

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-08-15

宏观策略

2025 年 08 月 15 日

宏观点评 20250813：政府债支撑社融改善、股市活跃推升 M2——2025 年 7 月金融数据点评

政府债支撑社融改善、股市活跃推升 M2、淡化单月贷款读数负增

晨会编辑 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

固收金工

固收深度报告 20250811：债券“科技板”见微知著：非 ETF 成分券科创债，布局正当时

科创债 ETF 成分券与科创债指数未纳入 ETF 的成分券配置价值对比：1) 尽管该两类科创债的估值收益率及信用利差走势在债券市场宏观影响和科创债板块中观影响下呈现相同的变化趋势，但变化幅度存在区别，科创债指数中未纳入科创债 ETF 成分券的底层科创债的估值收益率和信用利差水平基本均高于同期科创债 ETF 成分券，即非成分券的配置价值相对成分券已突显，择券上可适度切换至指数底层成分券中未纳入 ETF 的个券，从中挖掘流动性在 2025 年以来均相对良好、主体资质较优、利差下行空间可观的标的，博弈其后续被纳入科创债 ETF 的概率。2) 若结合当前科创债指数底层成分券未被纳入科创债 ETF 的科创债中信用利差达 40BP 以上的债券规模占其总额比例为 14.79%，而科创债 ETF 成分券占比为 5.94% 的数据而言，当前科创债指数底层成分券中尚未被纳入 ETF 的个券中仍具备一定利差压缩空间的标的可选范围较科创债 ETF 成分券更大，交易相对不拥挤，在下半年债市震荡行情中系值得关注并把握的配置窗口期。风险提示：数据统计偏差；科创债政策超预期收紧；债市超预期波动。

固收深度报告 20250811：“反内卷”政策能否复制供给侧改革？——全方位对比及债市影响剖析

本轮“反内卷”覆盖范围广，包括传统行业，新兴产业，下游消费相关。政策重心偏向“新三样”（新能源、半导体、高端装备），反映产业升级方向。2016-2017 年的供给侧改革，聚焦上游原材料行业，如煤炭、钢铁、水泥、平板玻璃、电解铝、化工等，主要解决传统行业产能过剩问题，由国企主导。供给侧改革以“三去一降一补”，即去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板为主要政策工具，呈现出行政化手段主导，重点行业目标量化，配套补充措施，棚改货币化政策扩需的特点。本轮“反内卷”政策具体措施将与上轮存在以下不同：以行业自律等市场化手段为主，行政干预相对温和，重在制度建设；去产能只是手段，最终目的是构建新发展格局、推动高质量发展；不太可能配合需求侧的大规模扩张性政策。供给侧改革落地周期呈现政策力度大且见效快的特点。去产能推动商品价格大幅回升。供给侧改革对利率债的影响呈现“先利多、后利空”的趋势。基于上轮供给侧改革的经验，本轮“反内卷”预计呈现出前期因学习效应预期升温快，周期持续更长，影响更为深远的特征。参考供给侧改革经验，去产能政策对于利率债的影响主要通过预期、商品价格、货币政策、需求侧等因素传导。本轮“反内卷”需求侧偏弱，当前地产投资乏力，基

建投资增速放缓，出口承压，且政策层面已明确排除了通过棚改货币化等大规模需求刺激的可能。面对需求缺口，货币政策保持宽松。从2015年-2017年的供给侧改革情况来看，商品价格的上行和债券利率的上行之间，存在1年的时滞。反观“反内卷”政策落地，国债利率当月即出现回升。之所以出现时滞上的区别，核心在于供给侧改革时资金供给与需求节奏错位。而2024年7月的债市已历经两年牛市，杠杆和久期均处于历史高位，扩张空间有限。而且本轮“反内卷”政策与超长期特别国债、专项债提前批同步落地，利率上行失去了上轮先去产能后放财政的缓冲。我们预测年内PPI当月同比稳步回升至-1.5%左右的水平，但转正仍需等待。目前，10年期国债在1.6%低位震荡，短期调整压力来自商品价格小幅反弹，但非需求推动难以驱动趋势性熊市。社融存量同比增速的回升需要看到反内卷政策从供给侧带来的企业利润回升，以及随之回升的居民收入预期及杠杆率提升。长期来看，“反内卷”虽然是供给侧的政策，但政策思路是最后通过企业利润的提高，带动工资和土地等要素价格的提高，则可以传导到需求上，届时或带来债券利率真正的上行拐点。

固收周报 20250811：10年期国债利率在1.7%附近形成新的震荡中枢

“反内卷”政策对债市的一次性冲击影响告一段落，将10年期国债活跃券收益率的震荡中枢从1.65%抬升到1.7%，我们预计后续将维持这一高位震荡的格局。目前债券收益率有上行和下行两股力量的推动，上行力量为“股债跷跷板”效应，下行力量为对宽松流动性的预期。当前股市反应的是基本面复苏的预期，债市反应的是基本面未企稳前仍需要保持流动性宽松，在两股力量的对峙下，债市收益率将保持相对平衡，重回窄幅震荡状态。“反内卷”政策带来的社融和社零增速回升在年内对债市影响有限，从维稳角度而言依然需要流动性的支持，债市收益率难言上行拐点，但需要提防明年进入基本面验证期后的风险。截至8月7日，2025年8月银行间质押式逆回购余额为10.98万亿元，这一水平接近2024年2月和10月，为2020年以来的第三高水平，建议适时降低杠杆和久期，以规避可能到来的风险。

固收周报 20250810：“债不弱，股不强”格局下转债仍将扮演必要角色

本周（0804-0808）转债市场等权、加权指数涨幅均超过2%，风格上由于微盘股周k7连阳，低价弱于中价弱于高价，大盘弱于中盘弱于小盘，国内外流动性宽松预期仍在发挥作用。银行板块出现反弹，转债个券普遍涨幅2%上下，正如前期0728-0801观点所述，银行作为政策性托底工具之一，轮动节奏取决于上证回踩3500点压力，我们判断后市权益慢牛格局下，银行转债机会尚存。我们整体维持前期观点，对待转债市场下半年保持相对乐观：1）供需失衡，“资产荒”的局面仍在持续；2）“债不弱、股不强”的格局下转债一尤其中低价高评级标的一仍将在资产组合中扮演重要角色，潜在抱团行情下估值较难压缩；3）转债中枢价格被动抬升下，赔率相对提升、胜率相对降低，可适当进行高低切换，防止风格漂移。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：合兴转债、广大转债、浦发转债、希望转债、烽火转债、利群转债、和邦转债、首华转债、希望转2、恩捷转债。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。

固收点评 20250809：绿色债券周度数据跟踪（20250804-20250808）

一级市场发行情况：本周（20250804-20250808）银行间市场及交易所市

场共新发行绿色债券 16 只，合计发行规模约 109.13 亿元，较上周增加 43.13 亿元。二级市场成交情况：本周（20250804-20250808）绿色债券周成交额合计 474 亿元，较上周增加 4 亿元。

固收点评 20250809：二级资本债周度数据跟踪（20250804-20250808）

一级市场发行与存量情况：本周（20250804-20250808）银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债 1 只，发行规模为 30.00 亿元。二级市场成交情况：本周（20250804-20250808）二级资本债周成交量合计约 1606 亿元，较上周减少 1033 亿元。

行业

推荐个股及其他点评

锦浪科技（300763）：2025 半年报点评：受益欧洲及亚非拉需求增长，Q2 储能超预期环比高增

盈利预测与投资评级：考虑 2026 年及 2027 年并网增速放缓，我们维持 2025 年业绩预测，略微下调 2026-2027 年业绩预测，我们预计 2025-2027 年归母净利润为 11.6/14.5/17.7 亿元（前值为 11.6/15.1/19.1 亿元），同增 68%/25%/22%，对应 PE 为 22/18/14 倍，维持“买入”评级 风险提示：竞争加剧，政策不及预期。

上美股份（02145.HK）：美妆龙头百尺竿头思更进，多品牌战略前景可期

盈利预测与投资评级：公司依托“2+2+2”战略，聚焦护肤、母婴、洗护三大赛道构建多品牌矩阵，差异化定位各细分市场，运营能力出众，品牌势能强劲。我们预计公司 2025-2027 年分别实现归母净利润 11.1/14.1/17.6 亿元，分别同增 42.3%/26.5%/24.8%，当前市值对应 PE 分别为 29/23/18X，首次覆盖，给予“买入”评级。 风险提示：国内消费市场复苏不及预期，行业竞争加剧，多品牌矩阵运营管理风险，渠道扩张不及预期等。

