

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-08-13

宏观策略

2025 年 08 月 13 日

宏观量化经济指数周报 20250810: 预计 7 月贷款需求回落、社融增速平稳增长

8 月初出口量已环比出现下行

海外周报 20250810: 美国 7 月 CPI 前瞻: 商品价格抬升或推动 CPI 环比走高

核心观点: 本周降息预期升温与地缘政治局势缓提振市场情绪, 美股上行; 而美债拍卖结果不佳反应市场需求疲软, 美债利率上行, 10 年期美债利率升 6.7bps 至 4.283%。本周特朗普在社交媒体上宣布提名经济顾问委员会主席斯蒂芬·米兰担任美联储理事, 以接替提前宣布辞职的美联储理事库格勒。由于米兰此前的公开发言曾批评美联储的货币政策决议带有“政治动机”, 因此米兰的提名如果最终得到参议院确认, 则未来美联储内部对于政策利率路径的分歧或进一步加剧。向前看, 下周公布的美国 7 月 CPI 数据环比存在再度抬升的可能, 届时市场对 9 月的降息预期或因此进一步回落。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。

宏观深度报告 20250805: 跨越百年的产能调整经验: 如何从失衡到再平衡

我们选择历史上跨越百年的三个典型的产能调整案例进行分析, 来看对供需再平衡有何启示。一是 19 世纪后期美欧的长期萧条, 由于技术进步、新兴产业过度投资, 引起产能失衡; 二是 1929 大萧条, 政策经历了从干预到不干预的转变; 三是日本在 20 世纪 70 年代和 90 年代两次去产能, 产能政策经历了相反的变化, 从干预到不干预。主要结论如下: (1) 产能失衡存在负反馈循环机制, 若不加控制可能持续二三十年。产能失衡容易形成自我强化, 如物价下跌→企业利润减少→企业降低劳动成本→居民就业和收入走弱→消费需求下降→物价下跌。因此, 依靠市场自发出清的话, 可能耗时良久, 甚至不乏持续二三十年的案例, 如 1873-1896 年长期萧条、日本失去的三十年。(2) 面对产能失衡, 政府干预比不干预要好。1929 大萧条后, 从胡佛到罗斯福, 政策加强了对工农业生产的干预, 同时积极刺激需求, 较快走出萧条。而日本面临供需失衡, 产业政策从“干预”到“不干预”, 使得萧条时间大幅拉长。在 70 年代, 企业无法完成过剩设备的处理时, 日本政府通过“共同行动”组建萧条卡特尔, 帮助企业顺利去产能; 90 年代后, 面临产能失衡, 政府减少了“共同行动”等供给端的直接干预, 直到泡沫破灭十多年后, 即 2003 年后, 僵尸企业才逐渐出清, 供需不平衡持续很久。(3) 供需再平衡, 需要在控制产能、修复信用、稳定就业等多个环节同步发力, 单靠供给政策或是单靠需求政策, 可能都是不够的。欧文费雪的“债务通缩理论”将通缩循环分为 9 个步骤: ①债务清算和资产抛售→②银行存款收缩与货币流通速度下降→③价格水平下降→④企业净值下降→⑤破产增加与利润减少→⑥产出下降与失业上升→⑦悲观情绪蔓延→⑧货币窖藏加剧→⑨名义利率下降但实际利率上升进一步抑制需求。从我们的案例来看, 1933 年罗

晨会编辑 芦哲

执业证书: S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

斯福新政，控制价格下跌、修复信用、稳定就业等多方面采取了有效政策。日本 70 年代产能过剩，至少也在控制产能、稳定就业、稳定资产价格等方面及时出手；相比之下，日本 90 年代泡沫破灭后，供给端政策干预不多、需求端政策犹豫反复，导致了失去的三十年。风险提示：（1）部分历史案例间隔较远，历史的细节可能有所缺失，如 1930 年之前的案例；（2）不同时期、不同国家，产能失衡时面临的环境并非完全相同，这些不同点我们可能未能完全囊括；（3）在使用国际比较和历史比较的经验时，应注意结合实际情况。

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：“债不强，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）“债不强、股不强”的格局下转债—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

和黄医药（00013.HK）：2025 年中报点评：业绩略低于预期，下半年有望迎来困境反转

盈利预测与投资评级：由于出售上海和黄药业资产获得一次性投资收益，我们将 2025 年的归母净利润 0.49 亿美金上调至 4.14 亿美金。由于赛沃替尼海外上市时间推迟以及索乐匹尼布国内上市时间推迟，我们将 2026 年的归母净利润 0.96 亿美金下调至 0.15 亿美金。预计 2027 年归母净利润为 0.63 亿美金，对应 2025-2027 年 PE 估值为 6.5/184.6/42.6X。公司下半年依靠 ATTC 平台的新分子有望迎来困境反转，有望产生新的潜在出海分子，现金充裕有望引进成熟管线补充国内产品销售，给予“增持”评级。风险提示：产品注册审批进度不及预期；竞争格局加剧；商业化不及预期。

分众传媒（002027）：“碰一碰”业务助力分众广告巨头实现效果广告大转型

盈利预测与投资评级：我们将公司 25-27 年归母净利润预测值由 57.8/67.9/74.2 亿元调整为 56.5/70.4/77.7 亿元，当前价格对应 25-27 年 PE 分别为 20.9/16.8/15.2 倍。短期关注“碰一碰”CPS 模式对利润弹性的释放及新潮整合后的成本优化，中长期看好“碰一碰”抽佣率上移空间及并购新潮带来的下沉市场定价权强化。当前公司业绩持续恢复，有望受益于短期和中长期驱动因素估值提升，因此我们给予公司 2025 年 30 倍 PE 估值，维持“买入”评级。风险提示：经济恢复不及预期，垂直模型功能迭代不及预期，行业竞争加剧。

帝尔激光（300776）：2025 年中报点评：2025H1 业绩稳健增长，看好泛半导体领域业务布局

投资要点 业绩稳健增长：25H1 公司实现营收 11.7 亿元，同比+29.2%；归母净利润 3.3 亿元，同比+38.4%；25Q2 单季营收为 6.1 亿元，同比+33.8%，环比 8.5%；归母净利润为 1.6 亿元，同比+61.91%，环比+0.3%，主要系光伏设备交付验收所致。Q2 盈利能力同比提升，公司控费能力优异 2025H1 公司毛利率为 47.6%，同比-0.4pct；销售净利率为 27.9%，同比+1.8pct。期间费用率为 13.8%，同比-6.1pct，其中销售费用率为 0.8%，同比-2.0pct，管理费用率为 3.1%，同比-0.8pct，研发费用率为 10.3%，同比-5.1pct，财务费用率为-0.3%，同比+1.8pct。Q2 单季毛利率为 47.4%，同环比-0.1pct/-0.5pct；销售净利率为 26.9%，同环比+4.7pct/-2.2pct。存货&合同负债略降，经营性现金流短期承压 截至 2025H1 末，公司合同负债为 15.80 亿元，同比-17%，存货为 17.53 亿

