

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-09-11

宏观策略

2025 年 09 月 11 日

海外周报 20250907: 9 月 FOMC 前看点: 非农校准与 8 月通胀

核心观点: 本周全面降温的美国就业数据令 9 月降息几无悬念, 降息交易带动美债收益率降至 4 月以来的低位。而叠加欧元区财政担忧引发的国债市场动荡, 黄金价格在本周迎来两轮大涨, 突破 3600 美元/盎司关口、再创新高。下周关注美国非农就业数据年度校准, 以及 8 月 PPI、CPI 数据, 二者将决定 9 月 FOMC 会议的基调, 即 9 月降息幅度以及点阵图指引的年内降息空间。基准情形下, 预计 9 月降息 25bps, 点阵图指引全年额外 1-2 次降息。但近期密集的就业与通胀数据令市场波动性加大, 全年降息预期仍存在调整空间。

宏观量化经济指数周报 20250907: 主要城市商品房成交延续改善

预计 8 月新增贷款或延续同比少增、社融增速或小幅回落

宏观点评 20250906: 9 月 FOMC 前的主角团——2025 年 8 月美国非农就业数据点评

核心观点: 8 月美国新增非农 2.2 万, 较预期的 7.5 万偏离-2.68x 标准差, 前值由 7.3 万上修至 7.9 万, 前两月累计下修 2.1 万。本次修正后的 6 月新增非农由初值的 14.7 万下调至-1.3 万, 为 2021 年以来首次转负。失业率 4.324%, 预期 4.3%, 前值 4.248%。结合多个数据, 我们认为当前美国劳务需求延续有序走弱, 同时保持供需双弱的畸形平衡, 这导致非农新增就业的走弱程度较失业率的走高程度更加明显。8 月非农数据作为 9 月 FOMC 会议前的主角团之一已经亮相, 剩余三位(9 月 9 日的非农初值校准、9 月 10 日的 PPI、9 月 11 日的 CPI) 的表演将决定 9 月 FOMC 会议将转向更鸽派(9 月降息 50bps) 还是更鹰派(9 月降息 25bps, 但点阵图指引鹰派)。向前看, 未来两周市场仍然处于数据密度更大、质量更差的宏观环境中, 建议关注处于低位的 VIX 和过于乐观且可能回落的降息预期。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。

宏观点评 20250902: 每周宏观经济和资产配置研判——20250902

关注反内卷和四中全会带来的国内经济政策变化。

固收金工

固收点评 20250906: 绿色债券周度数据跟踪 (20250901-20250905)

一级市场发行情况: 本周 (20250901-20250905) 银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 19 只, 合计发行规模约 87.67 亿元, 较上周增加 16.51 亿元。二级市场成交情况: 本周 (20250901-20250905) 绿色债券周成交额合计 482 亿元, 较上周减少 40 亿元。

固收周报 20250907: 从股债性价比角度看债市点位

本周股市大幅回调, 但债券收益率的下行幅度相对有限, 印证上周提到的“股债跷跷板”不对称性。股市和债市间的联动关系, 仍将是今年的重要主线。在此, 我们应用 ERP 指标来衡量股债性价比, 计算方法为 (1/沪深 300 市盈率-10 年期国债收益率)。截至 2025 年 9 月 4 日, ERP 指标处

晨会编辑 张良卫

执业证书: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

于 2015 年以来的 0-1 倍标准差内，且处于下行趋势中。2015 年以来，ERP 从该位置逐步回落到中枢的过程中，10Y 国债收益率表现均为上行，但上行幅度不一。2016 年 9-12 月约为 70bp，2019 年 2-3 月约为 10bp，2020 年 6-7 月约为 20bp，2022 年 12 月-2023 年 2 月约为 10bp。若后续 ERP 持续下探至-2 倍标准差，则表明股市情绪更加火热，10Y 国债收益率的上行幅度更大。鉴于当前对“反内卷”政策效果存在分歧，我们预计 ERP 趋向于仅仅回落至中枢值，10Y 国债收益率的上行幅度将较为温和，顶部或是 1.85%。

固收周报 20250906：转债市场迎来新能源标的配置窗口

本周（0901 - 0905）海外方面同美国实债收益率负相关的黄金上涨显著，由于潜在降息预期将拉低名义利率并抬高通胀预期，我们认为黄金在当前具有较强的配置价值，叠加联储独立性潜在被削弱及在能源交易市场美元地位边际弱化等叙事，黄金市场或正迎来一场“完美风暴”。上周同期，美债收益率曲线接近平行下移，未见明显趋陡变化，目前期限利差约 50 - 60bp，我们认为当前短端胜率更大、长端赔率更大，后市长端更高的波动性叠加长久期或成配置的胜负手。

固收点评 20250906：二级资本债周度数据跟踪（20250901-20250905）

一级市场发行情况：本周（20250901-20250905）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（20250901-20250905）二级资本债周成交量合计约 1469 亿元，较上周减少 113 亿元。

固收深度报告 20250902：银行“缩表”的深度发掘：国内商业银行为什么不缩表？

原因一：经济增速下滑期间，缩表将加剧经济下行；原因二：2023 年以来央行货币政策取向偏宽松，流动性充裕，降低缩表的必要性；原因三：商业银行以国有资本为主，缩表可能违背政府关于金融服务实体经济的呼吁；原因四：监管助力商业银行关键指标持续处于合格线以上，故信用风险短暂上升仍留有安全垫；国内外局势遭遇逆风，部分中小银行存在缩表可能，但全行业缩表概率较低。风险提示：国内外经济局势调整超预期；主体违约概率抬升超预期；央行货币政策转向或监管要求变化超预期。

固收深度报告 20250901：利率周期与财富转型：美国居民资产配置的重构—低利率时代系列（九）

20 世纪 70 年代末以来，美国货币政策与居民财富配置的互动，构成了理解美国经济金融变迁的关键线索。本研究以联邦基金利率的转折性变化为分界点，追溯 1979 年至今美国居民财富配置的演进轨迹，解析不同利率环境下资产配置选择的变迁。回顾 50 年变迁，美国利率政策呈现出大开大合的特点，美国居民资产配置呈现出“利率主导、风险轮动”的鲜明轨迹。整体而言非金融资产占比下行，房产独大格局弱化；金融资产内部呈现“权益类崛起，现金类潮汐”特征。在加息周期，居民资产配置呈现高利率主导配置逻辑，资产呈现防御性调整与结构性分化。在降息周期，低利率驱动收益再平衡，风险资产成配置核心。不同利率环境下，美国居民财富配置经验对我国有何启示？通过分析美国居民在不同利率环境下的财富配置选择，能够获得对我国有益的启示。其一，房地产分化加剧，需警惕系统性风险。其二，金融资产配置潜力巨大，但需防范波动风险。其三，提升社会保障水平，增强居民对未来财富积累的信心。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

行业

电子行业点评报告：百万 Token 时代来临，Rubin CPX 重塑推理架构与产业链

Rubin CPX 切入百万 Token 痛点，重塑推理架构基础；上下文与生成任务分工，实现算力利用率与效率提升；Rubin CPX 30PFLOPS，机架 8EFLOPS 算力，2026 年落地路径明确。海外算力链受益加速，长上下文推理带来新增长动能。

新能源行业 25H1 财务报告总结：逆变器持续增长，风电排产高增，光伏主链分化、辅链持续承压

重点推荐：【1】高景气度方向：逆变器及支架（阳光电源、德业股份、海博思创、锦浪科技、艾罗能源、固德威、禾迈股份、上能电气、中信博、盛弘股份、通润装备、昱能科技、科华数据等）；【2】供给侧改革受益、成本优势明显的硅料龙头（通威股份、协鑫科技、关注大全能源、弘元绿能）及渠道优势强的组件龙头（隆基绿能、阿特斯、晶澳科技、晶科能源、天合光能、横店东磁等）和优势辅材龙头（福斯特、福莱特）等；【3】新技术龙头：（钧达股份、爱旭股份、博迁新材、聚和材料、帝科股份等，关注美畅股份）。【4】海风：东方电缆、大金重工、海力风电、天顺风能，建议关注中天科技等；陆风：金风科技、三一重能、明阳智能，建议关注运达股份等。

券商 IT&互联网金融 2025H1 综述-- 市场活跃抬升业绩，科技驱动差异竞争

投资建议：当前板块基本面及估值均处于低位，具有显著的配置价值。我们认为伴随政策发力，经济企稳，券商数字化转型需求持续加速，金融科技市场逐步进入上行通道。中短期来看，资本市场的活跃度仍然是最大的支撑因素，我们看好政策的持续性及政策落地效果。长期来看，宏观环境的稳中向好，以及资本市场改革深化将推动证券科技及券商 IT 行业 ROE 中枢稳步抬升，板块长期投资价值逐渐凸显；我们推荐【同花顺】、【东方财富】、【恒生电子】三家龙头公司及弹性标的【九方智投控股】、【指南针】，建议关注【顶点软件】、【财富趋势】。风险提示：宏观经济波动影响；资本市场监管趋严；行业竞争加剧；金融风险传导；法律和合规风险；技术风险。