纳思达（002180）：国产打印机龙头，竞争力持续强化

盈利预测与投资评级：考虑公司出售利盟短期影响财务费用等，以及公司持续加大研发投入，我们将公司 2025-2026 年 EPS 预测由 1.30/1.60 元下调至 0.84/1.28 元，预测 2027 年 EPS 为 1.68 元，我们看好信创标准出台促进奔图市占率提升，极海微工控和车规新产品导入标杆客户奠定未来成长基础，维持“买入”评级。 风险提示：行业竞争加剧，汇率波动风险，资产减值风险。

耐世特（01316.HK）：2025H1 业绩公告点评：亚太区增长迅猛，利润同比高增！

盈利预测与投资评级：由于公司业绩持续兑现，我们维持公司 2025-2027 年营收预测为 44/45/47 亿美元，同比分别+3%/+3%/+3%；上调 2025-2027 年归母净利润预测为 1.4/1.6/1.9 亿美元（原为 1.1/1.4/1.6 亿美元），同比分别+123%/+18%/+16%，对应 PE 分别为 16/14/12 倍，由于公司为汽车转向核心供应商，盈利呈现明显改善趋势，我们看好公司在这轮智能化下的发展趋势。维持“买入”评级。 风险提示：乘用车行业需求复苏低于预期，汽车智能化进程不及预期。

健盛集团（603558）：2025 年中报点评：Q2 净利降幅环比收窄，下半年棉袜业务有望改善

盈利预测与投资评级：公司持续高分红+回购股份，管理层增持公司股份，

彰显发展信心，棉袜业务新客户开拓及下半年订单恢复趋势明确，我们预计 25-27 年归母净利润分别为 3.12/3.54/4.03 亿元，对应 PE 分别为 11/10/9X，首次覆盖给予“增持”评级。风险提示：外需疲软与全球经济波动、汇率波动、订单波动等风险。

伟星新材 (002372): 2025 年中报点评: 业绩依然承压, 坚守高质量发展
公司在需求承压、行业竞争加剧环境下，通过“战略聚焦”和“转型升级”，聚焦核心主业和零售基本盘，保持了高质量发展的态势，不断夯实零售渠道能力并加快推进产品升级和服务创新，商业模式升级和海外市场开拓也在稳步推进。考虑到行业竞争压力带来的毛利率下行压力，我们调整公司 2025-2027 年归母净利润预测为 8.89/10.50/11.99 亿元（前值为 10.82/12.25/13.59 亿元），对应 PE 分别为 19.7X/16.7X/14.6X，考虑到公司转型升级和经营质量优秀，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济下行的风险；原材料价格大幅波动的风险；竞争加剧的风险；新业务开拓不及预期的风险。

首程控股 (00697.HK): 资产+运营+基金三轮驱动, 抢占具身智能产业先机

停车场营运龙头，深度布局机器人赛道 首程控股是国内领先的智能基础设施资产服务商，公司以停车、园区等资产为核心，以股权投资、REITs 投资为抓手，打造“资产运营+资产融通+基金管理”三位一体的复合型平台。近年来，公司持续强化资产运营主业，并在机器人、城市更新、充电设施等方向拓展新增长极，平台属性与资本效率显著提升。2024 和 2025Q1 公司分别实现营业收入 12.15、3.52 亿港元，同比分别+37.54%、+0.22%；实现归母净利润 4.10、2.13 亿港元，同比分别+1.64%和 80.19%。整体盈利质量改善明显，资产管理业务贡献度持续提升，为中长期业绩上行打下坚实基础。收入恢复主要得益于 REITs 市场回暖叠加停车项目投运加速，其中资产运营业务同比增长近 40%，占比已超过 75%。费用率方面，受益于运营效率改善，公司管理费用率整体呈下降趋势，2024 年管理和财务费用率分别为 24.96%和 9.57%，同比分别-8.99pct 和-2.39pct。盈利预测与投资评级：公司在停车场管理、充电设施运维及基金管理等多个高毛利轻资产业务中具备一定先发优势。预计公司 2025-2027 归母净利润为 5.9/7.7/9.3 亿港元，对应当前股价下的 PE 分别为 26/19/16 倍，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：宏观经济波动，REITs 市场回暖不及预期，机器人业务落地不及预期

德赛西威 (002920): 2025 年中报点评: 智能化业务快速增长, 海外贡献增量, 业绩超预期!

盈利预测与投资评级：公司作为智能驾驶零部件板块龙头标的，我们看好公司长期成长能力，我们维持公司 2025~2027 年营收预测为 369/462/565 亿元，同比分别+34%/+25%/+22%；维持 2025~2027 年归母净利润为 27.6/36.7/47.1 亿元，同比分别+37%/+33%/+28%，对应 PE 分别为 21/16/12 倍，维持“买入”评级。风险提示：下游乘用车需求复苏不及预期，乘用车价格战超出预期。

宏观策略

宏观点评 20250813: 政府债支撑社融改善、股市活跃推升 M2——2025 年 7 月金融数据点评

事件 2025 年 8 月 13 日，人民银行发布 2025 年 7 月金融统计数据：

(1) 社会融资规模：2025 年 7 月新增社融 1.16 万亿，同比多增 3,893 亿元，截至 7 月末，社融存量同比增速较上月回升 0.1 个百分点至 9.0%。从社融分项来看，政府债券融资、企业债融资和外币贷款是支撑社融的主要因素，7 月政府债券融资新增 1.24 万亿，同比多增 5,559 亿；7 月社融口径人民币贷款减少 4,263 亿元，同比多减 3,455 亿元；7 月“委托贷款+信托贷款+未贴现银行承兑汇票”三项表外融资合计减少 1,667 亿，同比多减 911 亿元，其中委托贷款继续同比少增 522 亿元，未贴现票据融资同比多减 564 亿元。(2) 贷款投放：2025 年 7 月金融机构口径人民币贷款减少 500 亿元，较去年同比多减 3,100 亿元，截至 2025 年 7 月末，金融机构人民币贷款余额同比增速下滑 0.2 个百分点至 6.90%。(3) 货币供应：截至 2025 年 7 月末，M2 同比增速回升 0.5 个百分点至 8.8%，M1 增速回升 1.0 个百分点至 5.60%，受此影响 M2-M1 剪刀差收窄至 3.20%。从存款结构看，7 月份非金融企业存款减少 1.46 万亿元（同比少减 3,209 亿元），居民存款减少 1.11 万亿元（同比多减 7,800 亿元），财政存款新增 7,700 亿元（同比多增 1,247 亿元），非银金融机构存款新增 2.14 万亿元（同比多增 1.39 万亿元）。综合来看 7 月份人民币存款新增 5,000 亿元，同比多增 1.3 万亿元。

观点 总量：社融和贷款背离。过去 3 年，7 月份新增社融均值为 6,952.67 亿元，新增贷款均值为 4,283 亿元，从 7 月份单月规模来看，新增社融超季节性、新增人民币贷款低于季节性，两者之间走势背离。《金融时报》认为“观察金融总量不能只看贷款，宜更多观察社会融资规模、M2 这些更全面的指标”，7 月份作为季初月，有效融资需求季节性回落，叠加 6 月份“企业短贷冲量”后集中到期，造成人民币贷款负增长，而票据冲量也未能抵补这一影响，然而直接融资稳健增长，上市 IPO、企业债融资和政府债融资共同推升新增社融：7 月份新增社融同比多增 3,893 亿元，其中政府债券融资同比多增 5,559 亿元；企业债券融资同比多增 755 亿元；股票融资同比多增 274 亿元，并且股票融资已录得连续 5 个月同比多增。尽管剔除非银贷款之后的人民币贷款同比多减 3,455 亿元，然而直接融资增量抵补了表内融资的减量，受此推动，存量社融同比增速也回升至 9.0% 的水平。展望 2025 年内剩下的 5 个月，用于“化债”的特殊再融资券已累计净融资 1.78 万亿（预安排 2 万亿），超长期特别国债已累计净融资 1.06 万亿（预安排 1.3 万亿），普通国债已累计净融资 2.76 万亿（按 4.0% 赤字率计算预安排约 4.86 万亿），新增地方政府专项债已累计净融资 2.61 万亿（预安排 4.4 万亿），进入 8 月份，本年度预安排政府债融资进度已然过半，其中“化债”和特别国债发行已进入尾声，随着三季度中后期政府债券发行强度减缓，社融增速或承受一定下行压力。

结构：票据冲量。展开新增贷款的分项看，7 月份短期贷款及票据融资减少 616 亿元（同比少减 1,454 亿元），主要由于票据融资同比多增 3,125 亿元，且对应社融分项未贴现承兑汇票同比多减 564 亿元，表明 7 月份“票据冲量”诉求较高，票据市场供不应求。分部门来看，7 月份企业短期贷款减少 5,500 亿元，规模与去年同期持平，但仍然超出过去 3 年同期均值 4,277 亿元，超季节性减少或源自二季度短期贷款冲量之后出现集中到期，拉低了短期贷款