元，同比-11%。2025 年上半年公司经营性活动现金流为-1.43 亿元，同比-35%，同比下降主要系公司上半年购买商品、接受劳务支付的现金增加所致。立足光伏激光设备，积极推进泛半导体领域布局 1) 光伏电池激光设备：TOPCon 电池激光诱导烧结（LIF）设备有效提升光电转换效率 0.3%以上；背接触电池（BC）的激光微蚀刻系列设备通过大面积高精细化蚀刻降低生产成本；激光诱导退火（LIA）设备通过激光对电池进行整幅面高光强均匀光注入显著提高电池转化效率和稳定性；激光转印技术可以大幅节约银浆耗量、提升印刷一致性。2) 光伏组件激光设备：全自动高速激光无损划片/裂片机采用无损技术将电池片裂片成指定规格，提高组件整体输出功率。3) 消费电子，新型显示和集成电路等领域的激光设备：TGV 激光微孔设备通过精密控制系统及激光改质技术，实现对不同材质的玻璃基板进行微孔、微槽加工，广泛应用于半导体芯片封装、显示芯片封装等领域，报告期内公司已完成面板级玻璃基板通孔设备的出货，实现了晶圆级和面板级 TGV 封装激光技术的全面覆盖。盈利预测与投资评级：考虑到订单收入确认节奏，我们维持公司 2025-2027 年归母净利润为 6.4/7.2/7.6 亿

应流股份（603308）：2025 年中报点评：单 Q2 归母净利润同比+57%，
“两机”业务在手订单饱满

盈利预测与投资评级：出于谨慎性考虑，我们调整公司 2025-2027 年归母净利润预测为 4.1（原值 4.5）/6.0（原值 6.3）/8.0（原值 8.6）亿元，当前市值对应 PE 分别为 44/30/23X，维持“买入”评级。风险提示：资本开支不及预期，需求不及预期，国产化进程不及预期。

星宇股份（601799）：车灯行业系列专题报告（三）：星宇股份成长复盘及展望

盈利预测与投资评级：我们基本维持公司 2025-2027 年归母净利润分别为 17.59 亿元、21.99 亿元、26.98 亿元的预测，对应的 EPS 分别为 6.16 元、7.70 元、9.44 元，2025-2027 年市盈率分别为 19.75 倍、15.80 倍、12.88 倍，维持“买入”评级。风险提示：乘用车行业销量不及预期，车灯技术迭代升级不及预期，新客户及新项目开拓不及预期，车灯行业竞争加剧。

春风动力（603129）：2025 年中报点评：Q2 业绩超预期，三大业务高速增长

盈利预测与投资评级：公司 Q2 业绩超预期，三大业务高速增长。公司作为国内全地形车和摩托车龙头，2025H1 三大业务销量表现亮眼，全地形车和摩托车产品结构优化显著。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测 18.7/24.7/27.4 亿元，2025-2027 年对应 PE 为 20.6/15.6/14.1 倍。鉴于公司龙头地位稳固，三大业务共振向上、高速增长，我们仍然维持“买入”评级。风险提示：全球贸易环境恶化风险；新车型上量不及预期风险；运价/汇率等波动风险等。

锦波生物（832982）：2025 年半年报点评：营业收入同比+42.4%，下半年新品凝胶放量可期

盈利预测与投资评级：公司作为目前市场上唯一获批生产重组人源化胶原蛋白植入剂企业，三类械产品薇旎美持续快速放量，同时在研储备丰富，长期健康增长可期。考虑到股权激励费用以及生物制品税政策变动，我们将 2025-2027 年归母净利润预测由 11.1/15.6/20.0 亿元下调至 10.4/14.6/18.6 亿元，最新收盘价对应 2025-2027 年 PE 分别为 35/25/20X，

维持“买入”评级。 风险提示：行业竞争加剧、新品推广不及预期、出海不及预期等。

华利集团（300979）：25H1 业绩快报点评：营收保持增长，利润率短期承压

盈利预测与投资评级：考虑老客户订单趋紧及多个新工厂处于产能爬坡期对业绩的影响，我们将 2025-2027 年归母净利润预测值从 43.6/50.1/57.6 亿元下调至 35.7/43.4/51.2 亿元，对应 PE 分别为 17/14/12X，长期看公司产能及管理优势仍存，未来随产能爬坡利润率有望恢复，维持“买入”评级。 **风险提示：**全球消费需求波动、新产能爬坡及效率提升不及预期、大客户订单波动风险、国际贸易政策变动风险。

南微医学（688029）：2025 年中报点评：主业稳健发展，出海布局领先

投资要点 事件：公司近期发布 2025 年半年度报告，2025H1 年实现营业收入 15.65 亿元（+17.36%，括号内为同比，下同），实现归母净利润 3.63 亿元（+17.04%），实现扣非归母净利润 3.64 亿元（+18.90%）。2025 年 Q2 实现营业收入 8.66 亿元（+21.36%），实现归母净利润 2.02 亿元（+21.22%），实现扣非归母净利润 2.03 亿元（+22.92%）。 海外收入占比持续提升：2025 年上半年，从地区情况看，亚太区域营收 8.08 亿元（其中亚太海外营收 1.28 亿元，康友营收 1.34 亿元），同比减少 1.7%；美洲区域营收 3.41 亿元，同比增长 21.75%；欧洲、中东及非洲区域营收 4.16 亿元（含 CME），同比增长 89%。公司海外营收占比已提升至总收入的 58%。 扎实推进国际化，海外业绩亮眼：近年来，公司重视全球化布局，不断提升公司可持续发展能力。2025 年上半年，公司海外业务收入和盈利均实现显著增长，收入同比增长 45%。公司于 2 月份完成对西班牙公司 Creo Medical S.L.U. 51% 股权的收购，为公司深入拓展欧洲市场迈出重要一步，目前并购整合进展顺利，产品切换正有序推进。公司泰国制造中心建设与运营筹备有序推进，年底前将正式投产，有利于建立安全的全球供应链。 **盈利预测与投资评级：**考虑到公司海外关税风险有望消除，国内集采价格有望逐步缓和，我们维持 2025 年公司归母净利润为 6.56 亿元，上调 2026-2027 年归母净利润由 7.69/9.29 亿至 7.75/9.36 亿，当前股价对应 PE 分别为 26/22/19X，考虑到公司出海布局领先，维持“买入”评级。 **风险提示：**集采降价风险；政策波动风险；产品研发与业务拓展不及预期等。