推荐个股及其他点评

联邦制药（03933.HK）：创新研发能力已被验证，代谢管线全面推进

投资要点 事件：8 月 28 日，公司发布中报，2025H1 实现收入 75.19 亿元（+4.8%，括号内为同比，下同），实现净利润 18.94 亿元（+27.02%）。扣除 UBT251 首付款后约实现净利润 7.9 亿元，业绩符合我们预期。 抗生素需求影响主业利润，高基数影响下利空出尽。2025H1 中间体实现收入 10.1 亿元（-23.1%），分部溢利 6.35 亿元（-41%），原料药实现收入 25.3 亿元（-27%），分部溢利 2.51 亿元（-52%）。流感发病率自 2024 年开始恢复至公共卫生事件前常态。因此 6APA、阿莫西林等原料药和中间体需求自 2024 年下半年起大幅下滑，2025 年上半年公司主业下滑已在预期之内。2025H1 是最后一个受高基数影响的半年，同比影响基本消除。 创新研发能力已被验证，后备管线丰富。UBT251 成功授权诺和诺德，诺和

诺德作为 GLP-1 领域的两大巨头之一,与联邦的 BD 交易体现出 UBT251 临床效果上有望赶超礼来 Retatrutide 的潜力,同时诺和诺德的存在也保障了海外临床的高效推进与上市后销售的推广的速度,我们预计 UBT251 国内销售峰值有望达 43 亿元。UBT48128 为礼来 orforglipron 架构,临床前数据展现优效潜力。据公司投关材料,在饮食诱导肥胖 hGLP-1R 小鼠中,四周 10mg/kg 剂量给药的 UBT48128 对比 Oforglipron,分别实现减重 32.7%和 24.9%,p 值小于 0.001,具有显著性。UBT48128 预计 2026 年提交中美 IND 申请,具备出海潜力。UBT37034 靶向神经肽 Y2 受体,超重/肥胖适应症已取得美国 1 期临床批件。盈利预测与投资评级:我们维持原有预测,预计公司 2025-2027 营业收入为 138.6/150.0/162.6 亿元,同比增速为 0.7%/8.2%/8.4%;归母净利润分别为 31.1/31.0/33.8 亿元,同比增速为 17.0%/-0.3%/9.1%;对应 PE 分别为 10/10/9 倍。基于公司 1) UBT251 研发进展顺利,UBT48128、UBT37034 等在研管线布局丰富;2) 胰岛素制剂放量超预期;3) 抗生素原料药和中间体价格趋稳,维持“买入”评级。风险提示:研发进度不及预期风险、制剂集采风险、原料药需求不及预期风险。

福斯特 (603806): 2025 年中报点评: 胶膜盈利持续稳健, 电子材料增长迅速

盈利预测与投资评级: 我们基本维持预计公司 25-27 年归母净利润为 16/22/30 亿元,同增 25%/37%/32%,对应 PE 为 26/19/14 倍,给予 26 年 PE25x,对应目标价 21.3 元,维持“买入”评级。

宏观策略

海外周报 20250907: 9 月 FOMC 前看点: 非农校准与 8 月通胀

核心观点: 本周全面降温的美国就业数据令 9 月降息几无悬念, 降息交易带动美债收益率降至 4 月以来的低位。而叠加欧元区财政担忧引发的国债市场动荡, 黄金价格在本周迎来两轮大涨, 突破 3600 美元/盎司关口、再创新高。下周关注美国非农就业数据年度校准, 以及 8 月 PPI、CPI 数据, 二者将决定 9 月 FOMC 会议的基调, 即 9 月降息幅度以及点阵图指引的年内降息空间。基准情形下, 预计 9 月降息 25bps, 点阵图指引全年额外 1-2 次降息。但近期密集的就业与通胀数据令市场波动性加大, 全年降息预期仍存在调整空间。

大类资产: 财政担忧、避险情绪与降息预期推动黄金大涨、再创新高; 降息交易令美债收益率大跌。本周, 先后受欧洲国债市场动荡、美联储降息交易两股因素拉动, 伦敦现货黄金突破 3600 美元/盎司关口, 再创新高。前半周, 对政局和财政前景的担忧引致英债收益率飙升, 30 年期英国国债收益率创 1998 年以来新高, 英镑单日贬值逾 1%; 避险情绪的蔓延令法、德等欧元区多国国债收益率飙升, 黄金大涨。与此同时, 本周陆续公布的美国就业数据普遍降温, 周五非农就业再度遇冷, 令市场完全定价 9 月降息, 并推动黄金上涨、美元与美债收益率大跌; 美股则受大幅走弱的非农数据影响, 先因“坏消息是好消息(非农差→降息→软着陆)”而高开, 随后切换至“坏消息是坏消息(非农差→降息→仍不能缓解经济压力)”并下跌。全周(9 月 1 日至 9 月 5 日)来看, 10 年期美债利率降 15.4bps 至 4.07%, 2 年期美债利率降 10.8bps 至 3.51%, 均为 4 月以来新低; 标普 500、纳斯达克指数分别收涨 0.3%、1.1%; 现货黄金价格大涨 4% 至 3586.7 美元/盎司。

海外经济: 美国就业供需双弱、全面降温, 9 月降息几无悬念。本周公布的美国景气数据喜忧参半, 就业数据则进一步降温。景气指数方面, 8 月美国 ISM 制造业 PMI 录得 48.7, 略逊于预期的 49, 好于前值的 48; 其中, 新订单指数升至 51.4, 前值 47.1; 价格指数降至 63.7, 前值 64.8。ISM 服务业 PMI 升至 52, 预期 51, 前值 50.1; 其中, 新订单升至 56, 前值 50.3。就业数据方面, 本周公布的周度首申失业金、职位空缺、ADP 就业数据均差于预期, 周五公布的非农就业数据更是进一步走弱: 8 月新增非农 2.2 万, 预期 7.5 万, 前两月累计下修 2.1 万, 修正后的 6 月新增非农由初值的 14.7 万下调至 -1.3 万, 为 2021 年以来首次转负。失业率 4.324%, 预期 4.3%, 前值 4.248%。且从数据结构来看, 行业结构、3 个月均趋势、扩散指数等均走弱, 鲍威尔所称“就业的下行风险”突显。而劳务市场供需双弱的局面导致非农的走弱程度较失业率的走高程度更明显。总量方面, 截至 9 月 4 日, 亚特兰大联储 GDPNow 模型对 25Q3 美国 GDP 最新预测值为 +3.0%; 截至 9 月 5 日, 纽约联储 Nowcast 模型对 25Q3 美国 GDP 预测值为 +2.1%。

非农年度校准与 8 月 CPI 前瞻: 就业与通胀的变数将决定 9 月 FOMC 会议基调。就业数据方面, 北京时间 9 月 9 日 22 点, BLS 将根据当日公布的 25Q1 美国季度就业与薪资普查数据(QCEW)对非农数据进行年度初步校准, 然后将在 2026 年 2 月进行最终校准。QCEW 中的失业税收记录为普查数据, 覆盖 97% 的企业, 相较于月度的非农问卷调查覆盖面更广、客观性更高。2024 年 8 月, BLS 将 2024 年 3 月的非农总就业人数下修 81.8 万, 为 1979 年以来第二大下修, 一定程度上促成了 2024 年 9 月美联储 50bps 的降息。根据已公布的 24Q2-24Q4 的 QCEW 数据, 非农或被高估 85.7 万, 而考虑到一季度 QCEW 数据

一般会有所改善，预期 50 万以上的下修幅度可能令市场加码押注就业的疲软。通胀数据方面，北京时间 9 月 10 日 20:30，BLS 将公布美国 8 月 PPI 数据。7 月大超预期的美国 PPI 曾一度令关税对通胀的上行风险再度引发市场关注，而此次 PPI 数据在 CPI 数据之前公布，将给 8 月 CPI 数据一定的指引。9 月 11 日 20:30，BLS 将公布美国 8 月 CPI 数据。①当前彭博分析师一致预期 8 月 CPI/核心 CPI 环比+0.3%，前值+0.2%/+0.3%，同比+2.9%/+3.1%，前值+2.7%/+3.1%；②美联储 Inflation Nowcasting 预测 8 月 CPI/核心 CPI 环比+0.3%/+0.25%，同比+2.84%/+3.05%；③交易员预期 8 月 CPI 同比+2.9%，环比+0.31%。整体来看，市场各方预期 8 月核心 CPI 环比保持在+0.3%左右的温和但仍有黏性的路径，即认为关税对核心 CPI 的影响将逐步显现、但幅度相对温和。向前看，根据论文<Tracking the Short-Run Price Impact of U.S. Tariffs>截至 8 月 31 日的数据，高频数据显示自 8 月 20 日以来，美国商品价格经历了一次性的显著下行，近期仅略有反弹。综合来看，考虑到特朗普的“对等关税 2.0”于 8 月 7 日起开始生效，8 月进口商品价格对核心商品通胀的影响预计将进一步显现；而另一方面，美国就业数据的进一步走弱显示国内需求延续下行，对工资通胀乃至服务通胀也施加了下行压力，一定程度上或可对冲关税对核心通胀的上行影响。对于市场策略而言，由于全年降息预期接近 3 次、已较为乐观，这意味着通胀超预期的风险大于通胀不及预期的风险。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）