读数；企业中长期贷款减少 2,600 亿元，同比少增 3,900 亿元，显示尽管“化债”对贷款读数的影响减弱，但是在 7 月份制造业仍处于“内卷”竞争格局下，企业加杠杆需求低迷；居民部门 7 月短期贷款减少 3,827 亿元，同比多减 1,671 亿，经过二季度“618”促销和以旧换新政策推动之后，居民消费在短期复苏回落；居民中长期贷款减少 1,100 亿，同比多减 1,200 亿，或表明目前居民加杠杆的动能略有不足。

货币：股市推升 M2、财政支出改善 M1。新口径 M1 同比 5.6%，较上月抬升 1.0 个百分点，主要有两点原因：一是去年 7 月仍有企业活期受“手工补息”的影响余波，低基数效应明显，二是财政加快支出的节奏不减，存款继续向私人部门转移。M2 增速同比 8.8%，较上月回升 0.5 个百分点，主要源于股市日益活跃推升非银存款读数。从存款端映射来看，7 月存款总计新增 5,000 万亿，同比多增 1.3 万亿，其中财政存款新增 7,700 亿元，同比多增 1,247 亿元，尽管 7 月份一般是财政融资“多收少支”的支出小月，财政存款季节性同比多增，但是若剔除政府债券融资，则财政存款减少 4,740 亿元，同比多减 4,312 亿，表明 6 月份以来财政支出仍在加快节奏。M2-M1 剪刀差回落至 3.2%（前值为 3.7%）。由于股市向好，成交量提升也推动资金入市，7 月份非银存款新增 2.14 万亿，同比多增 1.39 万亿，成为推升 M2 的重要原因。

货币政策：关注增量金融政策效应。7 月份新增贷款当月值虽然负增长，但是结合 6 月份短贷冲量和有效融资需求不足的背景，我们预计 8 月至 9 月贷款融资或再现季节性回升。8 月份以来，新增金融政策也在逐步落地，8 月 12 日金融监管部门推出个人消费贷款贴息新政，或在 9 月份以后改善短期贷款读数，增量金融政策传导仍需要时间，已实施落地的货币政策效应还会进一步显现，预计二季度创设的各项结构性货币政策，以及潜在的政策性金融工具仍有持续发力的空间。未来货币政策宽松仍将视经济数据、市场预期和外部冲击的研判而定。

风险提示：海外关税政策等风险冲击；一揽子增量政策的宽松效应尚在传导；人民币资产预期回报率低于市场预期。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：王洋）

固收金工

固收深度报告 20250811：债券“科技板”见微知著：非 ETF 成分券科创债，布局正当时

事件 首批 10 只科创债 ETF 于 2025 年 7 月 7 日发行，并于 7 月 17 日正式上市，本文将通过分析科创债 ETF 上市前后不同阶段的产品成分券和跟踪指数成分券各自的二级市场表现，来研判科创债在成分券行情之后的布局方向和择券策略。具体而言，我们将 2025 年 1 月 1 日距今划分 3 个时间区间进行分析，区间 1 为科创债 ETF 获批前，即 2025 年 1 月 1 日-2025 年 6 月 17 日；区间 2 为科创债 ETF 获批后至其上市前阶段，即 2025 年 6 月 18 日-2025 年 7 月 16 日；区间 3 为科创债 ETF 上市后距今，即 2025 年 7 月 17 日-2025 年 7 月 31 日。

观点 科创债 ETF 成分券在上市前后的二级市场表现比较：1) 区间 1：科创债 ETF 成分券收益率均值呈现先升后降趋势，信用利差呈现震荡收窄趋势，其中年初受宏观利率波动影响，科创债收益率随市场利率被动走高，同时科创债作为信用债新兴品种，市场体量较小，信用风险溢价和流动性风险溢价相对较高，进一步推升其估值收益率；3 月后，信用债市场受益于化债推进及“资产荒”加剧而进入修复阶段，

其中科创债凭借“政策背书+相对高票息”成为机构关注品种之一，资金提前博弈政策红利，逐步流入并压低收益率。2) 区间 2: 科创债 ETF 成分券收益率显著下行，成分券抢筹行情极致演绎，表明在市场获知公募机构即将发行首批科创债 ETF 后，机构投资者即进入“抢跑”模式，为博弈科创债 ETF 资本利得收益而建仓或加仓，提前抢配资质较优的科创债个券以避免科创债 ETF 上市后资金集中涌入导致成分券价格上涨带来的踏空损失；信用利差亦呈现快速压缩走势并处于历史低位，继续增配的回调风险明显抬升，部分交易盘投资者开始止盈。3) 区间 3: 科创债 ETF 成分券收益率在成分券抢筹行情的持续演绎下短暂下行，但随后转为上行，一方面系债市整体受股债跷跷板影响所致，另一方面或源于政策落地后，市场从“预期博弈”转向“现实验证”，前期抢跑后进行阶段性调整；信用利差走势基本与收益率走势变化同步，短暂收窄后转为走阔，表明科创债 ETF 上市后，市场热度仍然不减，成分券继续受到市场关注并进一步压降利差水平至历史极低位置，但收窄速度和幅度均有放缓，当前入场的性价比一般，或面临较高的调整风险。未纳入科创债 ETF 的跟踪指数成分券的二级市场表现比较：1) 区间 1: 期间公募机构尚未公布发行科创债 ETF 的消息，若回溯 3 只科创公司债指数底层成分券中未纳入科创债 ETF 成分券的债券收益率走势，可以发现其与科创债 ETF 成分券收益率走势一致，呈现“先升后降”趋势，与债市整体走向趋同；信用利差同样震荡收窄，但历史分位数稍高于科创债 ETF 成分券同期利差所处位置，价差收益空间较为显著，系左侧布局的入场时机。2) 区间 2: 3 只科创公司债指数底层成分券中未纳入科创债 ETF 成分券的债券收益率同样呈现持续震荡下行走势，但下行幅度较科创债 ETF 成分券同期下行幅度稍低，或主要系资产荒持续叠加科创债一揽子利好政策出台背景下，科创债交易活跃度有所上升所致，同时考虑到科创债 ETF 尚未上市，成分券构成尚未公布，但市场参与意愿较强，致使部分后续未被纳入科创债 ETF 成分券的指数底层成分券亦受到投资者关注，两方面因素叠加形成溢出效应，推动未被纳入科创债 ETF 的科创债指数成分券收益率同样下行；信用利差亦显著压缩，但压缩幅度稍小于同期内科创债 ETF 成分券，利差水平所处位置稍高于科创债 ETF 成分券，提示在此区间，科创债 ETF 成分券与科创债指数底层成分券中未被纳入科创债 ETF 的科创债之间的配置价值开始出现分化，科创债 ETF 的高效交易机制和做市商制度对其成分券产生的流动性风险优化、定价效率提升等正面影响促使投资者在科创债品种择券策略上呈现明显的倾向性，对科创债 ETF 成分券的青睐逐步拉开成分券与非成分券之间的性价比。3) 区间 3: 尽管 3 只科创公司债指数底层成分券中未纳入科创债 ETF 成分券的债券收益率在走势上同样表现为短暂下行后转为上行，但走势与同期科创债 ETF 成分券相较明显放缓，可能系科创债 ETF 发行后，其成分券与非成分券之间的关注度差距进一步放大，未纳入 ETF 的科创债需求相对较低所致；信用利差有所走阔，且走阔幅度大于同期内科创债 ETF 成分券，表明在缺乏成分券“抢筹”行情的催化情况下，科创公司债指数底层成分券中未纳入科创债 ETF 的个券估值下行动力不足，虽然其利差亦处于历史低位，但压缩空间较科创 ETF 成分券相对充裕。科创债 ETF 成分券与科创债指数未纳入 ETF 的成分券配置价值对比：1) 尽管该两类科创债的估值收益率及信用利差走势在债券市场宏观影响和科创债板块中观影响下呈现相同的变化趋势，但变化幅度存在区别，科创债指数中未纳入科创债 ETF 成分券的底层科创债的估值收益率和信用利差水平基本均高于同期科创债 ETF 成分券。a) 在区间 1 期间内，科创债指数底层成