海格通信（002465）：2025 年中报点评：行业阶段性影响短期业绩，新产品拓展可期

盈利预测与投资评级：公司业绩承压，我们下调先前的预期，预计公司 2025-2026 年归母净利润分别为 3.34/5.67 亿元，前值 10.28/13.09 亿元，新增 2027 年归母净利润预测为 10.27 亿元，对应 PE 分别为 104/61/34 倍，但考虑到海格通信是无线通信与北斗导航领域龙头，不仅受益于国防信息化的长期趋势，并且积极布局卫星互联网与低空经济，因此维持“买入”评级。 **风险提示：**1) 市场竞争风险；2) 技术更新换代风险；3) 应收账款回收风险；4) 募投项目新增产能消化不达预期的风险。

宏观策略

宏观量化经济指数周报 20250810: 预计 7 月贷款需求回落、社融增速平稳增长

观点 周度 ECI 指数: 从周度数据来看, 截至 2025 年 8 月 10 日, 本周 ECI 供给指数为 50.06%, 较上周回落 0.01 个百分点; ECI 需求指数为 49.90%, 较上周回落 0.02 个百分点。从分项来看, ECI 投资指数为 49.93%, 较上周回落 0.01 个百分点; ECI 消费指数为 49.68%, 较上周回落 0.03 个百分点; ECI 出口指数为 50.20%, 较上周回落 0.04 个百分点。 月度 ECI 指数: 从 8 月第一周的高频数据来看, ECI 供给指数为 50.06%, 较 7 月回落 0.05 个百分点; ECI 需求指数为 49.90%, 较 7 月回落 0.02 个百分点。从分项来看, ECI 投资指数为 49.93%, 较 7 月回落 0.02 个百分点; ECI 消费指数为 49.68%, 较 7 月回落 0.03 个百分点; ECI 出口指数为 50.20%, 较 7 月回落 0.03 个百分点。从 ECI 指数来看, 8 月份工业生产整体景气度有所下滑, 包括汽车、化工在内的主要行业开工率边际走弱, 且明显低于去年同期, 或一定程度上受到了反内卷的扰动。需求端来看, 8 月初主要城市地产销售面积降幅小幅走阔, 表征出口量的监测港口货物吞吐量数据也较 7 月走弱, 主要亮点在于电影票房和旅游出行数据, 两者均在边际回暖。消费方面, 7 月乘用车零售增速较 6 月有所放缓, 一方面受到以旧换新补贴资金空窗期的影响, 另一方面与反内卷下车市促销趋于平缓有关。服务消费则表现较为亮眼, 电影票房和居民出行数据均在边际回暖; 出口方面, 8 月初出口量承压, 在新的对等关税框架下, 东盟等传统转口贸易地关税税率被提升至 20% 左右, 针对转口贸易的 40% 也已落地实施, 一定程度上会对我国转口贸易造成扰动, 且从监测港口货物吞吐量数据来看, 8 月初出口量已出现环比下行, 需警惕出口超预期下行的风险。 ELI 指数: 截至 2025 年 8 月 10 日, 本周 ELI 指数为 -0.84%, 较上周回落 0.09 个百分点。预计 7 月份贷款需求季节性回落、社融增速继续平稳增长。度过 6 月份贷款高景气投放“大月”之后, 7 月份作为传统的“小月”, 新增贷款或出现季节性回落, 从 2016 年至 2024 年贷款投放节奏来看, 上半年新增贷款占全年贷款增量的比例平均为 61%, 然而 2023 年至 2024 年上半年新增贷款占全年的比例则边际回升到接近 70%, 也就意味着在新增贷款规模下半年还有约 30%-40%, 以及 7 月份作为传统“小月”, 贷款需求或季节性回落的情况下, 2025 年 7 月新增贷款或同比少增, 可由于政府债融资和企业债融资继续同比多增, 社融增量和增速或延续向好改善势头, 具体来看: (1) 7 月末票据利率显著下行, 从国股银票转贴现利率看, 7 月份不同期限票据贴现利率涨跌不一, 但票据报价最低值出现在月末, 3 个月期票据利率均值环比回升 0.1bps 至 1.1%, 6 个月期票据利率均值环比回落 27bps 至 0.80%, 同期同业存单利率小幅下行, 3 个月期与 6 个月期票据贴现利率在 7 月末均贴近 0.40%, 显示“票据冲量”诉求较高, 并且 6 月份由于存在“企业短贷冲量”的迹象, 7 月份跨季后短贷到期或也拉低 7 月份读数, 预计 7 月份新增人民币贷款 2,000 亿元左右, 相比去年同期小幅同比少增 600 亿元, 值得注意的是, 2024 年 7 月社融口径人民币贷款减少 808 亿元, 若考虑到非银金融贷款季节性增长 1,500-2000 亿元, 那么 7 月份社融口径新增贷款或再度出现负增长; (2) 7 月份政府债券融资继续扩张, 根据 Wind 统计数据显示, 7 月份包括国债和地方政府债在内的政府净融资 1.25 万亿, 相比去年同期政府债融资同比多增 0.63 万亿, 受政府债融资同比多增的支撑,

预计 7 月社会融资规模新增 1.10-1.20 万亿, 由于三季度政府债券融资节奏错位的影响, 预计 2025 年 7 月末社融增速或环比回升至 9.0%。社融与贷款增速在 7 月份或出现分化, 但随着政府债融资度过发行高峰, 社融增速或在三季度末回落。风险提示: 美国关税政策仍有不确定性; 政策出台力度低于市场预期; 房地产改善的持续性待观察。

(证券分析师: 芦哲 证券分析师: 李昌萌 证券分析师: 王洋)