宏观量化经济指数周报 20250907：主要城市商品房成交延续改善

观点 周度 ECI 指数：从周度数据来看，截至 2025 年 9 月 7 日，本周 ECI 供给指数为 50.03%，较上周回落 0.02 个百分点；ECI 需求指数为 49.90%，较上周持平。从分项来看，ECI 投资指数为 49.90%，较上周持平；ECI 消费指数为 49.71%，较上周回落 0.02 个百分点；ECI 出口指数为 50.21%，较上周环比回升 0.01 个百分点。月度 ECI 指数：从 9 月第一周的高频数据来看，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 49.90%，较 8 月回升 0.01 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 49.90%，较 8 月回落 0.01 个百分点；ECI 消费指数为 49.71%，较 8 月回升 0.01 个百分点；ECI 出口指数为 50.21%，较 8 月回升 0.01 个百分点。从 ECI 指数来看，9 月初经济保持较为平稳的运行态势，“反内卷”对工业生产的扰动仍主要体现在中下游行业，汽车和化工相关开工率环比和同比增速均有所下行。需求端整体变化不大，随着暑期结束居民出行数据有所回落，而补贴资金的逐步到位使得汽车等在内的商品销售有所回暖。出口方面，监测港口货物吞吐量等高频数据仍强，海运价格指数也边际企稳，指向外需仍是当前经济增长的较强支撑力。地产方面，9 月 5 日深圳发布《关于进一步优化调整本市房地产政策措施的通知》，至此北京、上海和深圳均已出台地产新政，适度放开“限购”，或推动地产销售逐步回稳。从高频数据来看，截止前 9 月前 6 日 30 大中城市商品房成交面积已同比转正，有望继 8 月降幅收窄后继续改善。ELI 指数：截至 2025 年 9 月 7 日，本周 ELI 指数为-0.68%，较上周回升 0.01 个百分点。预计 8 月新增贷款或延续同比少增、社融增速或小幅回落。作为季初月和季末月的过渡期，8 月份新增贷款或继续处于季节性“大月”之前的低景气阶段，2025 年 1 月至 7 月份合计新增贷款规模占全年的比例已经达到 75%，远远高于 2016 年至 2024 年同期均值 66%，也高

于 2023 年同期比例 71%，新增贷款靠前发力和季节性发力的特点较为明显。预计 2025 年 8 月新增贷款或小幅同比少增，并且由于政府债融资同比回落，社融增速或出现小幅回落，具体来看：（1）8 月票据利率稳中有降，从国股银票转贴现利率看，8 月份不同期限票据贴现利率月度均值小幅回落，3 个月期票据利率均值环比回落 12bps 至 0.98%，6 个月期票据利率均值环比回落 13bps 至 0.67%，同期同业存单利率仅在 ± 0.1 个百分点的幅度内波动，表明 8 月尽管仍有“票据冲量”的诉求，但是先比 7 月份或边际降温，预计 8 月份新增人民币贷款 8,000-8,500 亿元，相比去年同期小幅同比少增 1,000-500 亿元，若考虑到过去 5 年非银贷款季节性缩量约 1,000 亿元左右，那么 8 月份社融口径新增贷款或高于金融口径贷款，社融口径新增贷款或达到 9,000 亿元；（2）8 月份政府债券融资较同期回落，根据 Wind 统计数据显示，8 月份包括国债和地方政府债在内的政府净融资 1.33 万亿，相比去年同期政府债融资同比少增 0.51 万亿，因政府债融资同比少增，预计 8 月社会融资规模新增 2.5 万亿，较去年同期少增约 0.5 万亿，预计 2025 年 8 月末社融增速或环比回落至 8.8%，经过 7 月份由于政府债发行节奏错位引起的贷款和社融增速分化之后，预计 8 月至 9 月两者将趋于一致。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）

宏观点评 20250906：9 月 FOMC 前的主角团——2025 年 8 月美国非农就业数据点评

核心观点：8 月美国新增非农 2.2 万，较预期的 7.5 万偏离 -2.68x 标准差，前值由 7.3 万上修至 7.9 万，前两月累计下修 2.1 万。本次修正后的 6 月新增非农由初值的 14.7 万下调至 -1.3 万，为 2021 年以来首次转负。失业率 4.324%，预期 4.3%，前值 4.248%。结合多个数据，我们认为当前美国劳务需求延续有序走弱，同时保持供需双弱的畸形平衡，这导致非农新增就业的走弱程度较失业率的走高程度更加明显。8 月非农数据作为 9 月 FOMC 会议前的主角团之一已经亮相，剩余三位（9 月 9 日的非农初值校准、9 月 10 日的 PPI、9 月 11 日的 CPI）的表演将决定 9 月 FOMC 会议将转向更鸽派（9 月降息 50bps）还是更鹰派（9 月降息 25bps，但点阵图指引鹰派）。向前看，未来两周市场仍然处于数据密度更大、质量更差的宏观环境中，建议关注处于低位的 VIX 和过于乐观且可能回落的降息预期。8 月非农：大幅不及预期，市场风格由降息交易切换至衰退交易。8 月美国新增非农 2.2 万，较预期的 7.5 万偏离 -2.68x 标准差，前值由 7.3 万上修至 7.9 万，前两月累计下修 2.1 万。本次修正后的 6 月新增非农由初值的 14.7 万下调至 -1.3 万，为 2021 年以来首次转负。失业率 4.324%，预期 4.3%，前值 4.248%。劳动参与率 62.33%，预期 62.2%，前值 62.22%。时薪 0.27%，预期 0.3%，前值 0.33%。非农就业数据发布后，市场交易“坏消息是好消息（非农差→降息→软着陆）”，美元指数与美债利率下跌，黄金、美股和美铜价格上涨。随后市场交易逻辑切换至“坏消息是坏消息（非农差→降息→仍不能缓解经济压力）”，美股与美铜价格转跌，其余大类资产震荡。截至最新，交易员预期美联储 9 月降息 1.1 次，全年降息 2.9 次。供需结构：劳务市场维持供需双弱的“畸形平衡”。仅从 CES 机构调查的非农就业来看，当前美国劳务需求确实很弱：① 6 月非农新增就业人数在本次下修为负数，且除了教育医保与政府外的其余一级行业就业全部负增长；② 平滑后的三个月均新增非农就业人数录得 2.9 万，虽较前值的 2.8 万边际改善，但前值是 2020 年 7 月

以来最差，若剔除疫情时期则本次数据为 2010 年 10 月以来最差；③一年期就业扩散指数录得 58.4，前值 58.2，即与一年前相比，只有 58.4% 的企业在扩招，是非衰退时期的最低区间。一个月期就业扩散指数录得 49.6，较前值的 48 边际改善，但低于荣枯线且同样处于非衰退时期的最低区间。结合多个数据，我们认为劳务需求延续有序走弱，同时保持供需双弱的畸形平衡：①刻画劳务市场均衡的供需缺口转负，8 月跌至 -20.3 万，为 2021 年 5 月以来首次，背后是劳务供给与需求的双弱所致；②劳务供给在提前退休与驱赶非法移民的影响下仍然边际走弱，55 岁以上群体劳动参与率较疫情前仍低出 2.2%，外国出生劳动力从 3372 万回落至 3323 万；③劳务需求在前期 DOGE、关税冲击与持续高利率限制环境下延续有序走弱，8 月非农总就业的同比增速录得 0.93%，保持有序下行的趋势。而供需双弱、相对平衡的劳务市场则导致非农的走弱程度较失业率的走高程度更加明显。货币政策：9 月 FOMC 前还有三个重要数据将决定美联储更加鸽派还是鹰派。9 月 FOMC 会议前的主角团已亮相一位，剩余三位（9 月 9 日的非农初值校准、9 月 10 日的 PPI、9 月 11 日的 CPI）的表演将决定 9 月 FOMC 会议将转向更鸽派（9 月降息 50bps）还是更鹰派（9 月降息 25bps，但点阵图指引鹰派）。我们认为当前基准情景下，9 月 FOMC 会议上美联储将降息 25bps，点阵图指引全年额外 1-2 次降息，与市场预期大致相符，对应中规中矩的增长与通胀数据组合。但同时需要警惕可能出现的风险情形。风险情景 A：衰退交易。非农校准出现 70-100 万的大幅下修，引发对增长的更大担忧，且通胀略不及预期，则美联储将重复去年的 9 月 50bps，Q4 连续两个 25bps 的降息路径。风险情景 B：鹰派降息。非农校准温和，但通胀超预期，尤其是反映关税的贸易服务 PPI 与反映通胀趋势的核心 CPI，则美联储为回应弱非农将降息 25bps，但为回应高通胀，点阵图或指引今年不再降息。此情景下，全年 3 次的降息预期将面临显著回调风险。交易策略：数据密度较大且难以预测，关注做多 VIX 和做空降息交易。未来两周市场仍然处于数据密度更大、质量更差的宏观环境中，判断数据无异于赌博，因此我们需关注两个交易：① VIX < 11.66（历史 -1x 标准差）时做多，同时在 20、40、60 三个水平设置止盈条件单，主要用于应对更大的数据不确定性与市场波动率，缓解仓位压力；② 我们仍然倾向于全年近 3 次的降息预期过于乐观。如果真降息 3 次，则美债利率对应的额外下行幅度也仅有 3bps，而任何不及 3 次的降息都意味着美债利率将再度上行（全年 2 次降息对应美债利率 22bps 的上行，美元指数触及 100），叠加近期 ONRRP 接近耗尽，美股 9 月多跌的日历效应和长端美债长期难压缩的期限溢价，建议关注逢跌买入美股和 2 年期美债，逢高做空 30 年期美债的交易策略。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）

