

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-08-14

宏观策略

2025 年 08 月 14 日

宏观深度报告 20250813: “十五五”期间名义 GDP 增速 5.5%或是重要目标

我国 2035 年的远景目标之一是“人均 GDP 达到中等发达国家水平”，要实现这一目标，需要未来十年名义 GDP 增速不低于 5.4%。但过去 8 个季度的名义 GDP 增速低于实际 GDP 增速，为此，十五五期间需要将名义 GDP 增速放在更重要的位置，如设定年均增速不低于 5.5%的目标。名义 GDP 增速回升的关键是物价。如果 GDP 平减指数能够回到 2012-2025 年的平均水平，即年均同比+1.7%，加上未来十年 4.4%以上的实际 GDP 增速，名义 GDP 增速将能达到 6.1%，超额完成 2035 远景目标。促进 GDP 平减指数回升，除了供给侧“反内卷”之外，需求端“促消费”同样重要，这是因为“反内卷”主要促进工业价格回升，对于服务价格影响较小，而当前价格形势里更重要的是服务价格出现了历史罕见的负增长，这是“反内卷”难以解决的，更需要依靠大力提振消费需求来促进服务价格回升。风险提示：（1）影响 2035 目标的除了物价外，还有汇率，如果人民币兑美元汇率出现长期升至，有利于提高我国美元计价的人均 GDP；（2）如果房地产、消费、出口、人口等领域发生较大的形势变化，未来中长期的经济增长和物价增长也会改变；（3）国内各项改革的推进也会释放改革红利、提高实际经济增速，这样的话对物价的要求可能更低。

宏观点评 20250813: 过于乐观的降息预期——2025 年 7 月美国 CPI 数据点评

核心观点：美国 7 月 CPI 环比+0.2%，核心环比+0.32%，均符合预期，核心 CPI 环比终结连续 5 个月的不及预期。同比口径的预期差（CPI 同比预期+2.8%，实际+2.7%；核心 CPI 同比预期+3.0%，实际+3.06%）主要来自季调与四舍五入等技术问题。从通胀结构来看，二手车价格的如期反弹、关税对家具&机动车零部件等的价格冲击，以及高波动的机票大涨、酒店价格跌幅收窄等均对本月通胀反弹有所贡献。这也意味着，关税对商品通胀的传导仍在进行，同时服务通胀保持黏性，下行仍有阻力。CPI 数据公布后市场交易“通胀温和→降息预期升温→增长预期改善”的叙事逻辑，美股、长债利率上涨、黄金下跌。向前看，当前市场计价的全年 2.4 次/61bps 的降息预期至少存在 11bps 回调空间，对年内过于乐观的降息预期意味着未来美元指数与短债利率存在上行风险。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。

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

晨会编辑 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

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，影响更为深远的特点。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”政策的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

卫星化学（002648）：2025 年半年报点评：Q2 业绩符合预期，高端新材料提供后续增长动能

事件：公司发布 2025 年半年报。2025H1，公司实现营业收入 234.6 亿元

(同比+20.9%), 归母净利润 27.4 亿元 (同比+33.4%), 扣非归母净利润 29.0 亿元 (同比+29.6%)。其中 2025Q2, 公司实现营业收入 111.3 亿元 (同比+5.1%, 环比-9.7%), 归母净利润 11.8 亿元 (同比+13.7%, 环比-25.1%), 扣非归母净利润 12.0 亿元 (同比+2.8%, 环比-28.9%)。业绩基本符合我们预期。中美乙烷贸易于 7 月初恢复正常, 公司供应链风险解除: 2025Q2, 受中美乙烷贸易摩擦影响, 公司生产端存在一定扰动。而在 2025 年 7 月 2 日, 美国商务部工业安全局 BIS 正式撤销了 6 月初提出的全部乙烷出口许可要求, 即刻生效, 中美乙烷贸易回归正常。我们认为公司后续的供应端风险相对可控, 公司重新进入稳定运营状态, 未来有望继续发挥轻烃资源优势&产业链一体化优势。高性能催化新材料项目正式落地, 多个在建项目提供后续发展动能: 2025H1, 公司高性能催化新材料项目正式落地, 未来计划投入 30 亿元, 依托企业技术优势, 打造高性能催化剂产业化落地与高端新材料集群化发展的一体化产研平台。公司将继续落实各基地新项目建设工作, 推进平湖基地与嘉兴基地新建丙烯酸项目、连云港 α -烯烃项目、EAA 项目等, 后续有望为公司提供业绩增量。盈利预测与投资评级: 基于 C2、C3 板块当前景气度, 以及高端新材料项目推进情况, 我们调整盈利预测, 2025-2027 年公司归母净利润分别为 66、80、98 亿元 (前值为 70、91、107 亿元)。根据 2025 年 8 月 12 日收盘价, 对应 A 股 PE 分别 9.7、8.0、6.5 倍。我们看好公司未来成长性, 维持“买入”评级。风险提示: 项目建设不及预期, 需求表现疲弱, 原材料价格大幅波动。