海外周报 20250810: 美国 7 月 CPI 前瞻: 商品价格抬升或推动 CPI 环比走高

核心观点: 本周降息预期升温与地缘政治局势缓提振市场情绪, 美股上行; 而美债拍卖结果不佳反应市场需求疲软, 美债利率上行, 10 年期美债利率升 6.7bps 至 4.283%。本周特朗普在社交媒体上宣布提名经济顾问委员会主席斯蒂芬·米兰担任美联储理事, 以接替提前宣布辞职的美联储理事库格勒。由于米兰此前的公开发言曾批评美联储的货币政策决议带有“政治动机”, 因此米兰的提名如果最终得到参议院确认, 则未来美联储内部对于政策利率路径的分歧或进一步加剧。向前看, 下周公布的美国 7 月 CPI 数据环比存在再度抬升的可能, 届时市场对 9 月的降息预期或因此进一步回落。大类资产: 降息预期升温与地缘政治局势缓和提振市场情绪, 美股上行; 美债拍卖结果不佳反应市场需求疲软, 美债利率上行。本周伊始, 7 月非农就业不及预期令市场期待美联储降息, 叠加周五美俄就寻求俄乌停火达成协议, 提振市场风险偏好的影响下, 美股上行; 而本周美国财政部拍卖 10 年期与 30 年期国债结果均显示市场需求疲软, 美债利率上行。整体来看, 全周(8 月 4 日至 8 月 8 日)10 年期美债利率升 6.7bps 至 4.283%, 2 年期美债利率升 8.1bps 至 3.762%, 美元指数降 0.97% 至 98.18; 标普 500、纳斯达克指数分别收涨 2.43%、3.87%; 现货黄金价格收涨 1.02% 至 3397 美元/盎司。海外经济: 特朗普提名米兰接替美联储理事, 美联储内部利率路径分歧或进一步加剧。7 月美国 ISM 服务业 PMI 录得 50.1, 预期 51.5, 前值 50.8; 新订单降至 50.3, 就业指数降至 46.4; 支付价格指数 69.9, 预期 66.5, 为 22 年 10 月以来的最高水平, 连续第 8 个月高于 60。纽约联储 7 月消费者调查未来一年的通胀预期 3.09%, 前值 3.02%。货币政策方面, 本周四特朗普在社交媒体上宣布提名经济顾问委员会主席斯蒂芬·米兰担任美联储理事。由于该提名用以接替上周宣布提前辞职的美联储理事库格勒, 因此米兰的任期将持续至明年 1 月。由于米兰此前的公开发言曾批评美联储的货币政策决议带有“政治动机”, 因此米兰的提名如果最终得到参议院确认, 则未来美联储内部对于政策利率路径的分歧或将进一步加剧(详见报告《7 月 FOMC: 给 9 月降息泼冷水——2025 年 7 月 FOMC 会议点评》)。而本周六美联储理事鲍曼再度表示支持 9 月降息并呼吁全年降息 3 次, 她认为 9 月降息将有助于避免劳动力市场出现“不必要”的恶化, 同时关税对价格上行的推动不太可能一直持续下去。此外根据华尔街日报的报道, 目前特朗普仍在研究下任美联储主席的候选人名单, 其中比较热门的人选包括现任美联储理事沃勒、前任美联储理事沃什和国家经济委员会主任哈赛特。增长方面, 截至 8 月 7 日, 亚特兰大联储 GDPNow 模型对 25Q3 美国 GDP 最新预测值为+2.5%; 截至 8 月 8 日, 纽约联储 Nowcast 模型对 25Q3 美国 GDP 预测值为+2.02%。7 月 CPI 前瞻: 商品价格再度抬升, CPI 环比或超预期带动降息预期回落。北京时间 8 月 12 日 20:30, BLS 将公布美国 7 月 CPI 数据。①当前彭博分析师一致预期 7 月 CPI/核心 CPI 环比+0.2%/+0.3%, 同比+2.8%/3.0%; ②美联储 Inflation Nowcasting 预测 7 月 CPI/核心 CPI 环

比+0.16%/+0.24%，同比+2.72%/3.04%；③交易员预期7月CPI同比+2.76%，环比+0.20%。整体来看，由于基数效应，CPI与核心CPI同比在未来一个季度大概率将延续目前的上行趋势，因此市场更为关注的是未来CPI的环比增长情况。今年2月以来，美国核心CPI环比增速预期保持在0.3%，但在关税对核心商品通胀传导的滞后性与不充分性及对核心服务需求抑制的作用下，核心CPI环比实际值始终低于预期。此外由于市场更加关心关税稳定后对通胀的影响，因此即使7月CPI再度不及预期，市场可能仍视其为“关税影响尚未完全显现”的结果，对降息预期的加码或较为有限。向前看，根据论文《Tracking the Short-Run Price Impact of U.S. Tariffs》截至7月26日的的数据，7月7日以来，高频数据显示美国商品价格再次开始出现抬升，且上涨呈现出较强的广泛性，即本国制造，外国进口商品价格都在抬升。同时叠加特朗普的“对等关税2.0”于8月7日起开始生效，届时商品通胀的上行幅度可能更加显著。因此7月及以后的CPI环比存在再度抬升的可能，9月降息预期或因此进一步回落。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）

宏观深度报告 20250805: 跨越百年的产能调整经验：如何从失衡到再平衡

我们选择历史上跨越百年的三个典型的产能调整案例进行分析，来看对供需再平衡有何启示。一是19世纪后期美欧的长期萧条，由于技术进步、新兴产业过度投资，引起产能失衡；二是1929大萧条，政策经历了从不干预到干预的转变；三是日本在20世纪70年代和90年代两次去产能，产能政策经历了相反的变化，从干预到不干预。主要结论如下：（1）产能失衡存在负反馈循环机制，若不加控制可能持续二三十年。产能失衡容易形成自我强化，如物价下跌→企业利润减少→企业降低劳动成本→居民就业和收入走弱→消费需求下降→物价下跌。因此，依靠市场自发出清的话，可能耗时良久，甚至不乏持续二三十年的案例，如1873-1896年长期萧条、日本失去的三十年。（2）面对产能失衡，政府干预比不干预要好。1929大萧条后，从胡佛到罗斯福，政策加强了对工农业生产的干预，同时积极刺激需求，较快走出萧条。而日本面临供需失衡，产业政策从“干预”到“不干预”，使得萧条时间大幅拉长。在70年代，企业无法完成过剩设备的处理时，日本政府通过“共同行动”组建萧条卡特尔，帮助企业顺利去产能；90年代后，面临产能失衡，政府减少了“共同行动”等供给端的直接干预，直到泡沫破灭十多年后，即2003年后，僵尸企业才逐渐出清，供需不平衡持续很久。（3）供需再平衡，需要在控制产能、修复信用、稳定就业等多个环节同步发力，单靠供给政策或是单靠需求政策，可能都是不够的。欧文费雪的“债务通缩理论”将通缩循环分为9个步骤：①债务清算和资产抛售→②银行存款收缩与货币流通速度下降→③价格水平下降→④企业净值下降→⑤破产增加与利润减少→⑥产出下降与失业上升→⑦悲观情绪蔓延→⑧货币窖藏加剧→⑨名义利率下降但实际利率上升进一步抑制需求。从我们的案例来看，1933年罗斯福新政，控制价格下跌、修复信用、稳定就业等多方面采取了有效政策。日本70年代产能过剩，至少也在控制产能、稳定就业、稳定资产价格等方面及时出手；相比之下，日本90年代泡沫破灭后，供给端政策干预不多、需求端政策犹豫反复，导致了失去的三十年。（4）困境中蕴含着机会，大规模供需失衡往往也是劳动工资改善和