宏观点评 20250902：每周宏观经济和资产配置研判—20250902

国内宏观观点：6-7 月内需连续走弱，预计下半年经济小幅承压的趋势不会改变，但全年 5% 目标仍能顺利实现。国内经济关注 4 方面风险的演变：一是出口何时转负，目前看 8 月高频数据显示出口仍然强韧，新对等关税落地并未对我国出口造成明显扰动；二是消费同比增速承压，9-12 月以旧换新高基数下，消费同比增速压力可能比 6-7 月更大；三是房地产投资累计同比增速逐月小幅扩大降幅的趋势没有改变，下半年对经济的影响会大于上半年；四是基建和制

制造业投资增速放缓风险。但在 4 方面风险下，经济仍有一定支撑：一是 5000 亿政策性金融工具待出台，二是生育补贴和消费贷贴息等政策将在下半年集中生效，三是餐饮同比增速预计逐月回升。整体来看，上半年 5.3% 的高增长给下半年留出了充足空间，全年 5% 目标无虞，稳增长政策在年内或难加码，关注反内卷和四中全会带来的国内经济政策变化。海外宏观观点：9 月 5 日到 16 日美国将有密集的经济数据公布。不同于往年，今年 9 月公布美国经济数据的两个鲜明特征：①密度更大，除了非农与 CPI，以往不太受关注的美国 PPI、非农年度初值校准在本次也需格外关注；②由于数据质量不断下降，我们预期 9 月数据大幅偏离预期的概率将增大。参考过去 30 年季节性，9 月是美国回报率最差的月份，同时伴随着非常高的波动率。

策略上，我们建议：①做多 VIX；②美国经济仍有韧性，美股回调即加仓机会；③美股波动可能外溢至 AH 股，关注潜在风险。权益市场观点：

大势：市场本周经历 4 月 7 日以来较大幅度的调整，前期调整较少，短期资金存在止盈需求，调整相对较为健康。在进一步看到增量资金到来之前，市场已经形成了结构性牛市的氛围，突破整数关口附近可能会有波折，但调整的时间预计不会太久，场外资金承接力度较强，仍然看好结构性慢牛趋势。产业层面利好持续释放，汇率下行吸引资金持续流入市场，海外降息概率提升，流动性驱动的市场上行趋势有望持续，但斜率可能适当放缓。

资金：交易型外资在汇率持续下行过程中加速布局，长期配置型外资关注度提升。ETF 配置资金和两融余额持续增长，保险资金举牌加速，但散户、基金申购和存款向股市搬家现象暂不明显，成交额持续维持在 2.5 万亿附近，市场仍然以结构化牛市的趋势演进。

风格：7 月中旬银行板块见顶后，8 月微盘在市场快速涨势下的空头保护作用失效，微盘涨势告一段落，市场风格从“哑铃”向大盘切换。

行业风格：TMT+金融形成新的主线。市场情绪仍然偏强，在市场情绪持续向好、增量资金持续入场和科技产业创新持续突破的背景下，市场风格大概率沿着长线资金偏好的科技板块内部轮动（硬软轮换、国产海外轮换）和金融板块预期业绩提升的方向（券商、金融科技）布局，低位板块消费、地产、周期跟随指数补涨反弹为副线和主题的趋势。

债券市场观点 曲线形态或分“三步走”。随着资金对股票市场回调的分歧加大，以及 8 月份利率期限利差因“股债跷跷板”显著走扩，近期利率来到修复性做多的窗口期，并由短端利率下行带动曲线形态陡峭化，我们认为未来利率曲线形态或呈“三步走”：

（1）关注货币政策在 9 月至 10 月的信号引导，若货币政策层面有确切性的利好，短端利率下行的态势被确认，较陡的曲线将为长端利率提供做多的安全边际，关注 9 月至 10 月降息预期或重启国债买卖预期发展；

（2）若市场的宽松预期落空，短端利率或重新面临抬升压力，并依次传导到长端利率，10 年期利率或再度开始挑战 1.80% 以上、30 年期利率或拉高至 2.10% 上方；

（3）若宽松预期得以兑现，短端利率稳定或将推动“牛陡”向“牛平”演化，基于当前 > 40bp 的期限利差将吸引资金做多长端利率，10 年期利率重回 1.70% 左右。从股市与利率的联动性来看，尽管当前资金预期股市回调而做多利率债进行对冲，但是股市回调后恢复上涨或继续施压债券。当前 10 年期利率应重点关注 8 月 18 日跳空缺口，预计短期 1.80% 仍有较强的阻力，而下破 1.75% 还需要更多利多信号确认。

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

固收点评 20250906：绿色债券周度数据跟踪（20250901-20250905）

观点 一级市场发行情况： 本周（20250901-20250905）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 19 只，合计发行规模约 87.67 亿元，较上周增加 16.51 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、中外合资企业、央企子公司；主体评级多为 AAA、AA+ 级；发行人地域为福建省、湖北省、广东省、重庆市、新疆维吾尔自治区、江苏省、上海市、天津市、浙江省；发行债券种类为超短期融资券、商业银行普通债、交易商协会 ABN、企业 ABS、中期票据、私募公司债。 二级市场成交情况： 本周（20250901-20250905）绿色债券周成交额合计 482 亿元，较上周减少 40 亿元。分债券种类来看，成交量前三为非金公司信用债、金融机构债和利率债，分别为 261 亿元、158 亿元和 43 亿元；分发行期限来看，3Y 以下绿色债券成交量最高，占比约 79.41%，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、房地产，分别为 179 亿元、117 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 145 亿元、53 亿元和 51 亿元。 估值偏离度前三十位个券情况： 本周（20250901-20250905）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 25 水能 G1（-0.6462%）、21 临川绿色债 02（-0.5684%）、22 富源绿色债 02（-0.5051%），其余折价率均在 -0.50% 以内。主体行业以金融、公用事业、建筑为主，中债隐含评级以 AA+、AAA-、AAA+ 评级为主，地域分布以北京市、山东省、广东省居多。 溢价个券方面，溢价率前四的个券为 G22 大足 1（2.0199%）、GC 天轨 02（1.1265%）、24 康富租赁 MTN004（碳中和债）（0.4752%）、19 广东债 03（0.3835%），其余溢价率均在 0.35% 以内。主体行业以金融、交运设备、建筑为主，中债隐含评级以 AA+、AA、AAA- 评级为主，地域分布以广东省、天津市、江西省、福建省居多。 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）

固收周报 20250907：从股债性价比角度看债市点位

观点 9 月以来，股市出现震荡回调，债券收益率略受益于“股债跷跷板”效应而下行，但并不明显，如何评估股债性价比？本周（2025.9.1-2025.9.5），10 年期国债活跃券收益率从上周五的 1.78% 下行 1.25bp 至 1.7675%。周度复盘：周一（9.1），受上周五证监会主席吴清“持续巩固资本市场回稳向好势头”影响，开盘利率有所上行，随后资金面均衡偏松带动利率下行。午后，国债期货涨势明显，带动现券利率下行，全天 10 年期国债活跃券收益率下行 1.15bp。周二（9.2），央行月初延续净投放，利率小幅震荡。午后对于央行公开市场买入国债的预期再度发酵，利率有所下行，全天 10 年期国债活跃券收益率下行 0.1bp。周三（9.3），股市明显下跌，受“股债跷跷板”情绪推动，利率一路下行，10 年期国债活跃券收益率跌破 1.7%，全天 10 年期国债活跃券收益率下行 2bp。周四（9.4），前一日晚间发布财政部与中国人民银行联合工作组召开第二次组长会议的新闻，会中就央行国债买卖操作进行探讨。市场对重启买入国债的利好定价，利率下行。尾盘股票跌幅收窄，加之债券市场止盈情绪高涨，利率转而上行，全天 10 年期国债活跃券收益率上行 0.6bp。周五（9.5），受股市修复上涨和 30 年期国债续发影响，利率全天震荡上行，全天 10 年期国债活跃券收益率上行

1.4bp。周度思考：本周股市大幅回调，但债券收益率的下行幅度相对有限，印证上周提到的“股债跷跷板”不对称性。股市和债市间的联动关系，仍将是今年的重要主线。在此，我们应用 ERP 指标来衡量股债性价比，计算方法为 $(1/\text{沪深 300 市盈率} - 10 \text{ 年期国债收益率})$ 。截至 2025 年 9 月 4 日，ERP 指标处于 2015 年以来的 0-1 倍标准差内，且处于下行趋势中。2015 年以来，ERP 从该位置逐步回落到中枢的过程中，10Y 国债收益率表现均为上行，但上行幅度不一。2016 年 9-12 月约为 70bp，2019 年 2-3 月约为 10bp，2020 年 6-7 月约为 20bp，2022 年 12 月-2023 年 2 月约为 10bp。若后续 ERP 持续下探至 -2 倍标准差，则表明股市情绪更加火热，10Y 国债收益率的上行幅度更大。鉴于当前对“反内卷”政策效果存在分歧，我们预计 ERP 趋向于仅仅回落至中枢值，10Y 国债收益率的上行幅度将较为温和，顶部或是 1.85%。