甘源食品 (002991): 2025 年中报业绩点评: 电商、商超改善兑现, Q3 关注新品动销

考虑到成本压力和费用投放可能略有增加, 我们下调 2025-2027 年盈利预测, 预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 2.3/4.0/4.8 亿元 (此前 2025-2027 年分别为 3.9/5.1/6.4 亿元), 同比-38%/+72%/+19%, 对应 PE 为 23/13/11X。维持“买入”评级。

361 度 (01361.HK): 25H1 业绩点评: 稳健增长符合预期, 现金流大幅改善

盈利预测与投资评级: 公司定位大众市场, 质价比优势突出, 并通过渠道创新 (超品店) 和产品升级持续强化竞争力。25H1 在电商高增和线下提效的驱动下, 业绩保持稳健增长。维持预测 25-27 年归母净利润 13.0/14.6/16.2 亿元, 对应 PE9/8/7X, 估值较低, 维持“买入”评级。风险提示: 消费持续疲软, 行业竞争加剧, 新渠道拓展不及预期。

晶晨股份 (688099): 2025 年中报业绩点评: 产品结构优化与规模效应驱动盈利能力提升

25H1 营收稳步增长, 盈利能力显著增强。据公司 25 年中报, 25H1 实现营收 33.3 亿元, yoy+10.42%; 毛利率 36.8%, 同比上升 1.43pcts; 归母净利润 4.97 亿元, 同比增长 37.12%。25Q2 单季营收 18.01 亿元, yoy+9.94%, qoq+17.72%; 毛利率 37.29%, 同比增长 0.95pcts, 环比增长 1.06pcts; 销售净利率 16.95%, 同比增长 2.63pcts, 环比增长 4.65pcts。公司产品组合优化带动毛利率增长, 规模效应带动净利率。机顶盒业务技术领先, 8K 芯片获国内外运营商订单。公司 S 系列 SoC 芯片采用 6nm 先进制程, 支持 8K 超高清解码, 具备智能端侧处理能力, 已获 Google、Amazon 等国际平台认证, 2025 年上半年销量超 400 万颗, 全年预计突破千万颗; 8K 芯片 S928X 在国内运营商全面中标并获海外 Top 运营商订单, 将实现百

万级出货，显示其在智能显示领域的技术实力与市场认可度。 AIoT 产品快速放量，Wi-Fi 芯片销量持续攀升。公司已在 19 款商用芯片中集成自研智能端侧算力单元，受益于智能家居市场需求快速增长以及端侧智能技术渗透率的进一步提升，2025 年上半年出货量达 900 万颗，远超 2024 年全年总和，显示 AI 边缘计算布局初具规模；Wi-Fi 芯片销量持续攀升，2025 年上半年销量超 800 万颗，Wi-Fi 6 芯片销量在第二季度突破 150 万颗，销量占比升至近 30%，反映其在无线连接市场的渗透率和产品竞争力大幅提升。

贵州茅台（600519）：2025 年中报点评：茅台酒节奏稳健，系列酒边际承压

事件：25H1 实现总营收 910.9 亿元，同比+9.2%；归母净利 454.0 亿元，同比+8.9%。25Q2 实现总营收 396.5 亿元，同比+7.3%；归母净利 185.6 亿元，同比+5.2%。茅台酒保持节奏稳定，系列酒 Q2 边际降速。25H1 公司酒类收入同增 9.3%，沿全年规划稳步兑现；Q2 单季酒类收入同增 7.5%，增速较 Q1 放缓，主因场景及需求冲击下系列酒承压降速。1）分产品看：①茅台酒 H1/Q2 收入分别同比+10.2%/+11.0%，Q2 增速略有加快（Q1 同比+9.7%），与线下直销渠道发货节奏变化有关（经销商非标配额保持较快增长，国资平台出货同比恢复）。②系列酒 H1/Q2 收入分别同比+4.7%/-6.5%，Q2 转跌，1 则去年同期基数偏高（24Q2 茅台 1935、汉酱投放进度偏快），2 则外部需求冲击导致出货承压。2）分渠道看：直销、批发渠道 Q2 收入同增 0.6%、16.3%，直销占比 43.3%，环比回落 2.6pct。直销收入增长主要由线下渠道带动，其中 i 茅台 Q2 收入同比-0.3%，其他直销渠道收入同比+24.9%，主要系经销商非标配额转自营拿货贡献。盈利预测与投资评级：参考 2025 年经营目标及当前茅台销售反馈，我们维持 2025 年归母净利润预测为 932 亿元，略微调整 2026~27 年归母净利润预测为 965、1030 亿元（前值 1009、1103 亿元），同比+8%、+4%、+7%，当前市值对应 PE 为 19、19、18x，维持“买入”评级。风险提示：宏观承压消费持续走弱，需求企稳不及预期；市场对增速规划的非理性反应等。