分券中未纳入科创债 ETF 成分券的科创债与科创债 ETF 成分券之间的超额利差较为稳定，大致在 1.41BP-9.26BP 内小幅波动，且始终保持正值，即非 ETF 成分券的指数底层成分券静态收益率较高；b) 在区间 2 期间内，科创债指数底层成分券中未纳入科创债 ETF 成分券的科创债与科创债 ETF 成分券之间的超额利差出现走阔，从 2025 年 6 月 17 日的 2.79BP 走阔至 2025 年 7 月 16 日的 9.18BP，主要系机构投资者抢跑科创债 ETF 上市行情，配置及交易需求均明显抬升致使科创债 ETF 成分券收益率迅速下行且下行幅度大于指数底层成分券中未纳入科创债 ETF 的科创债个券，且非成分券的信用利差水平所处位置高于成分券信用利差水平 8.9pct，表明在科创债 ETF 正式发行前，科创债板块整体热度上涨，但随着正式发行的临近，其中被纳入科创债 ETF 的成分券因机构抢筹而价格上涨较快，价差收益空间逐渐消耗，不及科创债指数中未纳入 ETF 成分券的底层成分券；c) 在区间 3 期间内，两类债券之间的超额利差进一步走阔，从 2025 年 7 月 17 日的 10.42BP 走阔至 2025 年 7 月 31 日的 11.74BP，虽然二者自身信用利差均已处于 2025 年以来的历史极低位置，但科创债 ETF 成分券利差在期间的走阔幅度不及科创债指数底层成分券中未纳入科创债 ETF 的个券，意味着二者当前的操作策略需有差异，即非成分券的配置价值相对成分券已突显，择券上可适度切换至指数底层成分券中未纳入 ETF 的个券，从中挖掘流动性在 2025 年以来均相对良好、主体资质较优、利差下行空间可观的标的，博弈其后续被纳入科创债 ETF 的概率。2) 若结合当前科创债指数底层成分券未被纳入科创债 ETF 的科创债中信用利差达 40BP 以上的债券规模占其总额比例为 14.79%，而科创债 ETF 成分券占比为 5.94% 的数据而言，当前科创债指数底层成分券中尚未被纳入 ETF 的个券中仍具备一定利差压缩空间的标的可选范围较科创债 ETF 成分券更大，交易相对不拥挤，在下半债市震荡行情中系值得关注并把握的配置窗口期。风险提示：数据统计偏差；科创债政策超预期收紧；债市超预期波动。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

固收深度报告 20250811：“反内卷”政策能否复制供给侧改革？——全方位对比及债市影响剖析

观点 “反内卷”与供给侧改革全方位对比 背景动因 2015 年，我国经济正从过去的高速增长期转向中高速增长，工业领域的产能过剩问题加剧，特别是煤炭、钢铁等传统重工业部门产能利用率持续走低，全球大宗商品价格调整，企业经营承压。2015 年 11 月 10 日，中央财经领导小组第十一次会议首次提出“供给侧结构性改革”，并将“去产能”列为五大任务之首。2022 年 10 月以来，我国 PPI 再次陷入负区间，但产能过剩问题更集中地体现在光伏、锂电、新能源车乃至多晶硅、碳酸锂等新兴行业。“内卷”不再是周期性过剩，而更像结构性、制度性过剩：在上中下游各领域，企业为了争夺有限的市场份额，开展价格战，压缩利润，降低产品质量，但考虑到地方政府补贴、低息贷款和税收优惠，企业竞争仍在加剧。重点行业 本轮“反内卷”覆盖范围广，包括三类行业：传统行业，包括煤炭、钢铁、水泥等地产基建相关的原材料行业；新兴产业，包括光伏、锂电、新能源车等装备制造及科技行业；下游消费相关，包括食品制造、医药、电商、互联网平台等。政策重心偏向“新三样”（新能源、半导体、高端装备），反映产业升级方向。产能闲置问题普遍存在上游原材料和制造业当中，部分行业的产能利用率持续低于 75% 的警戒线，低于历史分位数中值。工业产能利用率处于低位的行业，与本轮“反内卷”覆盖行业范围相符合。在新能源汽车等新兴行业，投资过于集中，供需不匹配，

“内卷”导致产能利用率、产品价格和利润率下降。但据乘联会统计，2025 年 1-5 月的汽车行业利润累计同比下降 11.9%。从 2024 年 3 月起至 2025 年 5 月，光伏多晶硅、M10 单晶硅片、电池级碳酸锂产品价格降幅均达到 50% 水平。

2016-2017 年的供给侧改革，聚焦上游原材料行业，如煤炭、钢铁、水泥、平板玻璃、电解铝、化工等，主要解决传统行业产能过剩问题，由国企主导。相较之下，本轮“反内卷”更具广谱性，重点在于中下游环节的新兴行业，且民营企业较多，也涉及中上游原材料行业。核心矛盾并非产能“绝对量过剩”本身，而是企业低价竞争与过度投资等问题下的“结构性过剩”，导致价格、品质和创新程度的降低。

政策举措 2016-2017 年的供给侧改革以“三去一降一补”，即去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板为主要政策工具，呈现出行政化手段主导，重点行业目标量化，配套补充措施，棚改货币化政策扩需的特点。结合当前客观形势，本轮“反内卷”政策具体措施将与上轮供给侧改革存在以下不同：首先，本轮“反内卷”目前以行业自律等市场化手段为主，行政干预相对温和，重在制度建设。其二，去产能和调节供给侧只是本轮“反内卷”的手段，最终目的是构建新发展格局、推动高质量发展，并且扩大对外开放，畅通出口循环。其三，考虑到需求侧偏弱、消费弹性有限且货币政策宽松的宏观环境，本轮“反内卷”不太可能配合需求侧的大规模扩张性政策。

政策落地周期与成果 供给侧改革落地周期呈现政策力度大且见效快的特点。重点行业去产能化快速推进。2017 年 1 月，国家发改委宣布已经提前超额完成去年去产能的年度任务。从 2015 年到 2017 年，煤炭开采和洗选业产能利用率从 59.5% 上升至 68.2%，黑色金属冶炼和压延加工业产能利用率从 71.7% 上升至 75.8%，水泥熟料产能利用率从 60% 上升至 70%。

去产能推动商品价格大幅回升，2016 年 9 月 PPI 同比转正，2017 年 9 月上行至同比 6.9%。2017 年 9 月，黑色金属冶炼及压延加工业 PPI 同比上涨至 31.5%，煤炭及炼焦工业同比上涨至 32.9%。2017 年，规模以上工业企业实现利润 75187.1 亿元，比上年增长 21%，增速比 2016 年加快 12.5 个百分点，是 2012 年以来增速最高的一年。

供给侧改革对利率债的影响呈现“先利多、后利空”的趋势，通过基本面预期、商品价格、货币政策、需求侧等因素共振。政策初期，央行降准降息对冲经济下行压力，资金面宽松；叠加产能过剩行业供给收缩尚未传导至价格端，PPI 仍处于负增长区间，通胀预期低迷。2016 年第三季度，PPI 同比转正，政策成效开始显现，国债利率见底。随着棚改货币化安置加速、地产投资回升，需求端扩张，央行货币政策转向稳健中性，通过拉长 MLF 期限、抬升资金利率中枢等方式“去杠杆”，利率反转上行，10 年期国债收益率 2017 年末回升至 3.9% 水平。

基于上轮供给侧改革的经验，本轮“反内卷”预计呈现出前期因学习效应预期升温快，周期持续更长，影响更为深远的特征。总体而言，当前“反内卷”政策更加注重长效机制建设，涉及政府、市场和企业多方改革，通过市场化、法治化手段推动产能优化升级，可能实施周期较长，但将取得更为持久和健康的效果。

“反内卷”对债市影响展望 参考供给侧改革经验，去产能政策对于利率债的影响主要通过预期、商品价格、货币政策、需求侧等因素传导。本轮“反内卷”需求侧偏弱，当前地产投资乏力，基建投资增速放缓，出口承压。与上轮供给侧改革显著不同的是，政策层面已明确排除了通过棚改货币化等大规模需求刺激的可能。面对需求缺口，货币政策保持宽松。

从 2015 年-2017 年的供给侧改革情况来看，商品价格的上升和债券利率的上升之间，存在 1 年的时滞。反观“反内卷”政策落地，国债利率当月即出现回升。之所以出现时滞上的区别，核

心在于供给侧改革时资金供给与需求节奏错位：2016 年工业品大涨初期，M2 增速因股灾救市而高位、社融尚低迷，银行间流动性宽松，利率保持低位；直到 2016 年四季度金融去杠杆启动、社融-M2 裂口重新扩大，利率才加速补涨。而 2024 年 7 月的债市已历经两年牛市，杠杆和久期均处于历史高位，扩张空间有限。而且本轮“反内卷”政策与超长期特别国债、专项债提前批同步落地，利率上行失去了上轮先去产能后放财政的缓冲。我们预测年内 PPI 当月同比稳步回升至 -1.5% 左右的水平，但转正仍需等待。目前，10 年期国债在 1.6% 低位震荡，短期调整压力来自商品价格小幅反弹，但非需求推动难以驱动趋势性熊市。社融存量同比增速的回升需要看到反内卷政策从供给侧带来的企业利润回升，以及随之回升的居民收入预期及杠杆率提升。长期来看，“反内卷”虽然是供给侧的政策，但政策思路是最后通过企业利润的提高，带动工资和土地等要素价格的提高，则可以传导到需求上，届时或带来债券利率真正的上行拐点。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)

