8 万人，较上周 23.1 万人有所下降，且低于预期的 23.3 万人，降至 7 月中旬以来的最低水平。然而，非农就业人数在截至 8 月的三个月内平均每月仅增加 2.9 万个，远低于去年同期的 8.2 万个，且持续申请失业救济人数仍维持在 190 万人这一关键水平之上，表明美国劳动力市场并未出现根本好转。（3）9 月 26 日，美联储理事鲍曼重申，美国的就业市场“脆弱”，通胀则接近联储目标，因此呼吁坚定降息。同时，鲍曼认为美联储应寻求实现尽可能小的资产负债表规模，并全面改革其货币政策实施机制。鲍曼称：“从长期来看，我倾向于维持尽可能小的资产负债表，使准备金余额接近稀缺水平，而非充裕水平。”鲍曼认为，回归到美联储积极管理资产负债表的机制，将能更好地显示市场压力和运行问题。鲍曼称：“允许货币市场出现适度的波动，可以增强我们对市场出清点的理解。”她还表示，她支持美联储的资产负债表上只持有国债，且期限略微倾向于短期证券，而不是完全与整体市场的期限结构一致。她说，这将给美联储带来更大的灵活性。鲍曼补充称，

美联储应该考虑积极出售其持有的抵押贷款支持证券(MBS)。 风险提示：大宗商品价格波动风险；宏观政策变动风险；历史经验不代表将来；经济基本面变化超预期。

(证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭 证券分析师：徐沐阳
证券分析师：徐津晶)

固收周报 20250928：新能源转债配置空间再思考

转债市场过去 1-2 个月经历了“分歧中拉升-高位大幅回调-分歧下震荡”几个阶段，指数层面尚未回到 7 月底、8 月初市场分歧最严重的时期，权益市场边际上的结构化同样带来转债平价及估值的结构化，总量指标、总量分析的意义边际下降，结构化的板块机会甚至个券机会边际上升。如我们在 0901-0905 当周提示的，最先关注到的板块还是“夹”在传统周期和新方向、新热点中间的新能源板块(风光储)，其中平衡偏低价标的较多，更贴合转债投资人审美及转债本身角色定位，我们知道在全球新能源渗透率持续上升、电网老化的大背景下，cagr 从来不是这些所谓“中登”票的问题，关键在供给端在过剩与紧平衡之间摇摆所带来的配置窗口，估值先行于业绩启动修复，业绩兑现反过来再刺激估值去定价略显僵化的线性外推，之后无论被证伪还是被证实，机会成本都会显著上升，挣钱效应边际削弱。这其中我们按 90-110 平价(想抓平衡)，站在 9 月初去做筛选，电力设备下共计 16 只标的，后验来看全市场覆盖较多的标的胜率、赔率都较高，比如亿纬(27 家，储能集成独苗)、科利(24 家)，天赐、恩捷也实现了跃升，龙头效应显著，传统光伏主业切储能集成的市场认可度偏低，比如晶澳、天 23，受到光伏整体景气度低迷压制，包括双良、宇邦、福 22、清源，表现均较弱。同时风电表现同样不俗，起帆跃进到了 90-110 平价区段，弹性提升，通裕 133 元价格也还能接受。这是最大公约数的兑现，是先验也可把握的结构性机会。目前这个节点，我们认为这一方向做高低切尚早，盈亏比还在可接受范围，建议把握预期线性外推下的右侧机会，储>风>光，“跨界”相对滞后的光伏龙头面临景气错位、新增投资搁浅的潜在风险，反而更欣赏比如隆基的长期主义及助力 bc 降本的字邦的未来发展；同时，光伏产业链价格触底回升是趋势，“市场化为主，法治化兜底”，上游或优先受益，建议关注通 22、晶能。下周转债平价溢价率修复潜力最大的高评级、中低价前十名分别为：浦发转债、希望转债、金能转债、利群转债、柳药转债、希望转 2、能化转债、齐翔转 2、建工转债、家悦转债。风险提示：(1) 正股退市和信用违约风险；(2) 流动性环境收紧风险；(3) 权益市场超跌风险；(4) 地缘政治危机影响；(5) 行业政策调控超预期。

(证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭)

固收点评 20250928：二级资本债周度数据跟踪(20250922-20250926)