福达股份（603166）：2025 年半年度报告点评：25H1 业绩高增长，曲轴龙头动能充沛

长坂产能超预期落地，精密减速器稳步推进：1）2025 年 7 月 9 日，长坂建成国内首条高精度反向式行星滚柱丝杠磨削量产线，产能达 3 万套；2）公司行星减速器 1 个产品进入小批量交付阶段，2 个产品进入样件测试阶段；3）25H2 推进长坂二期增资及股权转让，加大对反向行星滚珠丝杠、减速器的布局。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润 3.01/3.85/4.60 亿元的预测，对应 EPS 分别为 0.47/0.60/0.71 元/股，当前市值对应 2025-2027 年 PE 为 38/30/25 倍。新能源时代带来混动曲轴及电动齿轮增量，第二增长曲线得到兑现，机器人业务开拓第三增长空间，我们维持对公司“买入”的评级。风险提示：1）新能源混动车型销量不达预期；2）曲轴在建产能爬坡不达预期；3）新能源齿轮进度不达预期；4）机器人产业进度不达预期

宏观策略

宏观深度报告 20250813: “十五五”期间名义 GDP 增速 5.5%或是重要目标

核心观点: 我国 2035 年的远景目标之一是“人均 GDP 达到中等发达国家水平”, 要实现这一目标, 需要未来十年名义 GDP 增速不低于 5.4%。但过去 8 个季度的名义 GDP 增速低于实际 GDP 增速, 因此, 十五五期间名义 GDP 增速可能会放在更重要的位置, 比如设定年均增速不低于 5.5% 的目标。名义 GDP 增速回升的关键是物价。如果 GDP 平减指数能够回到 2012-2025 年的平均水平, 即年均同比+1.7%, 加上未来十年 4.4% 以上的实际 GDP 增速, 名义 GDP 增速将能达到 6.1%, 超额完成 2035 远景目标。促进 GDP 平减指数回升, 除了供给侧“反内卷”之外, 需求端“促消费”同样重要, 这是因为“反内卷”主要促进工业价格回升, 对于服务价格影响较小, 而当前价格形势里更重要的是服务价格出现了历史罕见的负增长, 这是“反内卷”难以解决的, 更需要依靠大力提振消费需求来促进服务价格回升。

(1) 我国经济增长目标有三个层次。最高层次是“三步走”战略的第三步, 中间层次是翻一番目标, 第三层次是年度经济增速目标。年度增长目标是根据中长期目标而确定的, 往往需要较高的年度目标, 来保障中长期目标的实现。

(2) 关于中长期增长目标有两个表述, 一是 2035 年 GDP 或人均 GDP 比 2020 年翻一番, 这个并没有作为定量目标, 更多是作为参考。在制定十四五规划和 2035 远景目标的建议稿时, 习总书记指出“到 2035 年实现经济总量或人均收入翻一番, 是完全有可能的……综合考虑各方面因素, 建议稿对‘十四五’和到 2035 年经济发展目标采取了以定性表述为主、蕴含定量的方式”。

二是人均 GDP 达到中等发达国家水平, 这是 2020 年十九届五中全会所明确的 2035 定量目标, 具有约束力。

(3) 两个目标表述的核心差别在于是否包含物价, 翻一番目标是衡量实际经济增速, 接下来十年年均 4.4% 即可。如果要实现 2035 年经济总量比 2020 年翻一番, 2020-2035 年平均增速需要 4.7%, 2021-2025 年平均增速 5.4% (预计 2025 年 5%), 剩下 10 年需要 4.4%, 对应十五五期间需要 4.7% 左右的平均增速, 十六五需要 4.0% 左右的平均增速。

(4) 中等发达国家目标, 需要接下来十年名义 GDP 增速不低于 5.4%。2024-2035 年, 我国人均 GDP 需要从 13660 美元提高至 24300 美元, 假设中长期人民币兑美元汇率变化不大, 对应国内经济的年均名义增速需要达到 5.4%。

(5) 十五五期间名义 GDP 增速 5.5% 可能是重要目标, 以保障 2035 远景目标。过去 8 个季度, 我国名义经济增速平均只有 4.2%, 距离 5.4% 的中长期目标仍然有差距。主要原因是物价偏弱, 过去 8 个季度 GDP 平减指数平均为 -0.9%。如果物价恢复常态, 名义经济增速会有更大提升空间。2012-2025 年, 我国 GDP 平减指数的季度平均增速为 1.7%。如果 GDP 平减指数能够回到常态, 加上年均 4.4% 的实际经济增长, 2025-2035 年名义经济增速将达到 6.1%, 将能超额完成中等发达国家的人均 GDP 目标。因此, 预计十五五期间名义经济增速可能成为重要的年度目标, 比如十五五前期为 5% 左右, 物价回升后, 后期为 6% 左右, 这样十五五期间名义经济增速不低于 5.5%, 可以保障实现 2035 远景目标。