固收周报 20250811：10 年期国债利率在 1.7% 附近形成新的震荡中枢
观点 股票市场指数持续上行，债市相对平稳，并未受到显著影响，如何看待后续“股债跷跷板”的走向？本周（2025.8.4-2025.8.8），10 年期国债活跃券收益率从上周五的 1.695% 下行 0.4bp 至 1.691%。周度复盘：周一（8.4），早盘受前一周周五的国债征税增值税及海外弱非农数据影响，利率有所下行。午后股债跷跷板效应显现，加之市场对于月初公布买卖国债或买断式逆回购的预期落空，利率转而上行，全天 10 年期国债活跃券收益率上行 1.3bp。周二（8.5），上午股市上涨，对债市造成小幅压制。午后新闻报道佛山基孔肯雅热，叠加对于大行买债的预期发酵，利率有所下行，全天 10 年期国债活跃券收益率下行 0.4bp。周三（8.6），股市上涨，两融余额升至 2 万亿元，但债市因流动性宽松保持稳定，全天 10 年期国债活跃券收益率下行 0.7bp。周四（8.7），早盘受特朗普或加征次级关税影响，利率下行，随后 7 月进出口数据公布，以美元计出口当月同比 7.2%，上月 5.9%，进口当月同比 4.1%，上月 1.1%。进出口数据显示我国出口韧性强于预期，利率转而上行。尾盘央行公布明日将续作 7000 亿元 3 个月期买断式逆回购，利率有所下行。8 月买断式逆回购共将到期 9000 亿元，包括 4000 亿元 3 个月期和 5000 亿元 6 个月期，需观察后续是否会再进行 6 个月期买断式逆回购的续作。全天 10 年期国债活跃券收益率下行 0.95bp。周五（8.8），债市维持小幅波动，买断式回购落地加持下，流动性维持宽松，但由于长端出现止盈情绪，令收益率小幅抬升，全天 10 年期国债活跃券收益率上行 0.35bp。周度思考：“反内卷”政策对债市的一次性冲击影响告一段落，将 10 年期国债活跃券收益率的震荡中枢从 1.65% 抬升到 1.7%，我们预计后续将维持这一高位震荡的格局。目前债券收益率有上行和下行两股力量的推动，上行力量为“股债跷跷板”效应，下行力量为对宽松流动性的预期。当前股市反应的是基本面复苏的预期，债市反应的是基本面未企稳前仍需要保持流动性宽松，在两股力量的对峙下，债市收益率将保持相对平衡，重回窄幅震荡状态。“反内卷”政策带来的社融和社零增速回升在年内对债市影响有限，从维稳角度而言依然需要流动性的支持，债市收益率难言上行拐点，但需要提防明年进入基本面验证期后的风险。截至 8 月 7 日，2025 年 8 月银行间质押式逆回购余额为 10.98 万亿元，这一水平接近 2024 年 2 月和 10 月，为 2020 年以来的第三高水平，建议适时降低杠杆和久期，以规避可能到来的风险。 美国失业救济金、

6月制造业新增订单、7月ISM服务业PMI、6月耐用品新增订单等一系列数据公布，后市美债收益率如何变化？本周（0804—0808）海外整体延续前周方向，美债跌美股平，美债短端上行幅度弱于长端，我们考虑一方面市场担忧特朗普政府关税政策终将对物价带来实质性的影响，另一方面稳定币多以短期美债（或现金）作为储备，这将有力支撑美债短端的下限。我们认为，目前全球面临“再全球化”过程中区域供需不平衡的严峻挑战，所引发的区域性通缩（供过于求）、通胀（供不应求）让全球央行较难步调一致，寄希望于外围“放水”的观点或低估了这一不平衡的区域性特征。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8月2日当周初次申请失业金人数持续上升至一个月来的最高水平，7月26日持续领取失业金人数较前值增长；ISM服务业PMI下降，整体服务业扩张动进一步冻结。截至8月2日当周，美国首次申领失业救济人数由21.9万人增加7000人至22.6万人，为7月5日当周以来最高水平，且高于市场预期的22.1万人。持续申领失业救济人数升至197.4万人，创2021年11月以来新高。7月美国服务业PMI指数降至50.1，低于6月的50.8及市场预期的51.4，表明服务业扩张动能进一步趋弱。分项指标方面，新订单指数由51.3降至50.3，显示需求增速显著放缓；就业指数则连续第二个月处于收缩区间，从47.2降至46.4，反映劳动力市场压力加大。与此同时，价格指数升至69.9，创2022年10月以来最高，凸显成本压力上行。（2）美国制造业出现持续低迷，6月新增订单萎缩加剧，耐用品新增订单环比大幅下滑。受商业飞机订单锐减的显著拖累，美国6月制造业新订单环比下降4.8%，显著逆转了5月因飞机订单激增所带来的强劲反弹。同期，美国耐用品订单环比下降9.3%，降幅虽较市场预期的-10.7%有所收窄，但仍呈明显回落态势。本轮波动主要源于非国防航空器订单的集中调整；若剔除波音订单影响，核心耐用品订单表现相对稳健，环比增长0.25%，高于市场预期的0.1%。

（3）美联储降息预期升级，或于9月开启降息周期。2027年FOMC票委、旧金山联储主席玛丽·戴利（Mary Daly）周一表示，鉴于越来越多证据表明美国就业市场正在走软，且没有出现关税驱动的持续性通胀迹象，降息时机正在临近。“上周美联储决定维持短期借贷成本在4.25%-4.50%区间而非降息时，我愿意再观望一次会议，但这个等待不可能无限期持续。”戴利如此评价美联储上周的决策。该决定与她部分同事的降息主张及特朗普的公开要求相左。虽然这并不意味着9月必定降息，但她表示：“我会倾向于认为今后的每次会议都需要认真考虑政策调整。”对于6月美联储政策制定者预计的年内两次25个基点降息，戴利认为这“仍是适当的调整幅度，具体是在9月和12月实施还是其他时间组合并不重要，存在各种排列可能性来实现这两次降息”。截至8月8日，Fedwatch预期2025年9月降息25bp的概率高达88.9%，10月降息概率为96%。12月份在9月份已经降息25bp的前提下再下降25bp的概率达89%。总的来看，美联储近期降息概率较大，下半年有望成为美联储货币政策调整的关键时点。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 20250810：“债不弱，股不强”格局下转债仍将扮演必要角色

本周（0804—0808）转债市场等权、加权指数涨幅均超过2%，风格上由于微盘股周k7连阳，低价弱于中价弱于高价，大盘弱于中盘弱于小

盘，国内外流动性宽松预期仍在发挥作用。银行板块出现反弹，转债个券普遍涨幅 2% 上下，正如前期 0728—0801 观点所述，银行作为政策性托底工具之一，轮动节奏取决于上证回踩 3500 点压力，我们判断后市权益慢牛格局下，银行转债机会尚存。我们整体维持前期观点，对待转债市场下半年保持相对乐观：1) 供需失衡，“资产荒”的局面仍在持续；2) “债不弱、股不强”的格局下转债——尤其是低价高评级标的——仍将在资产组合中扮演重要角色，潜在抱团行情下估值较难压缩；3) 转债中枢价格被动抬升下，赔率相对提升、胜率相对降低，可适当进行高低切换，防止风格漂移。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：合兴转债、广大转债、浦发转债、希望转债、烽火转债、利群转债、和邦转债、首华转债、希望转 2、恩捷转债。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 20250809：绿色债券周度数据跟踪 (20250804-20250808)

观点 一级市场发行情况：本周 (20250804-20250808) 银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 16 只，合计发行规模约 109.13 亿元，较上周增加 43.13 亿元。发行年限多为 5 年；发行人性质为地方国有企业、中小微民企、央企子公司、其他企业；主体评级多为 AAA、AA+ 级；发行人地域为福建省、广东省、广西壮族自治区、河北省、江苏省、山东省、上海市、天津市；发行债券种类为商业银行普通债、中期票据、企业 ABS、私募公司债、一般公司债、定向工具 (PPN)。二级市场成交情况：本周 (20250804-20250808) 绿色债券周成交额合计 474 亿元，较上周增加 4 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 250 亿元、164 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 84.93%，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 197 亿元、111 亿元和 16 亿元；分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、湖北省、广东省，分别为 163 亿元、54 亿元和 41 亿元。估值偏离度前三十位个券情况：本周 (20250804-20250808) 绿色债券周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交幅度大于溢价成交，折价成交比例大于溢价成交。折价个券方面，折价率前三的个券为 20 常鼎绿色债 02 (-1.6355%)、25 桂林银行绿色债 01 (-0.6405%)、25 赣锋锂业 MTN001(科创票据) (-0.4830%)，其余折价率均在 -0.30% 以内。主体行业以金融、交运设备、建筑为主，中债隐含评级以 AAA-、AA、AA+ 评级为主，地域分布以北京市、江苏省、贵州省居多。溢价个券方面，溢价率前四的个券为 25 水能 G1(1.2430%)、鲲鹏 17A2(0.5261%)、24 华能水电 GN004(乡村振兴) (0.4529%)、25 银宝集团 MTN001(碳中和债) (0.1345%)，其余溢价率均在 0.11% 以内。主体行业以金融、交运设备、公用事业为主，中债隐含评级以 AA+、AAA-、AA 评级为主，地域分布以广东省、天津市、山东省、北京市居多。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)