内需回升的契机，治理供需失衡的改革政策，有助于推动生产型社会向消费型社会转变。第二次工业革命后，西方国家接连经历了 1873-1896 长期萧条、1929 大萧条，供需失衡频发，扩大需求的重要性越来越突出，这带来了工人权益、劳动工资等状况的改善，加快了从生产型社会向消费型社会的转型。（5）对新兴产业而言，去产能和反垄断可能交替出现，根本上需要规范政府跟市场的关系，规范竞争秩序。新兴产业经历产能去化后，往往会带来市场集中度的提高，可能形成垄断组织，如美欧长期萧条后形成的托拉斯、卡特尔。这种市场结构的变化，可能会重塑政府跟市场的关系。美国在 1887 年通过了《州际商业法》（Interstate Commerce Act），成立了州际商业委员会（ICC），开始对铁路运费和竞争行为进行监管；1890 年《谢尔曼反托拉斯法》拉开了反垄断的序幕。治理新兴产业的产能过剩，既要推动低价低效企业自动退出市场，营造产能有效出清的市场环境，也要防止形成市场垄断，从根本上来说是规范竞争秩序，规范地方政府补贴、银行贷款，规范企业公平竞争行为。风险提示：（1）部分历史案例间隔较远，历史的细节可能有所缺失，如 1930 年之前的案例；（2）不同时期、不同国家，产能失衡时面临的环境并非完全相同，这些不同点我们可能未能完全囊括；（3）在使用国际比较和历史比较的经验时，应注意结合实际情况。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：占烁）

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：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，整体服务业扩张动能进一步冻结。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%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

和黄医药 (00013.HK): 2025 年中报点评: 业绩略低于预期, 下半年有望迎来困境反转

投资要点 事件: 公司 2025H1 总收入为 2.8 亿美元 (同比-9.2%, 其中肿瘤业务综合收入 1.69 亿美元【肿瘤产品销售分成后收入 0.99 亿美元 (同比-22%)】), 武田首付款里程碑及研发服务收入 0.30e, AZ 的其他研发收入 1100 万美金, 其他业务 (分销) 收入 1.34 亿美元。主要商业化产品 25H1 的销售额如下: 呋喹替尼海外 1.63 亿美元 (同比+25%); 呋喹替尼国内 0.43 亿美元 (同比-30%); 国内索凡替尼 0.13 亿美元 (同比-50%); 赛沃替尼 0.09 亿美元 (同比-31.3%)。2025 年全年肿瘤/免疫综合收入指引下调至 2.7-3.5 亿美元。25H1 研发费用 0.72 亿美元 (同比-24%), 销售及行政费用 0.42 亿美金 (同比-28%), 现金及等价物约 14 亿美元, 现金流充裕。 公司重要催化剂梳理: 1. 赛沃替尼第三项适应症 (联合疗法用于治疗经 EGFR 抑制剂治疗后进展的伴 MET 扩增的 EGFR 突变 NSCLC) 有望参加今年年底的国家医保谈判, 针对 2L+ 胃癌适应症预计 25H2 报产; 2. 赛沃替尼 2L 治疗伴有 MET 扩增或过表达的 EGFR 突变 NSCLC 的 SAFFRON 全球 III 期研究预计 2026 年上半年读出数据并向 FDA 提交上市申请; 3. 索乐匹尼布预计于 2026 年上半年重新提交免疫性血小板减少症的上市申请, wAIHA 适应症预计今年年底-明年初读出国内 3 期临床数据, 海外继续用新分子开发; 4. 索凡替尼针对 1 线胰腺癌的 2 期研究 25H2 有望读出数据并开展 3 期临床; 5. 新的抗体靶向偶联药物 (ATTC) 平台创新性强, 计划 1-2 个新分子于 2025 年年底进入临床开发。 盈利预测与投资评级: 由于出售上海和黄药业资产获得一次性投资收益, 我们将 2025 年的归母净利润 0.49 亿美金上调至 4.14 亿美金。由于赛沃替尼海外上市时间推迟以及索乐匹尼布国内上市时间推迟, 我们将 2026 年的归母净利润 0.96 亿美金下调至 0.15 亿美金。预计 2027 年归母净利润为 0.63 亿美金, 对应 2025-2027 年 PE 估值为

6.5/184.6/42.6X。公司下半年依靠 ATTC 平台的新分子有望迎来困境反转，有望产生新的潜在出海分子，现金充裕有望引进成熟管线补充国内产品销售，给予“增持”评级。风险提示：产品注册审批进度不及预期；竞争格局加剧；商业化不及预期。

（证券分析师：朱国广 证券分析师：张翀翯）

分众传媒（002027）：“碰一碰”业务助力分众广告巨头实现效果广告大转型

投资要点 “碰一碰”开启梯媒品效合一新时代，顺周期下楼宇媒体高覆盖的基本面支撑其业绩弹性：数字化浪潮下，分众联手支付宝推出梯媒 NFC “碰一碰”，将线下流量与支付生态结合，实现从广告曝光到互动再到转化的全链路闭环，有力促进广告“品效合一”。分众竞争格局持续改善，2024 年楼宇媒体收入占比 94.19%，高覆盖点位为“碰一碰”铺展提供核心优势。随着消费复苏，顺周期逻辑下，其高经营杠杆模式叠加“碰一碰”带来的增量，有望在利润端释放显著弹性。“碰一碰”重塑梯媒转化链路，新交互技术的应用领跑行业数字化转型，全链路数据追踪与长期下的用户精准匹配能力释放增长红利：传统梯媒面临效果难量化、转化路径长、交互弱的痛点，而“碰一碰”通过 NFC 技术简化路径，CPS 模式打通全链路数据追溯，解决归因难题。“千楼千面”的场景匹配与数据积累后逐步升级的精准度，实现从群体偏好到个人洞察，既解决未使用优惠券用户的无效推送问题，更弥补了线下品牌用户画像不足的短板，为广告主提供低成本、高精准的增长路径，推动梯媒从品牌曝光向“品牌 + 效果”双轨模式转型。作为行业数字化转型的先行者，分众有望抢占梯媒交互创新的先发优势，承接广告主对高效转化的需求增量。分层奖励与定向运营机制强化用户粘性，以低成本实现精准拉新，高效提升线下门店的转化率。“碰一碰”通过分层奖励机制推动实现用户长期互动，首次触碰以现金奖励激活初始参与，后续以优惠券、到店赠品维持长期粘性，既降低商家成本，又定向引导线下到店行为。依托用户数据的定向发放逻辑进一步优化运营效率，通过排除特定人群、跨品牌交叉推广，降低单客拉新成本。针对区域认知度差异品牌，可精准触达低流行区域用户实现尝新拉新，且匹配过程依托后台数据系统在触碰设备的瞬间即可完成，强化“碰一碰”的综合竞争力。盈利预测与投资评级：我们将公司 25-27 年归母净利润预测值由 57.8/67.9/74.2 亿元调整为 56.5/70.4/77.7 亿元，当前价格对应 25-27 年 PE 分别为 20.9/16.8/15.2 倍。短期关注“碰一碰”CPS 模式对利润弹性的释放及新潮整合后的成本优化，中长期看好“碰一碰”抽佣率上移空间及并购新潮带来的下沉市场定价权强化。当前公司业绩持续恢复，有望受益于短期和中长期驱动因素估值提升，因此我们给予公司 2025 年 30 倍 PE 估值，维持“买入”评级。风险提示：经济恢复不及预期，垂直模型功能迭代不及预期，行业竞争加剧。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：张家琦）