(6) 促进 GDP 平减指数回升, 除了供给侧“反内卷”之外, 需求端“促消费”同样重要, 这是因为“反内卷”主要促进工业价格回升, 对于服务价格影响较小, 而当前价格形势里更重要的是服务价格出现了罕见的负增长, 今年二季度 GDP 平减指数约为 -1.3%, 第二产业为

-3.06%，第三产业为-0.12%。服务价格负增长更需要需求端政策解决，需要依靠大力提振消费需求来促进服务价格回升，如类比于“以旧换新”的服务消费补贴等。风险提示：（1）影响 2035 目标的除了物价外，还有汇率，如果人民币兑美元汇率出现长期升值，有利于提高我国美元计价的人均 GDP；（2）如果房地产、消费、出口、人口等领域发生较大的形势变化，未来中长期的经济增长和物价增长也会改变；（3）国内各项改革的推进也会释放改革红利、提高实际经济增速，这样的话对物价的要求可能更低。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：占烁）

宏观点评 20250813：过于乐观的降息预期——2025 年 7 月美国 CPI 数据点评

核心观点：美国 7 月 CPI 环比+0.2%，核心环比+0.32%，均符合预期，核心 CPI 环比终结连续 5 个月的不及预期。同比口径的预期差（CPI 同比预期+2.8%，实际+2.7%；核心 CPI 同比预期+3.0%，实际+3.06%）主要来自季调与四舍五入等技术问题。从通胀结构来看，二手车价格的如期反弹、关税对家具&机动车零部件等的价格冲击，以及高波动的机票大涨、酒店价格跌幅收窄等均对本月通胀反弹有所贡献。这也意味着，关税对商品通胀的传导仍在进行，同时服务通胀保持黏性，下行仍有阻力。CPI 数据公布后市场交易“通胀温和→降息预期升温→增长预期改善”的叙事逻辑，美股、长债利率上涨、黄金下跌。向前看，当前市场计价的全年 2.4 次/61bps 的降息预期至少存在 11bps 回调空间，对年内过于乐观的降息预期意味着未来美元指数与短债利率存在上行风险。美国 7 月 CPI：环比与核心环比均符合预期。美国 7 月 CPI 环比+0.2%，核心环比+0.32%，均符合预期，核心 CPI 环比终结连续 5 个月的不及预期。同比口径的预期差（CPI 同比预期+2.8%，实际+2.7%；核心 CPI 同比预期+3.0%，实际+3.06%）主要来自季调与四舍五入等技术问题。综合看，更重要的环比口径数据显示这是一份符合预期的通胀数据。通胀结构：关税对商品通胀的传导仍在进行，服务通胀黏性依旧。从结构上看，①核心商品方面，本月核心商品 CPI 环比由+0.20%略微提升至+0.21%，其中与关税高度相关的家具、服装、休闲商品环比增速均出现不同程度的回落，而交运商品本月环比由-0.38%提升至+0.22%，新车、二手车价格均有反弹。②居住通胀方面，本月居住服务环比由+0.18%抬升至+0.23%，自住房折算 OER 与租金 RPR 环比增速分别为+0.28%、+0.26%，回到疫情前中枢水平，但基数效应的影响下，两者同比增速仍处于回落过程中。③工资通胀方面，超核心 CPI 环比由+0.21%大幅反弹至+0.48%，其中医疗保险（拉动+0.197%）和交通运输（拉动+0.182%）是最大的边际贡献项目。整体来看，二手车价格的如期反弹、关税对家具&机动车零部件等的价格冲击，以及高波动的机票大涨、酒店价格跌幅收窄等均对本月通胀反弹有所贡献。这也意味着，关税对商品通胀的传导仍在进行，同时服务通胀保持黏性，下行仍有阻力。市场反应：降息预期升温，增长预期改善。7 月 CPI 数据发布后，降息预期升温带动 2 年美债利率下行至 3.72%，同时强化增长预期，带动 10 年美债利率一度上行至 4.31%，10 年实际利率预期一度上行至 1.93%。同时，降息预期升温导致美元指数跌破 98，增长预期强化导致黄金下跌，美股和白银上涨。与 7 月非农公布后的“就业数据太差→降息预期升温”交易不同，CPI 公布后市场交易“通胀温和→降息预期升温→增长预期改善”，虽然都让美元指数与短债利率下行，但前者是因为风险偏好恶化，后者是来自风险偏好改善，因此后者带来美股、长债利率上涨、黄金下跌。交易策略：当前降息预期过于乐观，美元指数与短债利