观点 一级市场发行情况：本周(20250922-20250926)银行间市场及交易所市场无新发行二级资本债。二级市场成交情况：本周(20250922-20250926)二级资本债周成交量合计约 2299 亿元，较上周增加 521 亿元，成交量前三个券分别为 25 农行二级资本债 03B(BC)(540.49 亿元)、25 农行二级资本债 03A(BC)(163.07 亿元)和 25 工行二级资本债 01BC(78.80 亿元)。分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、上海市和福建省，分别约为 1890 亿元、127 亿元和 79 亿元。从到期收益率角度来看，截至 9 月 26 日，5Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：17.93BP、17.31BP、16.31BP；7Y 二级资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：18.31BP、18.26BP、18.26BP；10Y 二级

资本债中评级 AAA-、AA+、AA 级到期收益率较上周涨跌幅分别为：16.19BP、16.82BP、16.82BP。估值偏离%前三十位个券情况：本周（20250922-20250926）二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交的比例小于溢价成交，折价成交的幅度小于溢价成交。折价个券方面，折价率前三的个券为 17 抚顺银行二级（-0.3988%）、21 德清农商二级（-0.3851%）、22 甬城农商二级（-0.3606%），其余折价率均在 -0.35% 以内。中债隐含评级以 AAA-、AA+、AA 评级为主，地域分布以北京市、上海市和广东省居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为 24 建设银行二级资本债 02B（1.2298%）、24 广发银行二级资本债 01（0.8398%）、23 建设银行二级资本债 02B（0.8050%），其余溢价率均在 0.80% 以内。中债隐含评级以 AAA-、AA+、AA- 评级为主，地域分布以北京市、上海市和广东省居多。风险提示：Choice、Wind 信息更新延迟；数据披露不全。

（证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶）

固收点评 20250927：绿色债券周度数据跟踪（20250922-20250926）

观点 一级市场发行情况：本周（20250922-20250926）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 23 只，合计发行规模约 309.74 亿元，较上周减少 4.14 亿元。发行年限多为 3 年；发行人性质为地方国有企业、大型民企、央企子公司、中央国有企业、其他企业；主体评级多为 AAA、AA+ 级；发行人地域为陕西省、浙江省、湖北省、北京市、福建省、广东省、海南省、天津市、香港特别行政区、河南省；发行债券种类为中期票据、商业银行普通债、企业 ABS、交易商协会 ABN、超短期融资券、短期融资券、一般公司债。二级市场成交情况：本周（20250922-20250926）绿色债券周成交额合计 703 亿元，较上周增加 99 亿元。分债券种类来看，成交量前三为金融机构债、非金公司信用债和利率债，分别为 316 亿元、283 亿元和 81 亿元；分发行期限来看，3Y 以下绿色债券成交量最高，占比约 83.03%，市场热度持续；分发行主体行业来看，成交量前三的行业为金融、公用事业、交运设备，分别为 316 亿元、135 亿元和 15 亿元；分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、广东省、湖北省，分别为 181 亿元、133 亿元和 50 亿元。估值偏离度前三十位个券情况：本周（20250922-20250926）绿色债券周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交幅度小于溢价成交，折价成交比例小于溢价成交。折价个券方面，折价率前三的个券为 G19 三峡 2（-0.6025%）、25 赣锋锂业 MTN001（科创票据）（-0.4714%）、25 桂国控 MTN006（碳资产）（-0.4596%），其余折价率均在 -0.50% 以内。主体行业以金融、公用事业、综合为主，中债隐含评级以 AAA-、AA+、AA 评级为主，地域分布以北京市、广东省、福建省居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为 24 三峡 GN006（碳中和）（1.8219%）、24 风电 G2（0.8824%）、20 宁夏 16（0.8528%），其余溢价率均在 0.85% 以内。主体行业以金融、公用事业、综合为主，中债隐含评级以 AAA-、AA+、AA 评级为主，地域分布以北京市、广东省、上海市居多。风险提示：Choice 信息更新延迟；数据披露不全。

（证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶）

固收深度报告 20250927：从 42 家上市银行半年报解读银行债券投资“攻守道”

观点 42 家上市银行的债券投资体量：1) 债券投资总体规模：银行业整体在持仓债券方面呈现稳步扩张趋势，其中采用摊余成本法计量并预计持有至到期的债权投资类金融资产增长相对偏缓，而采用公允价值计量并计入当期损益的交易性金融资产增长较多，提示上市银行