美国 2025 年 8 月 ISM PMI 指数、非农就业、ADP 就业、失业金申领人数等一系列数据公布，后市美债收益率如何变化？上周（0901—0905）海外方面同美国实债收益率负相关的黄金上涨显著，由于潜在降息预期将拉低名义利率并抬高通胀预期，我们认为黄金在当前具有较强的配置价值，叠加联储独立性潜在被削弱及在能源交易市场美元地位边际弱化等叙事，黄金市场或正迎来一场“完美风暴”。上周同期，美债收益率曲线接近平行下移，未见明显趋陡变化，目前期限利差约 50—60bp，我们认为当前短端胜率更大、长端赔率更大，后市长端更高的波动性叠加长久期或成配置的胜负手。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 ISM 制造业 PMI 连续六个月收缩，服务业 PMI 创半年以来最快扩张，超出市场预期。9 月 4 日公布的美国 8 月 ISM PMI 指数数据显示，ISM 制造业指数 48.7，预期 49，前值 48.50 为荣枯分界线。这是 ISM 制造业 PMI 连续六个月低于荣枯线，表明美国制造业持续处于收缩区间。服务业 PMI 指数为 52，预期 51，前值为 50.1。50 为荣枯分水岭。最新的 ISM 服务业 PMI 数据超过媒体调查的几乎所有经济学家的预测。回顾上个月的数据，美国服务业 PMI 在 7 月几乎陷入停滞。新订单指数 51.4，预期 48，前值 47.1。这是新订单指数自今年年初以来首次扩张，单月大幅跃升 4.3 点，为去年年初以来的最大涨幅。物价支付指数 63.7，预期 65，前值 64.8。虽然价格指数仍处高位，但已是 2 月以来的最低水平，这是 7 月下降 4.9 点之后的再次下降，表明关税引发的价格波动正在减退。（2）美国 8 月新增非农就业人数仅为 2.2 万人，ADP 就业增长大幅放缓至 5.4 万人，均不及市场预期；8 月 30 日当周首次申请失业救济人数升至 23.7 万人，8 月 23 日当周持续领取失业金人数降至 194.0 万人。9 月 5 日公布的美国 8 月非农就业数据显示，美国 8 月非农就业人口增加 2.2 万人，预期 7.5 万人，前值 7.3 万人，8 月失业率 4.3%，预期 4.3%，前值 4.2%。同时 9 月 4 日公布的 ADP 就业数据显示，美国 8 月 ADP 就业人数增加 5.4 万人，大幅低于市场预期的 6.8 万人，也较 7 月修正后的 10.4 万增幅明显放缓。其中，制造业、运输业和教育等领域的就业人数实际出现了负增长。从领取失业金数据来看，8 月 30 日当周首次申请失业救济人数为 23.7 万人（前值 22.9 万人），高于预测值 23 万人；8 月 9 日当周持续申请失业救济人数为 194 万人（前值 195.4 万人），低于预测值 195.9 万人。美国劳动力市场正在发出迄今为止最明确的降温信号，进一步巩固了市场对美联储本月降息的预期。（3）威廉姆斯表示，目前尚未看到白宫提高进口关税对整体通胀趋势造成明显影响，为 9 月降息扫清了潜在障碍。9 月 4 日，美国纽约联储主席威廉姆斯在纽约经济俱乐部发表讲话时指出，“没有看到关税在整体通胀趋势上引发放大效应或二

轮冲击”。威廉姆斯强调，高利率已导致劳动力市场明显降温。劳工部最新数据显示，自5月以来就业增长速度几乎停滞。他警告称：“如果‘过度紧缩的政策’维持时间过长，可能会不必要地破坏就业市场的稳定与健康。”他预计，美国经济将在未来数月持续放缓，贸易和移民政策的不确定性将继续压制经济增长，失业率将在明年逐步升至约4.5%。展望未来，威廉姆斯称，“如果我们的双重任务目标继续像我的基线预测那样取得进展，我预计随着时间的推移，将利率向更中性的立场调整将是合适的。”截至9月5日，Fedwatch预期2025年9月降息25bp的概率为89%，上周85.2%；10月份降息的可能性降至71.0%，上周为43.7%；12月份在10月份降息的基础上再次降息的可能性为65.3%，上周为36.4%。

风险提示：大宗商品价格波动风险；宏观政策变动风险；经济基本面变化超预期；历史经验不代表将来。

（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 20250906：转债市场迎来新能源标的配置窗口

本周（0901—0905）海外方面同美国实债收益率负相关的黄金上涨显著，由于潜在降息预期将拉低名义利率并抬高通胀预期，我们认为黄金在当前具有较强的配置价值，叠加联储独立性潜在被削弱及在能源交易市场美元地位边际弱化等叙事，黄金市场或正迎来一场“完美风暴”。上周同期，美债收益率曲线接近平行下移，未见明显趋陡变化，目前期限利差约50—60bp，我们认为当前短端胜率更大、长端赔率更大，后市长端更高的波动性叠加长久期或成配置的胜负手。国内方面科创板（AI算力）在前期持续上涨后，势头暂缓，创业板（新能源）在周五续力，我们认为受到来自储能出货量高增及固态电池中试线落地等因素催化，新能源板块存在成长为后市主线的潜力，相较高标更加集中的AI算力题材，新能源标的中低价标的更多，更贴合转债投资人风险偏好，叠加近期转债市场刚完成了一波主动杀估值，当前新能源标的其配置排序优于周期，建议投资人积极参与。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、烽火转债、希望转债、利群转债、金能转债、恩捷转债、金田转债、和邦转债、首华转债、希望转2。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 20250906：二级资本债周度数据跟踪（20250901-20250905）

观点 一级市场发行情况：本周（20250901-20250905）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（20250901-20250905）二级资本债周成交量合计约1469亿元，较上周减少113亿元，成交量前三个券分别为25工行二级资本债02BC（75.27亿元）、25工行二级资本债01BC（59.84亿元）和25中信银行二级资本债01BC（46.86亿元）。分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、上海市和浙江省，分别约为1111亿元、115亿元和64亿元。从到期收益率角度来看，截至9月5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：-1.94BP、-0.84BP、-0.84BP；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：-0.24BP、-2.45BP、-2.45BP；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：-0.04BP、-0.03BP、-0.03BP。估值偏离%前三十位个券情况：本周（20250901-20250905）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，折价成交的幅度大于溢价成交。

折价个券方面，折价率前三的个券为 21 长春发展农商二级（-2.7283%）、23 瓯海农商行二级资本债 01（-0.8854%）、24 临安农商行二级资本债 01（-0.8482%），其余折价率均在-0.60%以内。中债隐含评级以 AAA-、AA+、AA 评级为主，地域分布以北京市、福建省、浙江省居多。溢价个券方面，溢价率前四的个券为 24 丽水莲都农商行二级资本债 01（0.6923%）、22 安吉农商行二级资本债 01（0.4933%）、22 金华成泰农商二级 01（0.4881%）、25 瓯海农商行二级资本债 01（0.4050%），其余溢价率均在 0.40%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、山东省居多。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）

固收深度报告 20250902：银行“缩表”的深度发掘：国内商业银行为什么不缩表？

观点 原因之一：经济增速下滑期间，缩表将加剧经济下行：1) 商业银行的“缩表”行为本质上是规避经济下行时期日益上升的信用风险的有效措施，但是从实体经济（企业）乃至整个宏观经济的视角来看，由金融系统的主体——银行流向实体经济的资金量下滑，即社会融资规模的下降，可能导致社会经济运行中出现流动性紧缩。而这将进一步导致本就因社会消费能力下降、经济悲观预期放大而在现金流上捉襟见肘的实体企业再度因无法足时足量从银行体系获得信贷支持而陷入经营危机。2) 考虑到我国当前经济发展以稳为主并正处于由高速增长转向高质量增长的“转型期”，商业银行作为实体经济修复过程中输送资金“弹药”的关键环节，唯有不采取“缩表”操作方为助力企业部门投资和居民部门消费的正确之举。原因之二：2023 年以来央行货币政策取向偏宽松，流动性充裕，降低缩表的必要性：当央行释放流动性，如果不经商业行向实体经济发放投资、消费类的信贷，则货币政策难以完成向实体经济的传导，并可能会发生与美国类似的过多流动性堆积在大型银行和大型财团手中，进而导致银行间市场资金泛滥、利率走廊倒挂，但是居民群体和中小型企业仍然面临资金缺口的情况。为避免此类资金空转的情形，我国商业银行选择“缩表”的可能性天然降低，换言之，如果商业银行在取得央行提供的低利率资金后选择不发放贷款来进行扩表操作，则央行释放的资金体量将堆积在存款准备金等账户之中，不仅无法发挥刺激实体经济修复的作用，也明显违背了央行采取宽松型货币政策的意图。原因之三：商业银行以国有资本为主，缩表可能违背政府关于金融服务实体经济的呼吁：我国商业银行的国有资本性质决定其在运营过程中不仅要考虑自身的经营效益，更要考虑在金融环境中形成的社会效益。从发展的结构性角度来看，在当前中国经济转型升级和供给侧结构性改革的关键时点，绿色金融、普惠金融、科技创新等是国家未来计划大力发展的重点领域。而此类领域总体仍处于发展的初级阶段，且对于创造社会效益的注重程度高于创造经济效益，故而导致相关领域的个体或难以在股票、债券等市场上获得资本的青睐。此时，银行业作为金融体系的核心，因其承担着服务国家战略、支持实体经济的重要使命，故需要响应国家号召，进行扩表操作来为这些行业提供充足的资金支持，通过扮演领头羊的角色来拉动此类领域的快速发展，缩表操作将可能反向制约发展进程，不利于我国结构性调整的持续深化。原因之四：监管助力商业银行关键指标持续处于合格线以上，故信用风险短暂上升仍留有安全垫：更为严格和全面的监管要求助力商业银行在经营上留存一定的损失吸收空间，例如我国商业银行资本充足率指标、不良贷款率指标及拨备覆盖率指标均显著高于我国以及国际