率存在上行风险。当前市场预期全年降息已有 2.4 次/61bps。我们预期全年降息的乐观情景是 2 次（9、12 月），悲观情景是 1 次（10 月）。因此，当前市场计价的 61bps 降息预期至少存在 11bps 回调空间。对年内过于乐观的降息预期意味着美元指数与短债利率存在上行风险。未来 1 个月黄金若要上涨，反而可能来自“通胀超预期/通胀缺口仍然大→降息预期延后→经济压力增大→增长预期下修”。另外，鉴于非农难以预测的修正和 CPI 越来越少的调查数据，下个月的非农和 CPI 数据质量或仍然较差，这也很难给短期公布的数据一个准确判断。因此，当前市场交易更重要的是把握长期脉络，例如虽迟但至的美联储降息，难以根本逆转的央行购金等。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低位，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。

(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”政策的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、希望转债、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。 估值偏离度前三十位个券情况： 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

卫星化学 (002648)：2025 年半年报点评：Q2 业绩符合预期，高端新材料提供后续增长动能

投资要点 事件：公司发布 2025 年半年报。2025H1，公司实现营业收入 234.6 亿元(同比+20.9%)，归母净利润 27.4 亿元(同比+33.4%)，扣非归母净利润 29.0 亿元(同比+29.6%)。其中 2025Q2，公司实现营业收入 111.3 亿元(同比+5.1%，环比-9.7%)，归母净利润 11.8 亿元(同比+13.7%，环比-25.1%)，扣非归母净利润 12.0 亿元(同比+2.8%，环比-28.9%)。业绩基本符合我们预期。中美乙烷贸易于 7 月初恢复正常，公司供应链风险解除；2025Q2，受中美乙烷贸易摩擦影响，公司生产端存在一定扰动。而在 2025 年 7 月 2 日，美国商务部工业安全局 BIS 正式撤销了 6 月初提出的全部乙烷出口许可要求，即刻生效，中美乙烷贸易回归正常。我们认为公司后续的供应端风险相对可控，公司重新进入稳定运营状态，未来有望继续发挥轻烃资源优势&产业链一体化优势。高性能催化新材料项目正式落地，多个在建项目提供后续发展动能：2025H1，公司高性能催化新材料项目正式落地，未来计划投入 30 亿元，依托企业技术优势，打造高性能催化剂产业化落地与高端新材料集群化发展的一体化产研平台。公司将继续落实各基地新项目建设工作，推进平湖基地与嘉兴基地新建丙烯酸项目、连云港 α -烯烃项目、EAA 项目等，后续有望为公司提供业绩增量。盈利预测与投资评级：基于 C2、C3 板块当前景气度，以及高端新材料项目推进情况，我们调整盈利预测，2025-2027 年公司归母净利润分别为 66、80、98 亿元(前值为 70、91、107 亿元)。根据 2025 年 8 月 12 日收盘价，对应 A 股 PE 分别 9.7、8.0、6.5 倍。我们看好公司未来成长性，维持“买入”评级。风险提示：项目建设不及预期，需求表现疲弱，原材料价格大幅波动。

(证券分析师：陈淑娴 证券分析师：周少玟)

甘源食品 (002991)：2025 年中报业绩点评：电商、商超改善兑现，Q3 关注新品动销

投资要点 事件：2025H1 实现营收 9.45 亿元，同比-9.3%；归母净利 0.75 亿元，同比-55.2%；扣非归母净利 0.64 亿元，同比-56.0%。2025Q2 实现营收 4.41 亿元、同比-3.4%；归母净利 0.22 亿元，同比-71.0%；扣非净利 0.18 亿元、同比-70.9%。中期分红：向全体股东每