在 2025 年上半年期间债市震荡环境中适度提升了交易盘比重，或意图博弈波段中的价差收益以填补票息收益的下滑并增厚债券类投资的总体收益。2) 不同银行类型的债券投资分布结构有所分化：2025 年上半年期间，不同类型银行的债券类金融资产的投资结构存在一定差异，其中国有大行以及城商行在债券配置盘仍呈现稳定增长，前者或与参与一级市场发行国债、地方政府债、政金债等全国性重要债券品种相关，后者或与参与一级市场发行地方政府债、城投债、产业债、商金债等区域性主要债券品种相关；反观股份行和农商行虽然在债券配置力量上小幅减弱，但在债券交易盘则明显发力，交易性金融资产及其他债券投资类金融资产的环比涨幅总体可观，呈现“大行配置稳健、中小行交易弹性突出”的分化特征。3) 债券投资券种分布向政府类债券倾斜：2025 年上半年期间，各类商业银行在债券投资中增配政府类债券较多，尤其国有大行、股份制银行和城商行的平均环比增幅约 10% 左右，农商行增幅稍少；金融债和以信用债为主的其他债券的配置力量则有所分化，其中城农商行增配金融债较国股大行更多，而国有大行增配信用类债券明显较其余三类银行更多，城农商行其次，股份制银行增配信用类债券有限。但就各类银行持有券种的内部结构来看，均以持有政府类债券的规模较大，金融债其次，信用类债券较小，且三类债券的持有规模差距从高到低排序为国有大行>股份制银行>城商行>农商行。4) 金融资产类型与其债券品种结构呈现相关性：当前银行业整体在债券配置盘中保持利率债品种稳健增长且延续核心品种地位，同时在信用债品种上加大配置力度，金融债配置力度则相对趋弱，或与各品种一二级市场供需情况相关；而债券交易盘中则以利率债及金融债为核心品种，增幅较信用债品种更为显著，或反映在 2025 年上半年期间的债市低利率震荡过程中，银行业亦倾向于增加波段操作获取资本利得，债券类投资板块整体呈现“稳健打底、弹性增益”的持仓格局来应对宏观环境的不确定性。42 家上市银行的债券投资损益情况：1) 票息收益：作为商业银行直接投资债权所取得收益的核心组成部分，在 2025H1 的贡献总体稳定，但相较于 2025 年上半年环比小幅增长的债权投资类金融资产规模，同比小幅回落的票息收益或与当前基准利率正处于下行通道的背景相关，换言之，尽管商业银行持仓的持有到期债券规模较上年末有所增加，但由于新发债券的票面利率较过往持续压降，致使该类金融资产的规模涨幅难以完全覆盖票面利率下行所带来的票息收益跌幅。考虑到宏观经济基本面当前正处于稳步修复过程，基准利率进一步下调的节奏预计放缓，因此票息收益部分的下滑速度亦预计相应放缓，未来仍将成为商业银行债券投资板块收益的主要来源。2) 公允价值变动损益：尽管商业银行整体在交易性金融资产和其他债权投资类金融资产的规模扩容上呈现不同程度的发力，然而在 2025 上半年债市偏震荡的环境中，意图通过短期持有并交易的方式来博取资本利得收益的难度较大，账面盈利较去年同期明显减少，或提示债券交易层面存在浮亏。3) 投资收益：结合实际投资收益和公允价值变动损益两个科目来看，尽管商业银行在 2025H1 期间持仓的债券类交易性金融资产和其他债权投资类金融资产的账面价值增值幅度不比去年同期，甚至在中小型银行中出现账面亏损，但商业银行仍能够通过卖出在 2025 年以前低价配置的存量债券以及等待 2025 年上半年期间即将到期的存量债券自然到期来增厚其总体的债券投资领域收益。外部环境驱动：利率波动、债券供需与政策导向共振影响债券投资收益：1) 2025 年上半年宏观经济与债券市场环境的变化，直接作用于银行债券投资的收益情况：“调整多、机会少”的债券市场环境导致存量债券价格普遍下跌，这与 2025H1