固收点评 20250809：二级资本债周度数据跟踪 (20250804-20250808)

观点 一级市场发行与存量情况：本周 (20250804-20250808) 银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债 1 只，发行规模为 30.00 亿元。发行年限为 10Y；发行人性质为地方国有企业；主体评级为 AAA；发行人地域为贵州省。截至 2025 年 8 月 8 日，二级资本债存量余

额达 47,279.85 亿元，较上周末（20250801）减少 336.5 亿元。 二级市场成交情况： 本周（20250804-20250808）二级资本债周成交量合计约 1606 亿元，较上周减少 1033 亿元，成交量前三个券分别为 25 工行二级资本债 02BC（96.31 亿元）、25 中行二级资本债 01BC（83.33 亿元）和 25 建行二级资本债 02A(BC)（68.00 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 1288 亿元、119 亿元和 60 亿元。 从到期收益率角度来看，截至 8 月 8 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：-0.73BP、-2.37BP、-4.37BP；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：1.17BP、-0.16BP、-0.16BP；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：0.60BP、0.60BP、0.60BP。 估值偏离%前三十位个券情况： 本周（20250804-20250808）二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交的比例大于溢价成交，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 九台农商二级（-21.2270%）、20 嘉兴银行二级（-0.4628%）、24 盛京银行二级资本债 01（-0.3651%），其余折价率均在-0.35%以内。中债隐含评级以 AA、AA+、AA-评级为主，地域分布以北京市、山东省、浙江省居多。 溢价个券方面，溢价率前四的个券为 25 稠州商行二级资本债 01（0.3230%）、24 中行二级资本债 02B（0.1154%）、23 工行二级资本债 01B（0.1115%）、22 成都农商二级 01（0.0985%），其余溢价率均在 0.095%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、浙江省居多。 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）

行业

推荐个股及其他点评

锦浪科技（300763）：2025 半年报点评：受益欧洲及亚非拉需求增长，Q2 储能超预期环比高增

投资要点 事件：公司发布 2025 半年报，2025H1 公司实现营收 37.9 亿元，同增 13%，实现归母净利润 6.0 亿元，同比+71%；其中 25Q2 实现营收 22.8 亿元，同环比+16%/+50%。 2025Q2 并网出货环比略增、全年出货或有下滑。公司 2025H1 年并网实现营收 18.2 亿元，同增 13%，毛利率 26%，同比+7.6pct，我们预计出货约 35 万台，同比下滑约 20%，其中 2025Q2 出货我们预计约 17-18 万台，环比略增，同比下降约 25%-30%。全年我们预计并网出货约 70 万台，同比下滑约 15%。 受益欧洲及亚非拉需求提升、25Q2 储能出货环比翻倍增长。公司 25H1 储能实现营收 7.9 亿元，同增 314%，毛利率约 30%，同增 2.7pct，我们估计 25H1 实现出货约 12 万台，同增 200%+，其中 25Q2 预计出货 8-9 万台，同比翻两倍以上增长，环比翻倍以上增长，主要系欧洲需求逐步恢复及亚非拉等新兴市场需求起量，25Q3 受欧洲休假影响以及亚非拉雨季影响，需求环比将有所下滑，全年我们预计出货可达 25-30 万台，同增 180%+。 公司户用及工商业电站规模基保持稳定、持续贡献稳定现金流及利润。2025H1 公司户

用光伏发电系统及新能源电力生产实现营收 11.1 亿元，同增约 3%，整体毛利率约 57%，基本维持平稳。其中分布式电站自持运营量达 1.33GW，实现营收 3.0 亿元，同比基本持平；户用电站自持运营量为 3.52GW，同比基本持平，实现营收约 8.1 亿元，同增 4%。2025Q2 户用及工商业电站业务我们估计实现营收约 7 亿元，环增 70%+。2025 年上半年期间费率略有下滑、公司存货略有下行、经营性净现金有所提升。公司 2025H1 期间费用 7.4 亿元，同比+4%，其中财务费用 1.06 亿元，同比下滑 35%，主要系产生汇兑损益约 3 千万元，2025H1 期间费率 19.5%，同比-1.7pct，其中 2025Q2 末公司存货为 18.9 亿元，较 2025 年初略有下降。2025H1 经营性净现金为 8.1 亿元，同比去年同期提升 2.2 亿元。

盈利预测与投资评级：考虑 2026 年及 2027 年并网增速放缓，我们维持 2025 年业绩预测，略微下调 2026-2027 年业绩预测，我们预计 2025-2027 年归母净利润为 11.6/14.5/17.7 亿元（前值为 11.6/15.1/19.1 亿元），同增 68%/25%/22%，对应 PE 为 22/18/14 倍，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
 证券分析师：余慧勇）

上美股份（02145.HK）：美妆龙头百尺竿头思更进，多品牌战略前景可期

投资要点 韩束主品牌常居抖音美妆 NO1，在大众护肤赛道具有统治级地位，当前多品牌战略成效显著。公司聚焦护肤、母婴和洗护三大核心领域，通过多品牌战略覆盖不同消费人群与价位带，形成多领域品牌矩阵。2024 年公司营收 67.9 亿元，同比增长 61.2%，扣非后归母净利润 7.8 亿元，同比增长 69.4%。其中，韩束作为核心品牌 2024 年贡献 82.3% 的营收，2024 年至今蝉联抖音护肤品类榜首；新锐婴童功效护肤品牌 NEWPAGE 一页 2024 年营收 3.8 亿元，同比增长 146.3%，成为第二增长引擎。

25 年以来抖音渠道结构优化带动利润改善，中报预告超预期。25 年以来公司调整抖音为主的内容电商销售结构，提升自播占比，带动利润率改善。据蝉妈妈平台统计，25Q1/Q2 韩束抖音自播占比较去年同期分别提升 22pct/19pct，自播占比明显提升。新兴品牌 NEWPAGE 持续靓丽，25 年 618 天猫/抖音/京东三大平台 GMV 均翻倍增长。公司 25H1 预告营收同比+16.8%-17.3%；净利润同比+30.9%-35.8%，高基数下收入维持较好增长，渠道改善+中高端婴童品牌高增带动利润增长。

“2+2+2”战略有望实现三年稳健增长，新品牌储备丰富支撑增长。“2+2+2”即公司中期聚焦护肤、洗护和母婴三大高景气细分赛道持续发力，各成功打造 2 个知名品牌。①护肤：主品牌韩束稳居抗衰护肤领域前列，高端品线如 X 肽、次抛有望复制套盒成功经验，男士、彩妆等其他品类持续扩充。其他护肤品牌如安敏优布局敏感肌护肤，TAZU 瞄准高端抗衰赛道，ATISER 主攻医研美白，完善护肤多品类品牌矩阵布局；②母婴：NEWPAGE 定位中高端快速崛起，打开婴童功效护肤新蓝海，红色小象、一叶子持续迭代焕新。③洗护：推陈出新，极方发力防脱洗护，2032 提供精准护理，一叶子和韩束拓展大众洗护领域。

长期看，已有品牌纵向深耕，叠加多个第 N 曲线品牌推出，带来长期增长势能。主品牌韩束拓展男士、彩妆、个护等新领域打开增量市场，采取事业部制改革精细化管理；NEWPAGE 扩充明星单品及年龄层；洗护品牌多点开花驱动中长期跃迁。我们测算中期公司护肤/婴童护理/洗护赛道的零售额规模有望分别突破 100/20/20 亿元。同时，公司围绕母婴 IP、医美、家清与原料等方向展开多元化布局，为中长期增长蓄能，有望驱动公司迈向远期更高收入目标。

盈利预测与投资评

级：公司依托“2+2+2”战略，聚焦护肤、母婴、洗护三大赛道构建多品牌矩阵，差异化定位各细分市场，运营能力出众，品牌势能强劲。我们预计公司 2025-2027 年分别实现归母净利润 11.1/14.1/17.6 亿元，分别同增 42.3%/26.5%/24.8%，当前市值对应 PE 分别为 29/23/18X，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：国内消费市场复苏不及预期，行业竞争加剧，多品牌矩阵运营管理风险，渠道扩张不及预期等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：郝越）