10 股派发现金红利 5.80 元（含税），拟派发现金红利 0.53 亿元，占归母净利润的 71.22%。电商、商超直营渠道有明显改善。分产品看，2025H1 公司综合果仁及豆果、青豌豆、蚕豆、瓜子仁、其他产品分别实现营收 2.7/2.3/1.2/1.3/1.7 亿元，同比-20%/-2%/-1%/-5%/+2%。分渠道看，2025H1 经销/电商/直营及其他渠道分别实现营收 7.0/1.5/0.8 亿元，同比-20%/+12%/+155%。电商和商超直营渠道改善显著，公司经销渠道仍有承压。成本上涨、费效比承压短暂影响净利率。2025H1/2025Q2 分别实现毛利率 33.6%/32.8%，同比-1.3/1.6pct。分产品来看，2025H1 综合果仁及豆果、青豌豆、蚕豆、瓜子仁、其他产品毛利率分别同比-3.8/-2.3/-0.7/-4.3/+0.8pct，主要系原材料成本（棕榈油、坚果、豆类等）上涨。2025H1 销售/管理费用率分别同比+5.3/+1.4pct；2025Q2 销售/管理费用率分别同比+6.4/+1.4pct。2025H1 公司广告费用、市场推广费用、人员数量都有增加，市场动作更加积极，但叠加收入承压短期费用率上升。2025H1/2025Q2 分别实现净利率 7.9%/4.9%，同比-8.1/-11.6pct。Q3 关注新品、费效比优化带来的边际改善。春糖推出的新品推广铺货主要在 H2，7 月会员制商超上新带来增量，直营 KA 渠道实现不错正增长是良好的趋势，预计 Q3 收入端有边际改善。此外费用在 H1 投入较多，随着收入起量费效比优化空间较大。盈利预测与投资评级：考虑到成本压力和费用投放可能略有增加，我们下调 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 2.3/4.0/4.8 亿元（此前 2025-2027 年分别为 3.9/5.1/6.4 亿元），同比-38%/+72%/+19%，对应 PE 为 23/13/11X。维持“买入”评级。风险提示：食品安全风险，原材料价格波动，行业竞争加剧。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：李茵琦）

361 度 (01361.HK): 25H1 业绩点评: 稳健增长符合预期, 现金流大幅改善

投资要点 公司公布 25H1 业绩: 25H1 收入 57.05 亿元/yoy+11.0%、归母净利润 8.58 亿元/yoy+8.6%。净利增速低于收入主因利息收入等其他收益减少。中期每股派息 20.4 港仙，派息比率 45.0%（24H1 为 40.3%）。分品类看，鞋类表现优于服装，童装鞋类增长强劲。25H1 成人/童装收入分别同比+10.9%/+11.4%，分别占比 78%/22%。1) 成人装：鞋类/服装收入分别同比+12.8%/+1.6%。其中，鞋类量价齐升，销量/ASP 分别同比+7.1%/+5.2%，产品升级与品牌力提升趋势延续，25H1 尖货销售额占比达到 30%+；服装销量/ASP 分别同比+6.3%/-4.5%，ASP 有所下降主因公司为提升质价比、推动销量的策略性调价。2) 童装：鞋类/服装收入分别同比+27.8%/-7.6%。其中鞋类销量/ASP 分别同比+25.8%/+1.5%，服装销量/ASP 分别同比-1.5%/-6.3%，儿童业务将覆盖年龄段拓展至 16 岁青少年群体，并拓展产品矩阵如新增羽毛球品类等。分渠道看，电商高速增长，线下加速布局超品店。25H1 线上/线下收入分别同比+45.0%/-1.2%，分别占比 32%/68%。1) 线上：通过线上专供品、线上线下融合等策略，并借助“618”等大促节点，聚焦跑步、篮球等尖货品类，实现销售大增。2) 线下：截至 25H1 末大装/童装门店数分别为 5,669/2,494 家，较 24 年末净减少 81/54 家，但平均店铺面积较 24 年末净增加 7/5 平方米至 156/117 平方米，主因公司渠道策略重心从数量扩张转向质量与效率提升，今年以来加速布局 361°超品店，截至期末已达 49 家，新业态通过“大空间、全品类、一站式”体验，有效提升单店产出和品牌形象。毛利率微升，净利润率小幅下降，经营活动现金流显著改善。1) 毛利率：25H1 同比+0.2pct 至 41.5%。其中成人鞋/成人服/童鞋/童

装毛利率分别同比+0.5/+1.1/+0.3/-0.8pct 至 43.3%/41.3%/42.1%/41%，童装毛利率因高性价比产品占比提升有所下降，其他品类毛利率均有所提升。2) 费用率及其他：25H1 广告开支/员工成本/研发开支占收入比重分别同比-0.4/+0.5pct/持平至 10.5%/6.7%/2.8%；其他收益中银行利息收入因利率下降同比减少 2860 万元，电商佣金收入同比减少 1580 万元。3) 归母净利率：综合影响下，25H1 归母净利率同比-0.4pct 至 15.0%。4) 存货：截至 25H1 存货 18.9 亿元，较 24 年末减少 2.2 亿元。5) 现金流大幅改善：25H1 经营活动现金流净额达 5.24 亿元/yoy+227.2%，来自存货减少及应收账款周转天数缩短（同比-3 天至 146 天），公司与成熟市场的大型分销商协商缩短回款期。期末净现金 43.0 亿元，资金充裕。盈利预测与投资评级：公司定位大众市场，质价比优势突出，并通过渠道创新（超品店）和产品升级持续强化竞争力。25H1 在电商高增和线下提效的驱动下，业绩保持稳健增长。维持预测 25-27 年归母净利润 13.0/14.6/16.2 亿元，对应 PE9/8/7X，估值较低，维持“买入”评级。风险提示：消费持续疲软，行业竞争加剧，新渠道拓展不及预期。