监管标准，意味着即使经济下行压力加大，经济出现增长缓慢甚至衰退迹象，充足的资本缓冲和流动性储备亦能够助力银行业保持自身资产负债结构的稳定，从而有效应对潜在的信用风险和流动性风险，缩表的必要性故而不高。国内外局势遭遇逆风，部分中小银行存在缩表可能，但全行业缩表概率较低：1) 全球局势的不确定增加叠加我国经济正处于结构转型的过渡期，中长期内银行体系的运营或仍将以基于定向扶持特定行业的结构型政策为主。当前的监管政策主张因势利导的监管方案，即针对具有规模经济效应、盈利能力更强的大中型银行提出更高的准备金和资本金要求，而对小型银行适当放松要求，在把控风险的前提下助力区域实体经济的增长。例如，大中型银行或更多负责绿色金融、科技金融等领域，着力于向大型公司及全产业输送流动性以支持其发展；而小型银行则主要负责县域中小企业的普惠金融业务，助力中小型民营企业的成长。因此，在鼓励不同规模的银行从事不同业务的结构型政策导向下，未来大中小银行均将具备继续扩表的动力，全行业缩表概率较低。2) 但需注意的是，大型银行凭借其雄厚的资本基础、多元化的业务布局和较强的风险管理能力，能够更好地应对宏观经济的不确定性，在扩大信贷投放、优化资产负债结构等方面能动性更强；而与之相比，中小银行因客户群体主要集中在中小企业以及自身业务平台升级效率相对滞后，或面临更大的竞争压力和经营挑战，因此，中小银行个体缩表的可能性仍存，而大型银行的缩表概率不高。风险提示：国内外经济局势调整超预期；主体违约概率抬升超预期；央行货币政策转向或监管要求变化超预期。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

固收深度报告 20250901：利率周期与财富转型：美国居民资产配置的重构—低利率时代系列（九）

观点 20 世纪 70 年代末以来，美国货币政策与居民财富配置的互动，构成了理解美国经济金融变迁的关键线索。本研究以联邦基金利率的转折性变化为分界点，追溯 1979 年至今美国居民财富配置的演进轨迹，解析不同利率环境下资产配置选择的变迁。美国居民财富配置变迁 沃尔克抗通胀期(1979-1987)：现金与固收类占比飙升，房地产先抑后扬 这一阶段的典型特征是“高通胀与高利率并存”，联邦基金利率一度攀升至 20% 以上，即便 1981 年后利率逐步回落，其绝对水平仍显著高于战后其他时期，形成了持续的高利率环境。在高通胀、高利率、经济衰退与复苏交替的背景下，美国居民的财富配置呈现出明显的结构性变化，主要体现在现金与固收类占比飙升，房地产先抑后扬。在现金类资产方面，美国居民资产配置呈现出偏好该类资产的特征。存款占比从 1979 年第一季度的 13.6% 上升到 1987 年第四季度 14.6%，在 1984 年第四季度甚至达到了 15.6%。同时，美国居民持有的货币市场基金规模迅速扩张。在该时期，房地产配置呈现先降后升的趋势。1979-1982 年这一阶段，房贷利率的飙升通过“成本约束—需求收缩—价格调整”的传导链，对居民房地产配置形成显著抑制。1983 年后房地产在总资产中的占比止跌回升。美联储于 1982 年启动降息周期，购房成本的边际改善释放了积压的需求。与此同时，1983 年美国从衰退中复苏，购买力的恢复为房地产需求回暖提供了基本面支撑。从居民的债券配置来看，债券在金融资产中的占比从 1979 年的 4% 上升至 1987 年的 9%。1982 年之前债券配置增长的核心驱动力是“锁定高票息收益”，占比提升相对平缓；1982 年美联储启动降息周期后，债券配置逻辑转向“捕获资本利得与长期收益”，宏观环境的转变为债券配置打开空间，利率中枢逐步下行，通胀预期稳定，推动债券总配置规模增长。利率下行大缓和期(1987-2007)：

金融资产与房地产占比提升，现金存款收缩 1987-2007 年，美国经历了长达 20 年的利率下行大缓和期。美联储主席格林斯潘采取渐进式降息策略，以应对经济下行压力。在此期间，联邦基金利率整体呈现下降趋势。在利率下行期间，居民金融资产占总资产的比重显著上升。由于利率下行推升了金融资产估值的吸引力，在 1987 年至 2000 年，居民财富配置中金融资产在总资产中占比从 1987 年第一季度的 61.7%，上升至 2000 年第一季度的 68.9%。其次，美国居民金融资产中股票与共同基金的配置比例整体也呈现上升趋势。从 1987 年的 11.5% 提升至 2007 年的 26%，表明居民更倾向于通过资本市场实现财富增值。在大缓和时期，房地产市场在美国居民的财富配置中扮演了越来越重要的角色。房地产配置在 1987 年到 2000 年呈现下降趋势，这一阶段房地产占比下降并非源于房地产自身规模收缩，而是金融资产（尤其是权益资产）的爆发式增长对其形成“挤压”。2000-2007 年股市泡沫破裂与信贷宽松共振，房地产占比快速抬升。2000 年互联网泡沫破裂后，资产逻辑发生根本性切换，房地产成为居民财富配置的“新锚点”，居民房地产占比从 2000 年第一季度的 22.6% 上升至 2007 年第四季度的 27.5%。在低利率环境下，现金和存款的吸引力下降，居民更倾向于将资金投入更高收益的金融产品。居民存款占总资产的比重持续下降，现金与存款占总资产比例从 1987 年的 14%，逐步下降至 2007 年的 7%。这一趋势表明，居民对传统低风险、低收益的储蓄方式的兴趣持续减弱，转而寻求更具增长潜力的投资工具，更多资金被配置到股票、房地产等高收益资产中。

零利率+QE 时代（2008-2015）：风险资产与替代收益资产占比上升，现金及固收类资产收缩 2008 年全球金融危机的爆发，标志着美国乃至全球经济进入了一个前所未有的低利率与量化宽松（QE）时代。为应对危机，美联储迅速采取行动，将联邦基金利率降至 0-0.25% 的历史低位，并通过三轮量化宽松累计释放了 4.5 万亿美元的流动性。在零利率与 QE 政策的推动下，美国居民的财富配置结构发生了显著变化，风险资产的占比大幅提升。股票及权益类资产成为居民财富增值的核心渠道。从居民持有的股票与共同基金份额占总资产比例可知，从 2008 年的 11% 上升至 2015 年的 20%。与此同时，房地产资产的配置也经历了从“去杠杆”到“温和回升”的转变。2008 年金融危机中，房地产市场首当其冲，这一阶段，房地产市场陷入下行循环，房地产在居民总资产中的占比随市值缩水同步下降，从 29% 降至 23%。但随着量化宽松（QE）政策持续发力，美联储通过大规模购买抵押贷款支持证券（MBS）向市场注入流动性，直接压低长期融资成本。2012 年起，伴随经济复苏与市场信心修复，实际房价指数触底回升，房地产资产市值稳步扩张，其在居民总资产中的占比也逐步修复，2015 年末回升至 24%。在零利率环境下，现金及活期存款的收益率几乎为零，居民逐渐减少这类资产的配置比例。现金及存款（包括定期及储蓄存款）在家庭金融资产中的占比从 2008 年的 13.9% 降至 2015 年的 12.6%。与此同时，高收益债券（垃圾债）和 REITs（房地产投资信托）的需求显著上升。在 2008 年，高收益债的市场规模约为 0.6 万亿美元，而到 2015 年，这一规模已扩大至 1.4 万亿美元，年均增速达 13%。REITs 的市值也在这一时期增长了 1.5 倍，反映出居民对收益替代资产的强烈需求。

低利率新常态（2016-2021）：权益资产与另类资产占比攀升，退休账户权益配置扩容 2016 年至 2021 年，美国延续了后金融危机时代的低利率环境，联邦基金利率在 2015-2018 年缓慢加息至 2.5% 后，因经济疲软于 2019 年重启降息，2020 年新冠疫情爆发后再度回落至 0-0.25% 区间。这一阶段的核心矛盾在于：名义利率的温和