帝尔激光（300776）：2025 年中报点评：2025H1 业绩稳健增长，看好泛半导体领域业务布局

投资要点 业绩稳健增长：25H1 公司实现营收 11.7 亿元，同比+29.2%；归母净利润 3.3 亿元，同比+38.4%；25Q2 单季营收为 6.1 亿元，同比+33.8%，环比 8.5%；归母净利润为 1.6 亿元，同比+61.91%，环比+0.3%，主要系光伏设备交付验收所致。Q2 盈利能力同比提升，公司控费能力优异 2025H1 公司毛利率为 47.6%，同比-0.4pct；销售净利率为 27.9%，同比+1.8pct。期间费用率为 13.8%，同比-6.1pct，其中销售费用率为 0.8%，同比-2.0pct，管理费用率为

3.1%，同比-0.8pct，研发费用率为 10.3%，同比-5.1pct，财务费用率为 -0.3%，同比+1.8pct。 Q2 单季毛利率为 47.4%，同环比-0.1pct/-0.5pct；销售净利率为 26.9%，同环比+4.7pct/-2.2pct。

存货&合同负债略降，经营性现金流短期承压 截至 2025H1 末，公司合同负债为 15.80 亿元，同比-17%，存货为 17.53 亿元，同比-11%。

2025 年上半年公司经营性活动现金流为-1.43 亿元，同比-35%，同比下降主要系公司上半年购买商品、接受劳务支付的现金增加所致。

立足光伏激光设备，积极推进泛半导体领域布局 1) 光伏电池激光设备：TOPCon 电池激光诱导烧结 (LIF) 设备有效提升光电转换效率 0.3%以上；背接触电池 (BC) 的激光微蚀刻系列设备通过大面积

高精细化蚀刻降低生产成本；激光诱导退火 (LIA) 设备通过激光对电池进行整幅面高光强均匀光注入显著提高电池转化效率和稳定性；激光转印技术可以大幅节约银浆耗量、提升印刷一致性。2) 光伏组件激光设备：全自动高速激光无损划片/裂片机采用无损技术将电池片裂片成指定规格，提高组件整体输出功率。3) 消费电子，新型显示和集成电路等领域的激光设备：TGV 激光微孔设备通过精密控制系统及激光改质技术，实现对不同材质的玻璃基板进行微孔、微槽加工，广泛应用于半导体芯片封装、显示芯片封装等领域，公司已完成面板级玻璃基板通孔设备的出货，实现了晶圆级和面板级 TGV 封装激光技术的全面覆盖。

盈利预测与投资评级：考虑到订单收入确认节奏，我们维持公司 2025-2027 年归母净利润为 6.4/7.2/7.6 亿元，当前市值对应动态 PE 分别为 32/28/27 倍，维持“买入”评级。 风险提示：下游需求波动风险、市场竞争加剧风险。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意)

应流股份 (603308): 2025 年中报点评: 单 Q2 归母净利润同比+57%, “两机”业务在手订单饱满

投资要点 单 Q2 归母净利润同比+57%，“两机”业务在手订单饱满 2025 年上半年公司实现营业总收入 13.8 亿元，同比+9%，归母净利润 1.9 亿元，同比+24%，扣非归母净利润 1.9 亿元，同比+26%；

单 Q2 公司实现营业总收入 7.2 亿元，同比+19%，归母净利润 1.0 亿元，同比+57%，扣非归母净利润 1.0 亿元，同比+64%。分产品看，①高温合金产品及精密铸钢件产品：2025 年上半年实现收入 8.4 亿元，同比+6.4%，该业务核心为两机叶片，根据两机订单及交付周期推测，该板块有望于下半年实现较快收入环比增速；②核电及其他中大型铸钢件产品：2025 年上半年实现收入 3.3 亿元，同比+5.6%，传统铸件基本盘保持稳定。③新型材料与装备：2025 年上半年实现收入 1.5 亿元，同比+74.5%。公司作为燃气轮机的叶片铸件供应商，充分受益于 AI 驱动下燃机需求增长。截至 2025 年上半年，公司在手“两机”订单超 15 亿元，合同负债达 2.0 亿元，同比+270%，有望持续贡献业绩增量。

费控能力良好，看好公司盈利能力长期提升空间 2025 年上半年公司销售毛利率 36.3%，同比上升 2.0pct，销售净利率 12.2%，同比上升 1.1pct。费用端来看，2025 年上半年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.4%/8.2%/9.2%/4.1%，同比分别-0.1/+1.4/-3.5/-0.6pct，费控能力优异，我们判断研发费用率下降主要系小批量研发订单向批量化订单转化顺利，研发效率大幅提升。展望未来，随着规模效应显现、可转债项目的产能落地与持续爬坡，公司高毛利的两机业务占比逐步提升，且有望向叶片产业链下游延伸，显著提高产品质量与附加值，推动盈利能力不断提升。