（证券分析师：汤军 证券分析师：赵艺原）

晶晨股份（688099）：2025 年中报业绩点评：产品结构优化与规模效应驱动盈利能力提升

投资要点 25H1 营收稳步增长，盈利能力显著增强。据公司 25 年中报，25H1 实现营收 33.3 亿元，yoy+10.42%；毛利率 36.8%，同比上升 1.43pcts；归母净利润 4.97 亿元，同比增长 37.12%。25Q2 单季营收 18.01 亿元，yoy+9.94%，qoq+17.72%；毛利率 37.29%，同比增长 0.95pcts，环比增长 1.06pcts；销售净利率 16.95%，同比增长 2.63pcts，环比增长 4.65pcts。公司产品组合优化带动毛利率增长，规模效应带动净利率。

机顶盒业务技术领先，8K 芯片获国内外运营商订单。公司 S 系列 SoC 芯片采用 6nm 先进制程，支持 8K 超高清解码，具备智能端侧处理能力，已获 Google、Amazon 等国际平台认证，2025 年上半年销量超 400 万颗，全年预计突破千万颗；8K 芯片 S928X 在国内运营商全面中标并获海外 Top 运营商订单，将实现百万级出货，显示其在智能显示领域的技术实力与市场认可度。

AIoT 产品快速放量，Wi-Fi 芯片销量持续攀升。公司已在 19 款商用芯片中集成自研智能端侧算力单元，受益于智能家居市场需求快速增长以及端侧智能技术渗透率的进一步提升，2025 年上半年出货量达 900 万颗，远超 2024 年全年总和，显示 AI 边缘计算布局初具规模；Wi-Fi 芯片销量持续攀升，2025 年上半年销量超 800 万颗，Wi-Fi 6 芯片销量在第二季度突破 150 万颗，销量占比升至近 30%，反映其在无线连接市场的渗透率和产品竞争力大幅提升。

盈利预测与投资评级：考虑到公司多媒体智能终端芯片业务未来仍有增长潜力，且 Wi-Fi 芯片和汽车电子芯片有望打开第二成长空间，我们维持 2025-2027 年公司营业收入预期为 73.1/88.32/103.91 亿元，略微上调归母净利润预期为 10.6/14.1/18.3 亿元（前值 10.6/14.07/18.26 亿元）。维持“买入”评级。风险提示：技术升级不及预期，需求不及预期，市场竞争风险，地缘政治风险等。

（证券分析师：陈海进 研究助理：李雅文）

贵州茅台（600519）：2025 年中报点评：茅台酒节奏稳健，系列酒边际承压

投资要点 事件：25H1 实现总营收 910.9 亿元，同比+9.2%；归母净利 454.0 亿元，同比+8.9%。25Q2 实现总营收 396.5 亿元，同比+7.3%；归母净利 185.6 亿元，同比+5.2%。茅台酒保持节奏稳定，系列

酒 Q2 边际降速。25H1 公司酒类收入同增 9.3%，沿全年规划稳步兑现；Q2 单季酒类收入同增 7.5%，增速较 Q1 放缓，主因场景及需求冲击下系列酒承压降速。1) 分产品看：①茅台酒 H1/Q2 收入分别同比+10.2%/+11.0%，Q2 增速略有加快（Q1 同比+9.7%），与线下直销渠道发货节奏变化有关（经销商非标配额保持较快增长，国资平台出货同比恢复）。②系列酒 H1/Q2 收入分别同比+4.7%/-6.5%，Q2 转跌，1 则去年同期基数偏高（24Q2 茅台 1935、汉酱投放进度偏快），2 则外部需求冲击导致出货承压。2) 分渠道看：直销、批发渠道 Q2 收入同增 0.6%、16.3%，直销占比 43.3%，环比回落 2.6pct。直销收入增长主要由线下渠道带动，其中 i 茅台 Q2 收入同比-0.3%，其他直销渠道收入同比+24.9%，主要系经销商非标配额转自营拿货贡献。毛销差降势延续，预收款有所回落。1) 收现端，25Q2 公司收现比为 100%，同比-12.6pct；Q2 季末预收款同比下降 44.9 亿元，环比下降 32.8 亿元，主要是系列酒经销商打款波动。2) 利润端，25Q2 净利率同比-1.0pct 至 48.5%，主因毛销差持续承压，Q2 毛销差同降 0.7pct，其中毛利率受系列酒占比回落影响，同比仅回落 0.3pct；销售费率保持升势，同增 0.5pct，公司加大市场培育投入，H1 广告及市场费用同增 51%。Q2 公司管理费同降 0.4pct，主系员工薪酬同比下降，H1 降幅达 18%。努力求变，推进供给侧转型调整，强化产品适配与渠道触达。在集团十四五目标下，2025 年公司规划收入同增 9%，主要通过优化产品及渠道配称以挖掘收入增量。1) 产品端，围绕茅台金字塔型产品矩阵，底座产品普飞根据不同区域、不同类型渠道动销表现，投放调控更趋精细化；1L、750ml、100ml 等其他规格普飞则扩大市场投放量及渠道覆盖面，积极挖掘开瓶场景。腰部产品茅台文创，25H1 发布“走进系列”新品等，后续还将由各省区经销商联谊会牵头经销商入股组建联营公司，以小批量、属地化形式开发代理各省定制文创产品，以便更好匹配需求、有力造势。塔尖产品精品、珍品、陈年茅台酒，则通过区域运营制、精准投放制等形式，提升投放精准度，并将配额、资源向优质大商倾斜。2) 渠道端，当前茅台已确立完善自营体系+社会经销体系共 10 类渠道的多元化生态，自营体系将加强统筹平衡协调作用，社会经销体系则旨在发挥触达广、触达精准、转化有效的优势，预计扩张潜力有望显现。