纳思达（002180）：国产打印机龙头，竞争力持续强化

投资要点 信创国测标准出台，奔图市占率有望持续增长：近日，中国信息安全测评中心发布了 3.0 版测评工作指南，在原有 V2.0 版本的基础上，新增了打印机主控芯片的测评品类，我们预计未来对于打印机其他重要零部件国产化要求有望进一步提升。奔图和华为鸿蒙系统已完成签约战略合作，与华为完成全系列 200 多款产品的适配。公司全面适配信创生态，产业链国产化优势显著，我们预计随着行业信创快速推进，未来奔图市占率有望持续增长。截至 2025 年 6 月，奔图产品已销往全球 110 多个国家和地区，累计下线超过 2000 万台。奔图自研的 A3 激光打印机 2024 年正式发布推向市场，性能已逐步稳定。2025 年 6 月，奔图“扛打”系列新品实现了“连续打印 40 万页、卡纸率低于 0.02‰”的性能，打破世界新纪录，并获得世界纪录认证 WCRA。公司产品性能持续提升，并积极拓展高端打印机市场，产品均价和毛利率有望持续增长。

极海微竞争力持续强化：极海微汽车芯片产品在控制器，传感器，电源&模拟&驱动等 3 个赛道长线布局。公司新推出面向具身机器人的高性能、高安全实时控制 MCU/DSP，在人形机器人芯片的布局上相对完善，产品可以应用于感知和执行部件方面，如超声波雷达芯片以及首款基于 Arm®·Cortex®-M52 处理器的高性能实时控制 DSP 芯片等，既可用在汽车上，也可用在机器人上。公司还打造了“芯片+算法+参考设计”一站式电机系统方案。针对不同的电机类型和应用场景，如 BLDC、PMSM、步进电机等，提供了丰富的控制方式和算法支持，满足机器人在机械臂、机器人关节、工业机械手等细分领域的多样化需求。公司关节控制及驱动芯片、编码器芯片，小脑计算芯片，BMS 管理 MCU，通信管理及电源管理 MCU 等，均实现了国产化替代，且相关产品与广汽、一汽等主流汽车厂商、多家头部一级供应商以及汇川、宇树等工控领域的大客户达成合作。

盈利预测与投资评级：考虑公司出售利盟短期影响财务费用等，以及公司持续加大研发投入，我们将公司 2025-2026 年 EPS 预测由 1.30/1.60 元下调至 0.84/1.28 元，预测 2027 年 EPS 为 1.68 元，我们看好信创标准出台促进奔图市占率提升，极海微工控和车规新产品导入标杆客户奠定未来成长基础，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧，汇率波动风险，资产减值风险。

（证券分析师：王紫敬 证券分析师：陈海进
 证券分析师：张文佳）

耐世特（01316.HK）：2025H1 业绩公告点评：亚太区增长迅猛，利润同比高增！

投资要点 公司公告：公司发布 2025 年上半年业绩公告，2025 年上半年公司实现营收 22 亿美元，同比+6.7%；归母净利润 0.63 亿美元，同比+304.7%，业绩符合预期。25H1 收入跑赢市场，亚太区持续贡献最大增量。2025 年上半年集团实现营业收入 22.42 亿美元，同比增长 6.7%，排除外币换算及商品补偿影响收入同比+7.6%，主要受益于亚太区高增长带动。分地区看：1)2025H1 北美区营业收入 11.4

亿美元，营收占比最高，营业收入同比+1.7%，收入增长原因主要系公司客户项目的市场表现优秀；2）2025H1 亚太区营业收入 6.9 亿美元，同比+15.5%，主要为过去数年获取的订单及新项目投产所致，其中中国区增长 12.3%贡献较多增量；3）欧洲、中东、非洲及南美洲地区营业收入 4.01 亿美元，同比+9.4%，主因包括欧洲项目投产，南美洲地区业务稳步增长，巴西地区业务回暖。欧洲、中东等地 EBITDA 率好转带动业绩稳健提升。1）2025H1 公司毛利率为 11.5%，同比+1.4pct，主要为收入增加及营运绩效改善所致。2）2025H1 公司 EBITDA 率为 10.3%，同比+0.9pct，分区域看，北美区 EBITDA 率为 7.6%，同比-0.2pct，亚太区 EBITDA 率为 16.9%，同比-0.8pct，欧洲、中东、非洲及南美洲地区 EBITDA 率为 8.8%，同比+6.7pct。3）2025H1 公司归母净利润为 0.63 亿美元，同比+304.7%，增幅较大主要受 EBITDA 增加及订单变动带动。定位线控转向领导者，订单获取顺利，亚洲成为重要增长引擎。2025H1，公司成功投产 31 个新客户项目，其中 23 个为新增或新获取业务，8 个为现有业务扩展。亚太区为主要增长引擎，贡献 24 个项目，其中 21 个投产项目为纯电动车相关，体现公司顺应电动化发展趋势积极进行业务结构优化。我们认为全球电动化及智能化趋势下线控转向有望加速落地，公司作为全球转向行业龙头厂商有望持续受益。盈利预测与投资评级：由于公司业绩持续兑现，我们维持公司 2025-2027 年营收预测为 44/45/47 亿美元，同比分别+3%/+3%/+3%；上调 2025-2027 年归母净利润预测为 1.4/1.6/1.9 亿美元（原为 1.1/1.4/1.6 亿美元），同比分别+123%/+18%/+16%，对应 PE 分别为 16/14/12 倍，由于公司为汽车转向核心供应商，盈利呈现明显改善趋势，我们看好公司在这轮智能化下的发展趋势。维持“买入”评级。风险提示：乘用车行业需求复苏低于预期，汽车智能化进程不及预期。

（证券分析师：黄细里 研究助理：孙仁昊）

健盛集团（603558）：2025 年中报点评：Q2 净利降幅环比收窄，下半年棉袜业务有望改善

投资要点 公司公布 2025 年中报：25H1 营收 11.71 亿元/yoy+0.19%，归母净利润 1.42 亿元/yoy-14.46%。分季度看，25Q1/Q2 营收分别为 5.60/6.11 亿元，分别同比+2.12%/-1.52%；归母净利润分别为 6012/8162 万元，分别同比-26.88%/-2.23%。收入基本持平，主因在全球消费疲软及美国贸易政策多变背景下，公司稳住老客户的同时积极开拓新客户；利润端下滑主要源于为应对预期增长而提前储备产能及人员导致成本及相关费用增加。中期分红 0.25 元/股，派息比例 61%。棉袜业务短期承压，无缝业务稳中有升。1）棉袜业务：

25H1 收入 8.39 亿元/yoy-0.7%，净利润 1.09 亿元/yoy-19%，收入基本持平，利润下滑主因 Q1 增加招工导致成本上升而订单增长不及预期。展望下半年，核心客户优衣库订单有望集中释放，且公司成功开拓 Brooks、NB、Aritzia、UA 等新客户，并与 Lululemon、UGG、HOKA 等品牌进入开发阶段，我们预计下半年订单有望环比改善。2）无缝业务：25H1 收入 3.32 亿元/yoy+2.6%，净利润 0.32 亿元/yoy+6%，收入增长主要来自新客户 Tefron 带动，25H1 Tefron 收入同比增长 50%+至 6000 万元+，迪卡侬/优衣库表现相对平稳。上半年出货主要来自国内工厂，越南基地管理水平较 2024 年有较大提升，但当前开机率较低，我们预计下半年延续上半年表现。25H1 毛利率小幅下降，费用率有所上升，归母净利率承压。1）毛利率：25H1 毛利率 28.17%，同比-0.72pct，主因 Q1 越南清化基地增加招工而订单未达预期增长。2）费用率：25H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.24%/8.87%/1.57%/-

0.29%，分别同比+0.17/+0.99/-0.34/+0.45pct，管理费用率上升较多，主因公司引进三位副总裁加强团队建设以及管理人员关薪酬支出增加。

3) 归母净利润率：综合影响下，25H1 归母净利润率同比-2.07pct 至 12.11%。

盈利预测与投资评级：公司持续高分红+回购股份，管理层增持公司股份，彰显发展信心，棉袜业务新客户开拓及下半年订单恢复趋势明确，我们预计 25-27 年归母净利润分别为 3.12/3.54/4.03 亿元，对应 PE 分别为 11/10/9X，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：外需疲软与全球经济波动、汇率波动、订单波动等风险。

(证券分析师：汤军 证券分析师：赵艺原)

伟星新材 (002372)：2025 年中报点评：业绩依然承压，坚守高质量发展

投资要点 事件：公司发布 2025 年中报。2025 年上半年公司实现营收 20.78 亿元，同比-11.33%；归母净利 2.71 亿元，同比-20.25%。其中，Q2 公司实现营收 11.83 亿元，同比-12.16%；归母净利 1.57 亿元，同比-15.55%。