抬升未能抵消长期实际利率的压制,10年期TIPS收益率持续低于1%,形成“低利率新常态”。由于低利率环境降低了储蓄的吸引力,居民资金逐步转向风险资产,尤其是股票和房地产。在低利率环境下,居民财富配置中权益资产占比持续攀升。数据显示,居民持有的股票及共同基金份额占金融资产比例从2016年的29%升至2021年的38%,年均增幅约为5.5%。房地产在低利率时期成为居民资产配置的重要方向。美国实际房价指数从2016年3月的103.01点上升至2021年12月的145.39点,美国居民房地产资产占非金融资产的比重从83%上升至85%,这一增长主要得益于低利率带来的融资成本下降,以及疫情后远程办公需求的增加。激进加息周期(2022-2024):激进加息周期,权益资产配置增加,债券短久期化,房地产配置分化。2022年起,美联储为抑制通胀启动激进加息,联邦基金利率从0%飙升至5.5%左右,同步实施9500亿美元量化紧缩(QT)。10年期美债收益率突破4.5%,30年期房贷利率跃升,引发资产价格剧烈重估。在这一阶段,居民的财富配置呈现出明显的适应性调整,以应对利率快速上升带来的市场波动。在激进加息周期中,现金及存款的实际收益率虽然有所提高,但由于利率上行速度较快,居民更倾向于将资金投入收益更高的资产类别。现金及存款在家庭总金融资产中的占比从2022年的13.5%降至2024年第三季度的11.0%。这一趋势表明,居民正在积极调整资产配置,以应对利率上行带来的机会成本上升。尽管美联储在2022-2024年间持续加息,但美国经济展现出超预期韧性,股市估值压力被基本面改善与结构性成长动能抵消,最终推动股票及基金配置比例显著增加。截至2024年,美国居民持有的股票及投资基金份额已达到48.50万亿美元,较2022年底的34.49万亿美元有显著增长。从美国居民房地产配置上看,房地产在非金融资产中的占比缓慢上升,总体维持在85%左右。从资产价格波动看,2022-2024年美国房地产市场呈现“先承压回调、后企稳回升”的阶段性特征,2022年至2023年中,高利率直接抑制购房需求;但2023年下半年起,市场开始适应高利率环境,支撑房价回升的结构性因素逐步显现。从美国实际房价指数来看,2022-2024年间,房价经历了先跌后涨的过程。截至2024年12月31日,住房增加值总额价格指数达到156.41(以2015年为基期100),较2022年3月的148.93有明显回升,显示房地产市场在加息后期逐渐企稳。总结:回顾50年变迁,美国利率政策呈现出大开大合的特点,美国居民资产配置呈现出“利率主导、风险轮动”的鲜明轨迹。整体而言非金融资产占比下行,房产独大格局弱化;金融资产内部呈现“权益类崛起,现金类潮汐”特征。在加息周期,居民资产配置呈现高利率主导配置逻辑,资产呈现防御性调整与结构性分化。在降息周期,低利率驱动收益再平衡,风险资产成配置核心。不同利率环境下,美国居民财富配置经验对我国有何启示?通过分析美国居民在不同利率环境下的财富配置选择,能够获得对我国有益的启示。其一,房地产分化加剧,需警惕系统性风险。其二,金融资产配置潜力巨大,但需防范波动风险。其三,提升社会保障水平,增强居民对未来财富积累的信心。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:徐沐阳)

行业

电子行业点评报告:百万Token时代来临,Rubin CPX 重塑推理架构与产业链

投资要点 Rubin CPX 切入百万 Token 痛点，重塑推理架构基础。过去一年，随着生成式 AI 进入规模化落地阶段，行业对“长上下文”的需求快速上升。无论是企业级知识库问答、代码生成，还是多模态长视频生成，均需要模型在极大输入序列下保持推理准确性与计算效率。然而，现有 GPU 在应对超长上下文时普遍存在内存带宽瓶颈与计算冗余，导致算力利用率不足。英伟达于 2025 年 9 月发布的 Rubin CPX，正是为解决这一痛点而生，标志着 NVIDIA 将推理场景的架构优化推向新高度。Rubin CPX 是一款专为“百万级上下文”推理场景设计的专用加速处理器（Contextual Processing eXtension）。其设计目标是通过硬件与架构优化，提升对超长上下文场景的吞吐与能效，并在机架级系统，如 Vera Rubin NVL144 CPX 中与 Rubin GPU 及 Vera CPU 协同构成面向大规模推理的整体平台。上下文与生成任务分工，实现算力利用率与效率提升。在大模型推理过程中，可大体分为两类任务：一是“上下文分析”，即对超长输入序列进行编码、筛选与压缩，以便后续生成环节调用；二是“生成任务”，即基于上下文信息进行逐 Token 的预测输出。二者在计算负载和性能需求上差异显著：上下文分析更依赖并行化处理和带宽利用，而生成任务则要求对计算延迟与单步性能进行极致优化。英伟达 Rubin CPX 定位为“上下文处理加速器”，负责对海量输入做高通量注意力与前置计算；而 Rubin 系列通用 GPU 则负责生成/输出阶段的持续带宽密集型任务。官方展示的 Vera Rubin NVL144 CPX 机架中，144 个 Rubin CPX（context）配合 144 个 Rubin GPU（generation）与 36 个 Vera CPU（调度/通用），共同提供完整服务能力，进而实现资源的高效利用，推理成本降低以及推理响应加速。Rubin CPX 30PFLOPS，机架 8EFLOPS 算力，2026 年落地路径明确。从技术参数看，Rubin CPX 单卡提供约 30 PFLOPS（NVFP4 精度）的算力，并搭载 128GB GDDR7 显存，同时内置视频编解码能力，可满足多模态场景需求。官方展示的 Vera Rubin NVL144 CPX 系统，由 144 张 CPX、144 张 Rubin GPU 和 36 个 Vera CPU 共同构成，其整体性能指标达到 8 ExaFLOPS 算力、100TB 高速内存与 1.7PB/s 内存带宽，相比上一代 GB300 NVL72 系统在上下文处理效率上实现数倍提升。根据公司规划，Rubin CPX 预计将在 2026 年底上市，与 Rubin GPU 与 Dynamo、TensorRT-LLM 等软件工具链一体化部署。海外算力链受益加速，长上下文推理带来新增长动能。从产业角度来看，Rubin CPX 的推出不仅是 NVIDIA 产品线的升级，更意味着海外算力基础设施进入“上下文与生成分工协作”的新阶段。随着百万 Token 推理与长视频生成成为 AI 应用的标配需求，硬件和软件的耦合度显著提高，算力产业链的价值量同步上升。无论是 GPU、存储、网络，还是配套的高速 PCB、光模块与封装工艺，相关厂商都有望深度受益。我们认为 Rubin CPX 的量产与落地，将成为全球算力需求加速释放的重要信号，产业链公司中长期成长空间将更加清晰。产业链相关公司：PCB/CCL：沪电股份、胜宏科技、生益电子、深南电路、景旺电子、广合科技、生益科技、南亚新材；铜缆：沃尔核材、博创科技、华丰科技；光芯片/光器件：博创科技、仕佳光子、太辰光、长光华芯、源杰科技；服务器代工：工业富联、华勤技术 风险提示：供应链波动风险，下游需求不及预期，行业竞争加剧。

（证券分析师：陈海进 研究助理：解承堯）

新能源行业 25H1 财务报告总结：逆变器持续增长，风电排产高增，光伏主链分化、辅链持续承压

u 新能源板块分化明显，风电表现亮眼。2025H1 新能源板块实现收入

7297 亿元，同减 3%，实现归母净利润 110 亿元，同减 46%；2025Q2 收入 4115 亿元，同比 0%，环增 29%，归母净利润 60 亿元，同降 8%，环增 23%。其中光伏板块 2025H1 营收 4348 亿元，同减 14%，归母净利润-71 亿元，同减 276%；2025Q2 营收 2396 亿元，同减 12%，环增 23%，归母净利润-36 亿元，同减 48%，环减 2%。风电板块 2025H1 营收 1558 亿元，同减 32%，归母净利润 91 亿元，同增 20%；2025Q2 营收 945 亿元，同增 34%，环增 54%，归母净利润 55 亿元，同增 21%，环增 52%。

u25H1 逆变器增长向好，光伏主链辅链持续承压，BC 拉动电池环节营收利润提升。25H1 收入同比增速看：逆变器(30%)> 支架(12%)> 电池(8%)> 银浆(-2%)> 其他辅材(-6%)> 胶膜(-10%)> EPC(-11%)> 光伏(-14%)> 硅料(-16%)> 硅片(-19%)> 金刚线(-23%)> 设备(-23%)> 组件(-23%)> 玻璃(-28%)> 石英坩埚(-43%)，归母净利润同比增速看：电池(74%)> 逆变器(43%)> 硅片(33%)> 支架(-11%)> EPC(-23%)> 其他辅材(-24%)> 设备(-40%)> 胶膜(-43%)> 银浆(-46%)> 石英坩埚(-75%)> 玻璃(-116%)> 金刚线(-124%)> 硅料(-130%)> 组件(-163%)> 光伏(-276%)。

u 供给侧酝酿变化，盈利修复空间大。硅料 25Q2 价格见底、盈利压力大；随 25Q3 行业反内卷进一步推动+产能整逐步启动，预计硅料厂 25H2 有望盈利转正；硅片过剩程度高，硅片产能过剩展开竞争，行业反内卷推动价格上行，预计 25H2 及 26 年随产能整合+反内卷推进，行业盈利有所修复；电池片产能过剩盈利承压，预计 2025 年随 P 型产能逐步退出市场+行业产能整合推进，后续盈利压力或相对缓解；组件价格整体进入底部区间，25Q2 随抢装带动价格修复+欧元汇兑收益、报表盈利有所改善；预计 25H2 行业反内卷+产能整合推进，终端价格有望见底修复，或有望逐步走出周期底部。