上市银行债券投资中的公允价值变动损益同比大幅下降 81.16% 直接相关，尤其是交易性金融资产占比较高的股份制银行、城商行，受债券价格波动影响更为显著，其 2025H1 期间的公允价值变动损益分别为 -42.63 亿元和 -63.77 亿元。2) 从债券供需结构看，2025H1 国债、地方政府债与政金债供给同比增加，较 2024H1 分别同比增加 35.86%、57.18% 和 16.13%，达到 7.82 万亿元、5.49 万亿元和 3.00 万亿元，呈现“供给放量”特征。银行作为债券市场主要配置力量，虽承接了大量新增供给，债券投资规模稳步增长，但新发行债券的票面利率随利率中枢下行而降低，导致 2025H1 新配置债券的票息贡献低于存量，叠加部分高票息存量债券到期，共同推动银行债券投资中的票息收益环比回落。3) 监管政策间接作用于债券投资表现：一方面，对低评级信用债（BBB 级及以下）的风险权重提高至 150%，倒逼银行减少此类债券配置；另一方面，对金融资产分类的规范严格限制了“随意重分类”的空间：只有当银行“管理金融资产的业务模式发生重大且实质性变化”时，才能对金融资产进行重分类，导致银行无法再通过“改分类”的手段，把本应体现公允价值波动的资产（如 FVTPL 类），强行归到“不直接反映波动”的类别（如 AC 类）中，客观上凸显了上半年的公允价值亏损。银行业债券投资压力情况及后市展望：1) 整体收益向好但仍存隐忧：a) 2025 年上半年 42 家上市银行的债券投资实际收益合计约 1.42 万亿元（包含票息收益和投资收益两类），较 2024 年上半年同期的 1.37 万亿元小幅增长 3.82%，映射出银行业整体在债券投资领域实现稳健增长的格局。b) 尽管在规模占比上仍以票息收入为主，但增长的主要动力系投资收益，而若结合当期公允价值变动损益的弱势表现，则可以发现作为债券投资收益的主要来源的票息收入在利率下行周期中面临下滑压力，而低利率环境中通过波段交易博取价差收益难度亦明显提升，因此银行业在债券投资板块继续保持稳健收益的能力或有承压。2025H2 以来，受“反内卷”政策影响，股强债弱的格局显现，10 年期国债收益率从 7 月初的 1.65% 左右上行至 9 月中旬的 1.8%，公允价值变动带来的亏损将更加明显，银行或延续卖出浮盈老券以换取投资收益的做法。换言之，当前的债券投资盈利模式或难以持续，其中隐含的因宏观市场环境波动而带来的投资收益不确定性的抬升不可小觑。2) 不同银行类型表现分化，国有大行压力相对可控：国有大行因受益于规模显著并持续增长的债券配置盘而相应获取稳步增长的票息收益，叠加其债券交易盘在持仓品种上具备良好的流动性优势和折价存量债券储备优势，因此在债市低利率震荡的环境中保持盈利的压力尚可。反观股份行、城商行和农商行三类商业银行，则因其所持有的三类金融资产的体量、券种结构以及自身的负债端稳定性均不及国有大行而相对更为脆弱，从其 2025 年上半年公允价值变动损益表现一般以及票息收益的下滑已可见一斑，因此当债市处于“逆风期”，其保持债券投资持续盈利的压力明显增加，未来可能更倾向于在权益市场、大宗商品市场以及相关的结构性固收产品中增加资金配比、寻求有效增益。此外，该影响预计在中小型银行中更为多见。风险提示：经济基本面变化超预期；货币政策工具创新；历史及海外经验不代表将来。

（证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶 证券分析师：徐沐阳）

固收点评 20250925：金 25 转债：全球矿山的“矿业工匠”

事件 金 25 转债（113699.SH）于 2025 年 9 月 26 日开始网上申购：总发行规模为 20.00 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于赞比亚鲁班比铜矿采选工程，矿山采矿运营及基建设备购置，国内外矿山