盈利预测与投资评级：参考 2025 年经营目标及当前茅台销售反馈，我们维持 2025 年归母净利润预测为 932 亿元，略微调整 2026~27 年归母净利预测为 965、1030 亿元（前值 1009、1103 亿元），同比+8%、+4%、+7%，当前市值对应 PE 为 19、19、18x，维持“买入”评级。

风险提示：宏观承压消费持续走弱，需求企稳不及预期；市场对增速规划的非理性反应等。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：孙瑜）

福达股份（603166）：2025 年半年度报告点评：25H1 业绩高增长，曲轴龙头动能充沛

投资要点 事件：公司发布 2025 年半年度报告。2025 年上半年，公司实现营收 9.37 亿元，同比+30.3%；归母净利润为 1.46 亿元（预期为 1.45~1.55 亿元），同比+98.8%；扣非归母净利为 1.34 亿元（预期为 1.32~1.42 亿元），同比+90.3%，业绩符合我们此前预期。其中，25Q2 营收为 4.66 亿元，同/环比分别+16.83%/-1.14%；归母净利润为 0.81 亿元，同/环比分别+93.28%/+24.54%；扣非归母净利为 0.69 亿元，同/环比分别+73.35%/+4.76%。

盈利能力方面，25H1 公司归母净利率为 15.6%，同比+5.4pct；毛利率为 27.80%，同比+3.76pct。其中，25Q2 归母净利率为 17.41%，同/环比分别+6.89pct/+3.59pct；毛利率为 28.49pct，同/环比分别+1.37pct/4.88pct。

费用率方面，25H1 期间

费用率为 12.0%，同比-2.30pct；其中，销售/管理/财务/研发费用率分别为 1.0%/4.5%/0.8%/5.7%，同比分别 -1.08pct/-0.28pct/-0.76pct/-0.17pct。

25H1 公司业绩符合预期，新能源曲轴放量&剥离合资公司是主要原因：1) 从 2025H1 下游情况来看，插混车型产量/销量分别为 247.9/252.1 万辆，同比分别+28%/+31.1%；2) 公司混动曲轴完成 5 个样件交付，4 个处样件或试生产阶段；混动曲轴毛坯实现 6 个新品量产；3) 公司于 4 月 27 日宣布将公司持有的桂林福达阿尔芬全部 50%股权均分两期转让给阿尔芬，截至 2025 年 7 月 14 日，第一期股权交割完成，合资公司股权转让预计对 2025 年度损益产生积极影响。电驱齿轮步入收获期，25H2 预计量产 6 个新品：公司已获得吉利星驱、联合电子、舍弗勒等客户的 4 个新项目定点，预计 25H2 实现量产。新产品方面，新增 2 个新品量产、3 个新品定点。长坂产能超预期落地，精密减速器稳步推进：1) 2025 年 7 月 9 日，长坂建成国内首条高精度反向式行星滚柱丝杠磨削量产线，产能达 3 万套；2) 公司行星减速器 1 个产品进入小批量交付阶段，2 个产品进入样件测试阶段；3) 25H2 推进长坂二期增资及股权转让，加大对反向行星滚珠丝杠、减速器的布局。

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润 3.01/3.85/4.60 亿元的预测，对应 EPS 分别为 0.47/0.60/0.71 元/股，当前市值对应 2025-2027 年 PE 为 38/30/25 倍。新能源时代带来混动曲轴及电动齿轮增量，第二增长曲线得到兑现，机器人业务开拓第三增长空间，我们维持对公司“买入”的评级。

风险提示：1) 新能源混动车型销量不达预期；2) 曲轴在建产能爬坡不达预期；3) 新能源齿轮进度不达预期；4) 机器人产业进度不达预期

(证券分析师：黄细里 证券分析师：郭雨蒙)

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>