u 户储需求逐步恢复，工商储及大储高增，辅材盈利短期承压，Q3 涨价有望改善。户储方面欧洲库存去化完毕户储需求逐步恢复，东南亚需求持续旺盛，澳洲受补贴驱动需求快速爆发；国内部分省份推出过渡性激励政策对冲强制配储取消影响叠加独立储能占比提升，国内大储需求持续高增；美国大储 25 年抢装，26 年增速或有放缓；欧洲、中东、澳大利亚等市场大储需求有望持续翻倍增长；欧洲受补贴政策支持+动态电价丰富收益模式，工商储需求爆发，25 年有望翻倍增长，受益于户储需求恢复叠加工商储及大储需求高增，逆变器整体业绩表现优异；辅材层面 25Q2 依旧承压，9 月玻璃、胶膜等均有所涨价，25Q3 盈利有望改善。

u25H1 风电排产高增，毛利率改善。25Q2 受 136 号文影响，5 月陆风实现抢装，陆风开工景气度较高，同时 25Q2 海风项目亦陆续开工，整体处于景气度较旺的状态。风机受益于 24H2 反内卷投标涨价，部分公司已出现风机毛利率拐点，叠加规模效应费用率摊薄，Q2 业绩弹性较大；海缆继续维持高毛利状态，头部海缆厂商在手订单再创新高。塔筒方面，出海方向业绩继续兑现，毛利率持续提升，国内受益于产能利用率提升，Q2 海工产品单位盈利亦出现拐点。

u 重点推荐：【1】高景气度方向：逆变器及支架（阳光电源、德业股份、海博思创、锦浪科技、艾罗能源、固德威、禾迈股份、上能电气、中信博、盛弘股份、通润装备、昱能科技、科华数据等）；【2】供给侧改革受益、成本优势明显的硅料龙头（通威股份、协鑫科技、关注大全能源、弘元绿能）及渠道优势强的组件龙头（隆基绿能、阿特斯、晶澳科技、晶科能源、天合光能、横店东磁等）和优势辅材龙头（福斯特、福莱特）等；【3】新技术龙头：（钧达股份、爱旭股份、博迁新材、聚和材料、帝科股份等，关注美畅股份）。【4】海风：东方电缆、大金重工、海力风电、天顺风能，建议关注中天科技等；陆风：金风科技、三一重能、明阳智能，建议

关注运达股份等。 u 风险提示：竞争加剧，政策变动超预期等

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男
 证券分析师：徐铨嵘 证券分析师：余慧勇 证券分析师：胡隽颖)

券商 IT&互联网金融 2025H1 综述-- 市场活跃抬升业绩，科技驱动差异竞争

投资意见：当前板块基本面及估值均处于低位，具有显著的配置价值。我们认为伴随政策发力，经济企稳，券商数字化转型需求持续加速，金融科技市场逐步进入上行通道。中短期来看，资本市场的活跃度仍然是最大的支撑因素，我们看好政策的持续性 & 政策落地效果。长期来看，宏观环境的稳中向好，以及资本市场改革深化将推动证券科技及券商 IT 行业 ROE 中枢稳步抬升，板块长期投资价值逐渐凸显；我们推荐【同花顺】、【东方财富】、【恒生电子】三家龙头公司及弹性标的【九方智投控股】、【指南针】，建议关注【顶点软件】、【财富趋势】。 风险提示：宏观经济波动影响；资本市场监管趋严；行业竞争加剧；金融风险传导；法律和合规风险；技术风险。

(证券分析师：孙婷 证券分析师：武欣姝)

推荐个股及其他点评

联邦制药 (03933.HK)：创新研发能力已被验证，代谢管线全面推进
 投资要点 事件：8 月 28 日，公司发布中报，2025H1 实现收入

75.19 亿元 (+4.8%，括号内为同比，下同)，实现净利润 18.94 亿元 (+27.02%)。扣除 UBT251 首付款后约实现净利润 7.9 亿元，业绩符合我们预期。 抗生素需求影响主业利润，高基数影响下利空出尽。2025H1 中间体实现收入 10.1 亿元 (-23.1%)，分部溢利 6.35 亿元

(-41%)，原料药实现收入 25.3 亿元 (-27%)，分部溢利 2.51 亿元(-52%)。流感发病率自 2024 年开始恢复至公共卫生事件前常态。因此 6APA、阿莫西林等原料药和中间体需求自 2024 年下半年起大幅下滑，2025 年上半年公司主业下滑已在预期之内。2025H1 是最后一个受高基数影响的半年，同比影响基本消除。 创新研发能力已被验证，

后备管线丰富。UBT251 成功授权诺和诺德，诺和诺德作为 GLP-1 领域的两大巨头之一，与联邦的 BD 交易体现出 UBT251 临床效果上有望赶超礼来 Retatrutide 的潜力，同时诺和诺德的存在也保障了海外临床的高效推进与上市后销售的推广的速度，我们预计 UBT251 国内销售峰值有望达 43 亿元。UBT48128 为礼来 orforglipron 架构，临床前数据展现优效潜力。据公司投关材料，在饮食诱导肥胖 hGLP-1R 小鼠中，四周 10mg/kg 剂量给药的 UBT48128 对比 Oforglipron，分别实现减重 32.7%和 24.9%，p 值小于 0.001，具有显著性。UBT48128 预计 2026 年提交中美 IND 申请，具备出海潜力。UBT37034 靶向神经肽 Y2 受体，超重/肥胖适应症已取得美国 1 期临床批件。 盈利预测

与投资评级：我们维持原有预测，预计公司 2025-2027 营业收入为 138.6/150.0/162.6 亿元，同比增速为 0.7%/8.2%/8.4%；归母净利润分别为 31.1/31.0/33.8 亿元，同比增速为 17.0%/-0.3%/9.1%；对应 PE 分别为 10/10/9 倍。基于公司 1) UBT251 研发进展顺利，UBT48128、UBT37034 等在研管线布局丰富；2) 胰岛素制剂快放量超预期；3) 抗生素原料药和中间体价格趋稳，维持“买入”评级。 风险提示：

研发进度不及预期风险、制剂集采风险、原料药需求不及预期风险。

(证券分析师：朱国广)

福斯特 (603806)：2025 年中报点评：胶膜盈利持续稳健，电子材料

增长迅速

投资要点 事件：公司 25 年 H1 营收 79.6 亿元，同-26.1%，归母净利润 5 亿元，同-46.6%，毛利率 12.2%，同-4.5pct，归母净利率 6.2%，同-2.4pct；其中 25Q2 营收 43.3 亿元，同环比-20.4%/+19.6%，归母净利润 0.9 亿元，同环比-76.7%/-76.4%，毛利率 11.4%，同环比-6.7/-1.7pct，归母净利率 2.2%，同环比-5.3/-8.9pct。光伏抢装推动出货环增。25H1 公司胶膜出货 13.87 亿平，同比基本持平，25H1 公司背板出货 0.34 亿平，同比-50%。25Q2 胶膜出货约 7.6 亿平，环增 20%+，考虑计提 1.93 亿资产及信用减值，测算单平净利 3-4 毛，环比下降，但表现仍优于同行。25 年海外产能进一步加码，5 月初泰国二期产能释放，泰+越基地产能达 6 亿平米，向中东印度市场供货。我们预计 25 年胶膜出货 30 亿平+，同增 10%+，海外出货占比将提升至 20%+，同比+12pct。

第二曲线快速发展、感光干膜已达爆发前夕！感光干膜及铝塑膜等为公司第二增长曲线，25H1 公司感光干膜出货 0.9 亿平，同比+22%，25H1 铝塑膜出货 666 万平，同比+19%，出货持续快速增长。25 年消费电子 pcb 和 ai 算力产品 拉动公司中高端占比持续提升，均价和毛利率将逐步体现。我们测算公司感光干膜全球市占率 10-15%仍有巨大提升空间，25 年及以后有望保持 30%+年均增长。25Q2 费用率进一步下降、期末库存略有提升。公司 25 年 H1 期间费用 4.2 亿元，同-18.9%，费用率 5.3%，同+0.5pct，其中 Q2 期间费用 2.3 亿元，同环比-21.4%/+15.8%，费用率 5.3%，同环比-0.1/-0.2pct；25 年 H1 经营性净现金流-8.9 亿元，同-198.2%，其中 Q2 经营性现金流-4.5 亿元，同环比-148.3%/+4%；25 年 H1 资本开支 1.8 亿元，同-62%，其中 Q2 资本开支 1 亿元，同环比-56%/+15.8%；25 年 H1 末存货 19.6 亿元，较年初+4.9%。

盈利预测与投资评级：我们基本维持预计公司 25-27 年归母净利润为 16/22/30 亿元，同增 25%/37%/32%，对应 PE 为 26/19/14 倍，给予 26 年 PE25x，对应目标价 21.3 元，维持“买入”评级。

风险提示：竞争加剧、政策不及预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男）

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>