工程项目，研发投入与补充流动资金。当前债底估值为 115.5 元，YTM 为 2.46%。金 25 转债存续期为 6 年，联合资信评估股份有限公司资信评级为 AA/AA，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.10%、0.30%、0.60%、1.00%、1.50%、2.00%，公司到期赎回价格为票面面值的 112.00%（含最后一期利息），以 6 年 AA 中债企业债到期收益率 2.69%（2025-09-24）计算，纯债价值为 115.50 元，纯债对应的 YTM 为 2.46%，债底保护较好。当前转换平价为 99.78 元，平价溢价率为 0.22%。转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止，即 2026 年 04 月 10 日至 2031 年 09 月 25 日。初始转股价 63.46 元/股，正股金诚信 9 月 24 日的收盘价为 63.32 元，对应的转换平价为 99.78 元，平价溢价率为 0.22%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为 4.81%。下修条款为“15/30，85%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”，条款中规中矩。按初始转股价 63.46 元计算，转债发行 20.00 亿元对总股本稀释率为 4.81%，对流通盘的稀释率为 4.81%，对股本摊薄压力较小。观点 我们预计金 25 转债上市首日价格在 122.92~136.69 元之间，我们预计中签率为 0.0080%。综合可比标的以及实证结果，考虑到金 25 转债的债底保护性较好，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在 30%左右，对应的上市价格在 122.92~136.69 元之间。我们预计网上中签率为 0.0080%，建议积极申购。金诚信公司采取“矿山服务 + 资源开发”的双轮驱动模式，推动公司从单一的矿山服务企业向集团化的矿业公司转型。公司在稳固国内市场的同时积极拓展海外业务，尤其在非洲拥有着广阔的业务版图。同时，公司具备多项行业一级资质，技术在国内处于领先地位。2020 年以来公司营收稳步增长，2020-2024 年复合增速为 26.66%。自 2020 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率稳步上涨，2020-2024 年复合增速为 26.66%。2024 年，公司实现营业收入 99.42 亿元，同比增加 34.37%。与此同时，归母净利润持续上涨，2020-2024 年复合增速为 44.30%。2024 年实现归母净利润 15.84 亿元，同比增加 53.59%。金诚信公司营业收入主要来源于采掘服务业，产品结构年际变化。2022 年以来，金诚信采掘服务业收入占主营业务收入比重逐年下降，2022-2024 年占主营业务收入比重分别为 97.65%、89.30%和 65.82%，同时产品结构年际调整，采矿运营管理业务收入占比持续上升，2024 年已达到主营业务收入比重的 32.28%。金诚信销售毛利率、销售净利率均稳步上升且高于行业平均，销售费用率逐步下降，财务费用率较高且波动较大，管理费用率高于行业平均，但近年有所下降。2020-2024 年，公司销售净利率分别为 9.27%、10.15%、11.30%、13.94%和 15.80%，销售毛利率分别为 28.16%、26.78%、26.84%、30.35%和 31.51%。风险提示：申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭）

行业

推荐个股及其他点评

优优绿能（301590）：充电模块龙头企业，进军 HVDC 打造第二增长极

投资要点 充电模块龙头企业，深度受益高功率快充需求。公司成

立于 2015 年，是国内直流充电桩模块领军企业之一，24 年在国内充电模块市占率达 16%，位居行业第二。创始人团队软硬件搭配技术实力雄厚，多年来保持高强度研发投入，截至 2024 年末，公司研发人员已达 293 人，占公司员工超过 50%，25H1 研发费用率高达 8.3%，引领充电模块产品不断迭代升级。公司出海较早，欧洲市场进展顺利，深度绑定 ABB 等海外头部客户。22-24 年公司营收分别为 9.88/13.76/14.97 亿元，跟随高功率快充需求快速增长。25 年受海外主要市场欧洲桩企需求疲软影响，增速有所放缓，25H1 实现营收 7.2 亿元，同比基本持平，归母净利润 1.1 亿元，同比-25%，展望 2026 年，我们预计公司有望重新回归增长轨道。国内市场稳增长、海外复苏保证主业确定性，新产品、新商业模式前瞻布局寻求突破。1) 国内市场，25H1 国内营收 5.86 亿元，同比+23%，毛利率 23.64%，同比-3.93pct，主要系质保费 24H2 起改计入营业成本、国内价格竞争激烈影响。公司引领充电模块向高功率、高效率方向发展，率先推出 60kW 和 80kW 高功率模块，卡位优势显著。电动重卡放量提高对大功率模块的需求，公司作为大功率模块的龙头企业，重卡充电市场有望体现出公司的技术 α 。展望全年，我们预计国内收入有望保持增长，毛利率受益于电动重卡需求的放量，有望有所修复。2) 海外市场，25H1 海外营收 1.37 亿元，同比-44%，毛利率 55%，同比+2.49pct，收入承压主要系欧洲市场需求较为疲软，我们认为 26 年欧洲充电桩需求将有所好转。从结构层面看，高压直流快充渗透率加速提升，公司凭借性价比和系统解决方案能力，向海外客户推广一体化解决方案，从模块到系统价值量有望带来超 3 倍的提升，客户降本+公司产品价值量提升，商业模式跑通发展潜力大，且盈利能力有望持续提升。展望 26 年，我们预计公司海外收入有望恢复快速增长。HVDC 趋势明确市场广阔，技术同源&积淀深厚&客户优质，有望快速切入赛道。全球 AIDC 资本开支高增长，驱动行业需求高景气，HVDC 方案效率、可靠性更高，有望成为下一代主流方案。HVDC 与直流充电桩同样采用 PFC+LLC 拓扑结构，部分电路设计通用，参数区间高度重合。公司 25 年开始全力布局 HVDC 电源业务，依托公司在高压直流快充模块领域积累的技术和产品经验，我们预计公司 26 年有望推出产品，叠加与 ABB 等海外 Tier 1 客户的渠道关系，有望在 27 年随海外 HVDC 需求爆发而充分受益，成为公司重要的第二增长曲线。盈利预测与投资评级：公司深度受益于新能源汽车充电设备直流化、高功率化的产业趋势。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润 2.04/3.15/5.07 亿元，同比-21%/+55%/+61%，对应现价 PE 分别为 48x、31x、19x。考虑到公司产品广受认可、研发底蕴深厚、提前布局储能充电等新兴应用场景，未来成长空间广阔，因此我们给与公司 26 年 40 倍 PE，对应股价 299.8 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：新能源汽车销量不及预期，全球化拓展不及预期，技术迭代与创新不及预期，竞争加剧。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：司鑫尧 证券分析师：许钧赫)