“两机”业务构建新增长极，核能&低空打开长期成长空间 ①两机业务：2024 年以来全球 AI 需求爆发导致两机叶片行业供需失衡，公司借此机遇切入全球头部客

户供应链并显著提高份额。2025 年上半年，继贝克休斯、安萨尔多、GE 航空航天等企业签署战略和长期框架协议之后，公司又分别与西门子能源、赛峰集团、罗罗集团等签订了战略合作协议，两机业务有望实现高速增长。基于行业高景气度带来的发展机会，公司投入 11.5 亿元用于叶片机匣加工涂层项目开发，叶片涂层工序壁垒&附加值较高，该项目将有效提高公司核心竞争力&盈利能力，长期看好公司两机业务贡献业绩新增长点。②核能业务：2025 年上半年公司与沈鼓核电签署战略合作协议，签订了多个核电项目产品供货合同。③低空经济：公司已形成核心零部件、涡轴发动机和直升机三位一体的航空航天业务基础，产业链完善，且公司所在安徽省具备较强低空产业发展区位优势，长期看好低空业务发展潜力。盈利预测与投资评级：出于谨慎性考虑，我们调整公司 2025-2027 年归母净利润预测为 4.1（原值 4.5）/6.0（原值 6.3）/8.0（原值 8.6）亿元，当前市值对应 PE 分别为 45/31/23X，维持“买入”评级。风险提示：资本开支不及预期，需求不及预期，国产化进程不及预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：黄瑞）

星宇股份（601799）：车灯行业系列专题报告（三）：星宇股份成长复盘及展望

投资要点 星宇股份——深耕主业的自主车灯龙头。星宇自上市以来在营收端和利润端表现出了优秀的成长性，公司沿着“客户拓展+产品升级”的路径快速发展，实现了优质客户的不断拓展和产品结构的持续升级，目前已经成长为自主车灯龙头企业。在本篇报告中，我们对星宇自 2007 年以来的每一个发展周期进行了复盘，梳理了公司每一轮成长周期中的下游变化、经营成果、扩张节奏、产品变化、驱动客户以及能力积累等，并对星宇未来的发展情况进行了展望。星宇股份的成长复盘：轿车周期后期、SUV 周期前期、SUV 周期后期和新能源周期。我们根据乘用车行业发展周期和公司经营情况将星宇的成长划分为四个阶段。轿车周期后期（2007-2011）：这一阶段星宇的营业收入和盈利能力处于双升阶段，主要的成长驱动客户为德系的南北大众和日系的一汽丰田。公司在这一阶段完成了上市，开启了加速扩张；同时，公司持续加大研发投入并制定了积极的客户拓展计划，为后续新项目、新产品的开发和获取打下了基础。SUV 周期前期（2012-2016）：这一阶段星宇收入保持稳定增长，一汽大众+一汽丰田贡献主要收入增量；但盈利能力受客户降价+人工及原材料成本上涨+战略开拓新客户的影响有所承压。在这段时期，星宇持续深化了与头部合资车企的合作关系，持续扩充产能且通过持续的高研发投入夯实技术优势，为下一阶段公司的快速发展打下了坚实的客户、技术和项目基础。SUV 周期后期（2017-2020）：这一阶段星宇同时受益于产品周期和客户周期，营收保持稳步增长，盈利能力由于车灯的 LED 升级而持续提升，因此公司这一阶段的利润增速大幅领先收入增速。从客户角度来看，一汽大众占比持续提升，一汽红旗进入前五大客户。与此同时，星宇这一阶段的扩张速度进一步加快，且在享受车灯 LED 升级红利的同时，持续前瞻布局智能车灯技术研发。新能源周期（2021-2025）：这一阶段国内乘用车市场格局发生明显变化，自主品牌份额持续提升。星宇也经历了 2021-2022 两年由于客户结构调整而带来的收入增长失速，进入到 2023-2024 年公司营收重回增长通道。盈利能力方面，相比于 2019-2020 年 LED 红利期的归母净利率高点，近两年公司归母净利率虽有所下降但整体保持稳定。客户结构方面，受益于奇瑞销量增长+问界高端车灯放量，公司客户结构已经从上一阶段以合资为主转变为当前以奇瑞、赛力斯、理想等自主品

牌为主。 智能化周期（2026-2030）展望：1）空间：车灯是具备持续迭代升级能力的优质零部件赛道，车灯持续的智能化升级推动车灯 ASP 和行业空间持续增长。2）格局：高壁垒使得车灯的竞争格局优秀，星宇的行业地位在过去几年中持续提升。3）客户：目前公司深度配套华为智选、奇瑞、理想、吉利、北美电动车企等新能源/新势力头部客户，绑定头部客户使得公司后续持续受益于乘用车行业格局向头部集中。此外，公司积极推动海外市场扩展，有望贡献新增量。盈利预测与投资评级：我们基本维持公司 2025-2027 年归母净利润分别为 17.59 亿元、21.99 亿元、26.98 亿元的预测，对应的 EPS 分别为 6.16 元、7.70 元、9.44 元，2025-2027 年市盈率分别为 19.75 倍、15.80 倍、12.88 倍，维持“买入”评级。 风险提示：乘用车行业销量不及预期，车灯技术迭代升级不及预期，新客户及新项目开拓不及预期，车灯行业竞争加剧。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：刘力宇）

春风动力（603129）：2025 年中报点评：Q2 业绩超预期，三大业务高速增长

投资要点 公告要点：公司发布 2025 年半年度报告，25H1 公司营业收入 98.6 亿元，同比+30.9%；归母净利润 10.0 亿元，同比+41.4%。其中 25Q2 公司营业收入 56.0 亿，同环比分别+25.5%/+31.9%；归母净利润 5.9 亿，同环比分别+36.0%/+41.3%；扣非归母净利润 5.4 亿，同环比分别+30.2%/+31.7%，公司 25Q2 业绩超我们预期。 全地形车：量价齐升，高端化成效显著。25H1 公司全地形车销量 10.2 万辆，同比+25.1%，其中 25Q2 销量 5.8 万，同环比分别+20.2%/+31.4%；25H1 收入 47.3 亿，同比+33.9%；全地形车 ASP 4.65 万元，同比+7.1%。摩托车业务：结构优化价格提升，内销同比高增，外销短暂承压。25H1 公司两轮销量 15.0 万辆，同比-2.3%，其中 25Q2 销量 8.8 万，同环比分别-1.2%/+42.4%；25H1 摩托车收入 33.5 亿元，同比+3.0%，ASP 2.23 万元，同比+5.5%。其中外销销量 7.1 万，同比-16.9%，外销收入 16.5 亿元，同比-8.5%，外销 ASP 2.31 万元，同比+10.1%；内销销量 7.9 万，同比+16.2%，内销收入 17.0 亿，同比+17.4%，内销 ASP 2.15 万元，同比+1.0%。 极核：高速增长，销量表现亮眼。25H1 销量 25.1 万，去年 H1 销量 2 万，其中 25Q2 约 15 万，25Q1 约 10 万；25H1 收入 8.7 亿，同比+652%；25H1 ASP 0.35 万，同比-38.8%。 毛利率：公司 25Q2 销售毛利率 27.3%，同环比分别-2.0/-2.4pct；25Q2 销售净利率 11.0%，同环比分别+1.0/+1.1pct。 费用端：公司 25Q2 销售/管理/研发费用率分别 5.3%/4.0%/5.4%，同比分别-2.4/-0.6/-0.7pct，销售费用下降主因促销费用减少，期间费用率合计 13.6%，同环比分别-3.2/-1.3pct。 盈利预测与投资评级：公司 Q2 业绩超预期，三大业务高速增长。公司作为国内全地形车和摩托车龙头，2025H1 三大业务销量表现亮眼，全地形车和摩托车产品结构优化显著。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测 18.7/24.7/27.4 亿元，2025-2027 年对应 PE 为 20.6/15.6/14.1 倍。鉴于公司龙头地位稳固，三大业务共振向上、高速增长，我们仍然维持“买入”评级。 风险提示：全球贸易环境恶化风险；新车型上量不及预期风险；运价/汇率等波动风险等。