景气下行压力下收入继续承压，零售基本盘持续巩固。分产品看，公司 2025 年上半年 PPR 系列产品实现收入 9.32 亿元，同比-13.04%；PE 系列产品收入 4.11 亿元，同比-13.28%；PVC 系列产品 2.90 亿元，同比-4.21%，其他产品收入 4.24 亿元，同比-8.39%，零售为主的 PPR 业务上半年承压明显，但预计服务户数同比下降幅度低于收入表现，预计市场份额继续保持提升趋势；其他产品方面，公司继续推荐“同心圆”和全屋水生态落地，防水业务稳健增长，净水业务继续优化。分区域来看，公司华东、东北和华中地区销售下降较为明显，境外收入 1.48 亿元，同比-12.03%，海外业务目前处于先期布局和整合阶段。

毛利率同比下降，费用管控良好。2025Q1-Q2 销售毛利率分别为 40.45%/40.53%，同比分别变动-1.0pct/-2.1pct，Q2 毛利率同比降幅有所扩大，预计受到整体行业价格竞争压力的影响，分产品看 PPR 产品毛利率下降 1.6pct，PE 产品毛利率下降 2.8pct，PVC 产品毛利率同比提高了 2.6 个百分点，我们预计是产品结构优化和原材料价格同比下降所致。期间费用率方面，收入下滑之下上半年销售费用率同比略有下降，管理费用和研发费用略有提高，整体费用管控效果良好。

经营性现金流保持良好，继续保持中期分红。公司 2025 年上半年实现经营活动产生的现金流量净额 5.81 亿元，较上年同期增加约 3 亿元，公司在需求和盈利压力有所增加之下，通过提质增效等继续保持了高质量经营状态。公司 25 年中期分红 1.57 亿元，中期股利支付率约 58%，公司重视股东回报，多年保持高分红比例。

盈利预测与投资评级：公司在需求承压、行业竞争加剧环境下，通过“战略聚焦”和“转型升级”，聚焦核心主业和零售基本盘，保持了高质量发展的态势，不断夯实零售渠道能力并加快推进产品升级和服务创新，商业模式升级和海外市场开拓也在稳步推进。考虑到行业竞争压力带来的毛利率下行压力，我们调整公司 2025-2027 年归母净利润预测为 8.89/10.50/11.99 亿元（前值为 10.82/12.25/13.59 亿元），对应 PE 分别为 19.7X/16.7X/14.6X，考虑到公司转型升级和经营质量优秀，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行的风险；原材料价格大幅波动的风险；竞争加剧的风险；新业务开拓不及预期的风险。

(证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊)

首程控股 (00697.HK)：资产+运营+基金三轮驱动，抢占具身智能产业先机

投资要点 停车场营运龙头，深度布局机器人赛道 首程控股是国内领先的智能基础设施资产服务商，公司以停车、园区等资产

为核心，以股权投资、REITs 投资为抓手，打造“资产运营+资产融通+基金管理”三位一体的复合型平台。近年来，公司持续强化资产运营主业，并在机器人、城市更新、充电设施等方向拓展新增长极，平台属性与资本效率显著提升。2024 和 2025Q1 公司分别实现营业收入 12.15、3.52 亿港元，同比分别+37.54%、+0.22%；实现归母净利润 4.10、2.13 亿港元，同比分别+1.64%和 80.19%。整体盈利质量改善明显，资产管理业务贡献度持续提升，为中长期业绩上行打下坚实基础。收入恢复主要得益于 REITs 市场回暖叠加停车项目投运加速，其中资产运营业务同比增长近 40%，占比已超过 75%。费用率方面，受益于运营效率改善，公司管理费用率整体呈下降趋势，2024 年管理和财务费用率分别为 24.96%和 9.57%，同比分别-8.99pct 和-2.39pct。资产运营与资产融通协同发力，夯实可持续增长基础

在资产运营端，公司已有停车场运营+产业空间管理和租赁住房两大业务布局，其中停车场运营业务形成“长期租赁+停车综合体+产权购置+充换电+城市智慧停车+停车产业基金”六大运营模式，深度绑定机场、高铁、市政等高频场景资源。2024 年公司落地广州白云、天津滨海、拉萨贡嘎等多座重点机场停车项目，并积极拓展充电桩与场景增值服务；2025 年公司西安咸阳机场停车项目开始运营。在资产融通端，公司为国内公募 REITs 市场重要产业投资方之一，已设立三支百亿级基础设施基金与平准基金，具备全流程 REITs 证券化能力；同时，基金管理与持有投资贡献稳定高毛利现金流。

抢占人形机器人先机，构建“资本+平台+场景”三重闭环

在新业务拓展方面，公司率先卡位具身智能赛道，投资布局多个具身智能及人形机器人行业核心标的，并通过“基金+平台+场景”三重路径构建生态优势。2023 年，公司受托管理百亿级“北京机器人产业发展基金”，在产业早期阶段即完成对宇树科技、银河通用、云深处、松延动力、星海图等头部企业的投资，后续有望通过股权退出与基金分成获取可观回报。2024 年，公司设立北京首程机器人科技产业有限公司，围绕“销售代理+租赁业务+二次开发”建立盈利模式，依托国企背景与渠道能力增强客户信任与落地效率。公司还充分利用自身在停车场、园区、产业空间、已投 REITs 等方面的运营资源，为机器人提供标准化、高频次应用场景，加速形成“训练—交付—使用—再训练”的数据飞轮，推动模型持续迭代与商业化转化。

盈利预测与投资评级：公司在停车场管理、充电设施运维及基金管理等多个高毛利轻资产业务中具备一定先发优势。预计公司 2025–2027 归母净利润为 5.9/7.7/9.3 亿港元，对应当前股价下的 PE 分别为 26/19/16 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济波动，REITs 市场回暖不及预期，机器人业务落地不及预期

（证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天
研究助理：陶泽）

德赛西威（002920）：2025 年中报点评：智能化业务快速增长，海外贡献增量，业绩超预期！

投资要点 公告要点：公司公布 2025 年中报。2025 年上半年实现营收 146 亿元，同比+25%，实现归母净利润 12.2 亿元，同比+46%，实现扣非归母净利润 11.5 亿元，同比+46%。其中 2025 年二季度实现营收 79 亿元，同环比+30%/+16%；实现归母净利润 6.4 亿元，同环比+41%/+10%；实现扣非归母净利润 6.56 亿元，同环比+56%/+32%，业绩超预期。

持续聚焦主业，智驾业务持续放量。分业务看，2025H1 智能座舱业务收入 95 亿元，同比+18.8%，智能驾驶业务收入 41 亿元，同比+55.49%，网联服务及其他业务收入 10 亿元，同比-2.1%，智

能驾驶业务贡献较多收入增量，主因系技术进步及客户需求增长，显示该产品市场具有较高成长性，同时多款旗舰产品规模化量产，为小米、理想、小鹏、长城等知名车企提供配套支持，新增长城、吉利、奇瑞等新项目订单，协调驱动收入稳步增长。产品组合与技术迭代双线驱动，海外毛利率超预期。2025 年二季度公司毛利率为 20.2%，同环比-0.9pct/-0.4pct，分地区看，2025H1 境内毛利率 19.7%，同比-0.3pct，境外毛利率 29.0%，同比+8.2pct；分业务看，2025H1 智能座舱毛利率 19.8%，同比+0.52pct，2025H1 智能驾驶业务毛利率 19.7%，同比+0.94pct，智能座舱、智能驾驶业务毛利率稳健提升，推测为产量增长的规模效应所致，公司通过优化产品组合、持续迭代产品技术等方式持续拓展新客户、新市场，保持业务持续增长。费用端彰显规模效应，2025Q2 公司期间费用率为 11.3%，同环比分别-1.2pct/-2.0pct，其中销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别同比+0.35pct/-0.50pct/-0.11pct/-0.89pct，环比+0.21pct/-0.70pct/-1.10pct/-0.42pct。全球化战略稳步推进，巩固全球汽车电子核心地位。全球化战略持续落地，2025 年 5 月，公司于印尼地区开始贡献产能；2025 年 6 月，公司墨西哥蒙特雷工厂首个量产项目落地，为美洲市场提供本地化产能保障；西班牙智能工厂预计 2025 年年底竣工，并于 2026 年量产，为欧洲地区供应智能座舱、智能驾驶产品。依靠公司技术能力持续提升及全球化布局的深化，海外业务未来有望成为公司业绩重要支撑。

盈利预测与投资评级：公司作为智能驾驶零部件板块龙头标的，我们看好公司长期成长能力，我们维持公司 2025~2027 年营收预测为 369/462/565 亿元，同比分别+34%/+25%/+22%；维持 2025~2027 年归母净利润为 27.6/36.7/47.1 亿元，同比分别+37%/+33%/+28%，对应 PE 分别为 21/16/12 倍，维持“买入”评级。

风险提示：下游乘用车需求复苏不及预期，乘用车价格战超出预期。

（证券分析师：黄细里 研究助理：孙仁昊）

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>