九丰能源 (605090)：拟投资建设新疆煤制气，上游布局优质气源

投资要点 事件：公司发布公告，拟投资建设新疆庆华二期工程项目（年产 40 亿方煤制天然气项目）。自有/自筹资金获新疆煤制气 20 亿方/年，实现上游自有气源布局。公司公告拟对外投资建设新疆煤制天然气项目，项目为新疆庆华年产 55 亿立方米煤制天然气示范项目二期工程（年产 40 亿方）。公司拟作为产业投资人，与新疆庆华、河南丝路共同投资建设新疆庆华二期工程项目（总投资 230.33 亿

元)。以项目总投资为限,投资方权益出资比例 30%,公司拟累计出资不超过 34.55 亿元(部分系统模块拟采用 BOT/BOO 外包,实际出资金额预计将低于 34.55 亿元)。项目建设周期预计为 24 个月至 36 个月,届时公司将持有二期工程项目 50%的权益(对应年产 20 亿方天然气)。公司实现上游自有气源布局,一体化布局推进。项目保障性强/可行性高,加速投资建设。从可行性和保障性来看,1)审批手续:庆华项目已获得国家发改委核准批复(明确“项目分两期建设”),环评、安评、选址、用地、用水等审批手续齐全,目前正积极推进二期工程项目环评、安全、水资源等论证/审查/评审工作,进展情况良好;2)项目用煤及用水:项目预计年耗用原煤 1,179.60 万吨,所需煤炭资源主要来源为伊宁矿区二号矿及七号矿,为项目提供了煤炭供应保障、锁定成本;预计年用水量约 2,231.6 万立方米,已获得相关取水许可,可满足本项目所需水量;3)管线布局:新疆庆华已建成长度约 43 公里的输气管线,二期工程项目可通过此管线将煤制天然气输入国家管网西气东输主干线管网,并覆盖管网沿线的客户需求;4)生产运营:庆华一期工程生产长期处于设计满负荷状态,技术与工艺日趋成熟,安全、技术、运营、管理等专业人才较为充足,为二期实施奠定基础。可研测算保守支撑项目盈利基础,我们预计实际投运业绩有望更高。煤制气项目盈利重点关注原料煤价、天然气终端售价、用水用电成本以及投资强度对应折旧成本。根据公司可研假设,原料煤(碎煤)采购价 285 元/吨,原料煤(末煤)采购价 140 元/吨,天然气售价 1.8-2.0 元/方。水价 6.42 元/吨,电价 0.54 元/千瓦时,对应项目年利润总额 14.8 亿元,所得税后全投资 IRR8.2%,资本金 IRR15.8%。考虑当前疆煤市场价格以及公司积极参与上游保供煤矿建设,用煤成本有望进一步下降,下游销售至终端客户,销售气价有望提升。同时,庆华二期 40 亿方项目单位投资仅为 5.75 元/方,项目盈利有望超预期。盈利预测与投资评级:我们维持公司 2025-2027 年归母净利润 15.6/18.0/21.3 亿元,对应 2025-2027 年 PE 14/12/10x (2025/9/29),积极拓展上游优质气源,布局一体化,维持“买入”评级。风险提示:气价剧烈波动,天然气需求不及预期,项目投产不及预期

(证券分析师:袁理 证券分析师:任逸轩)

安迪苏(600299):全球蛋氨酸行业龙头,特种产品蓬勃发展

投资要点 安迪苏是全球领先的动物营养添加剂生产企业。公司在全球各地设有分支机构,生产基地遍布欧洲、美国、中国和泰国,主要产品包括蛋氨酸、维生素、特种产品等动物营养添加剂,为动物饲料领域设计、生产、推广可持续的营养及健康解决方案。公司积极实施“双支柱”战略,成为蛋氨酸行业全球领导者,推进特种产品快速发展。

蛋氨酸行业高景气,公司是全球蛋氨酸龙头企业:1)蛋氨酸行业具有高壁垒+高景气的特点。高壁垒体现在:工艺复杂以及需要高资本金的投入。全球仅有少数几个厂商有能力安全、持续稳定地规模化生产蛋氨酸。高景气体现在:全球供给较为稳定,新增稳定供给蛋氨酸产能较少,而蛋氨酸的需求增速较快。供给端方面,根据我们统计,截至 2024 年底,全球蛋氨酸行业寡头垄断,CR4 超 80%。新增产能方面,后续仅安迪苏海外蛋氨酸工厂脱瓶颈项目带来小幅产能增长,以及将部分 2025 年定增资金用于在福建泉州扩建固体蛋氨酸(固蛋)产能。需求端方面,2024 年,全球蛋氨酸需求量约为 170 万吨,其中国内需求 45 万吨,主要系我国蛋氨酸在饲料添加里的渗透率提升。2)公司是全球蛋氨酸龙头。安迪苏是全球为数不多可以同时生产固体和液体蛋氨酸的生产商之一,以罗迪美品牌销售蛋氨酸。公

司在全球布局蛋氨酸生产基地，其中欧洲 3 个基地、中国 2 个基地（包括在建泉州基地）。截至 2025 年 6 月 30 日，公司在海外拥有液蛋产能 24 万吨，固蛋产能 8 万吨；在国内拥有液蛋产能 35 万吨，泉州在建固蛋产能 15 万吨（预计 2027 年投产）。特种产品作为公司第二大业务支柱，公司持续丰富产品矩阵：公司在特种产品领域布局多元，包含产品类达数百种，并且盈利能力强，2025H1 毛利率约 41%。公司积极推进特种产品业务：1）巩固现有产品（反刍包被氨基酸、酶制剂）的竞争优势，推进产品本地化建设，产品不断迭代升级；2）持续推出新产品，公司预计到 2026 年，特种产品业务收入的 20% 将来自新产品；3）陆续通过并购拓宽产品线，与公司自身业务形成互补，更有利于公司打造一体化解决方案。盈利预测与投资评级：基于公司所处行业景气情况以及公司自身的项目进展，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别 16、17、21 亿元，同比增速分别 29%、11%、20%，按 2025 年 9 月 26 日收盘价计算，对应 PE 为 16、15、12 倍。我们采用分部估值对公司进行了估值分析，梳理了功能性产品、特种产品的可比公司情况，得到公司 2025 年的合理估值区间为 276-291 亿元，2026 年的合理估值区间为 303-332 亿元，2025 年的合理估值区间为 356-403 亿元，公司当前估值存在低估。并且考虑到公司海外液蛋脱瓶颈项目&西班牙 Burgos 特种产品饲料添加剂项目&国内泉州固蛋项目&南京特种产品本地化产能建设有序推进，特种产品蓬勃发展，我们看好公司后续发展前景，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：宏观经济波动；市场竞争加剧；新产能投放不及预期；原材料价格波动；产品研发、技术升级换代的风险。

（证券分析师：陈淑娴 证券分析师：周少玟）

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>