（证券分析师：黄细里 研究助理：赖思旭）

锦波生物（832982）：2025 年半年报点评：营业收入同比+42.4%，下半年新品凝胶放量可期

投资要点 公司 2025H1 营收同比+42.4%；公司披露 2025 年中报，2025H1 实现营收 8.6 亿元，同比+42.4%，归母净利 3.9 亿元，同比

+26.7%，扣非后归母净利 3.8 亿元，同比+27.6%。单拆 25Q2，公司实现营收 4.9 亿元，同比+30.4%，归母净利 2.2 亿元，同比+7.4%，扣非后归母净利 2.2 亿元，同比+7.0%。医疗器械产品销售稳健，功能性护肤品实现高增：分产品看，25H1 医疗器械/功能性护肤品/原料营收分别 7.1/1.2/0.3 亿元，同比分别+33.4%/+152.4%/+12.4%，占比分别 82.5%/14.1%/3.1%。医疗器械营收增长主要系核心医疗器械 A 型重组人源化胶原蛋白产品增长；功能性护肤品高增主要系重源、ProtYouth 等品牌收入增长。由于股权激励、前置营销投放等因素，销售费用投放加大。①毛利率：25H1 为 90.7%，同比-0.9pct；25Q2 毛利率为 91.1%，同比-0.3pct。②期间费用率：25H1 为 34.9%，同比+2.9pct；25Q2 期间费用率为 34.5%，同比+7.5pct，主要系报告期内股权激励费用、凝胶新品品牌推广、销售团队投放增加等。③净利率：25H1 为 45.5%，同比-5.8pct；25Q2 净利率为 45.2%，同比-10.0pct，期间费用率上升导致公司盈利能力有所承压。全球首个可注射凝胶产品获批，有望打开国内成长曲线。25 年 4 月凝胶产品正式获批上市，有望打开国内成长曲线。25 年 7 月公司推出重源新生 HiveCOL 蜂巢胶原凝胶新品，实现全球首个 100%人源化的技术突破，为组织抗衰领域开辟新路径，凝胶新品有望打开国内成长曲线。加强战略合作，加速布局出海战略：2025 年 6 月，公司以引入战投的方式向养生堂定向增发，建立深度战略合作，有望加速重组人源化胶原蛋白技术产业化进程。2024 年公司重组 III 型人源化胶原蛋白注射产品已获得越南 D 类医疗器械注册证，2025 年 7 月面向全球招募拥有泰国医疗器械渠道网络的战略合作伙伴，加速布局出海战略，打开长期成长空间。盈利预测与投资评级：公司作为目前市场上唯一获批生产重组人源化胶原蛋白植入剂企业，三类械产品薇旻美持续快速放量，同时在研储备丰富，长期健康增长可期。考虑到股权激励费用以及生物制品税政策变动，我们将 2025-2027 年归母净利润预测由 11.1/15.6/20.0 亿元下调至 10.4/14.6/18.6 亿元，最新收盘价对应 2025-2027 年 PE 分别为 35/25/20X，维持“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧、新品推广不及预期、出海不及预期等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：朱国广

证券分析师：朱洁羽 证券分析师：冉胜男 证券分析师：郝越）

华利集团（300979）：25H1 业绩快报点评：营收保持增长，利润率短期承压

投资要点 公司公布 2025 年半年度业绩快报：25H1 营收 126.61 亿元/yoy+10.36%，归母净利润 16.64 亿元/yoy-11.42%。分季度看，25Q1/Q2 营收分别为 53.53/73.08 亿元，分别同比+12.34%/+8.96%；归母净利润分别为 7.62/9.02 亿元，分别同比-3.25%/-17.32%。公司上半年收入端保持增长，但利润端承压，Q2 环比 Q1 业绩转弱，主因老客户订单下滑导致工厂效率降低，而新客户、新工厂生产效率处于爬坡期，且由于客户订单变动集团进行产能调度，短期内损失效率。新客户放量驱动量价齐升，Q2 增速环比 Q1 放缓。分量价看，25H1 运动鞋销量 1.15 亿双/yoy+6.14%，据此测算 25H1 销售单价约为 110 元/双、同比+3.97%，延续量价齐升态势。量的增长主要来自新客户订单量增长，有效对冲了部分老客户订单的下滑；价的提升则主要受益于客户结构优化，高价值客户订单贡献增加。分季度看，25Q1/Q2 销量分别为 0.49/0.66 亿双、分别同比+6.52%/+5.87%，单价分别为 109/111 元/双、分别同比+5.05%/+2.91%，Q2 量价提升幅度均较 Q1 有所放缓，我们判断主因今年 4 月美国宣布对等关税政策以及美国经济消费环境偏弱，导致 Nike 等老客户下单趋于谨慎。短期外部环境存不确定

定性,公司有序推进新厂建设。25H1 全球运动鞋行业面临宏观经济压力与国际贸易政策不确定性等挑战,公司老客户订单短期受影响下滑,但考虑库存周期,订单未来有望恢复,公司当前有序推进新工厂建设中,预计下半年新增投产一个印尼阿迪工厂和一个越南 Asics 工厂。近两年伴随新客户订单放量,公司处于资本开支密集投入期,2024 年公司新增 4 个新工厂投产(4 月越南 On Running 工厂、印尼 Hoka 工厂;9 月越南阿迪工厂;10 月越南 New Balance 工厂),2025H1 新增 2 个新工厂投产(四川阿迪工厂、印尼阿迪工厂),短期对利润率有所拖累,我们认为未来随产能爬坡,利润率有望逐步修复。盈利预测与投资评级:考虑老客户订单趋紧及多个新工厂处于产能爬坡期对业绩的影响,我们将 2025-2027 年归母净利润预测值从 43.6/50.1/57.6 亿元下调至 35.7/43.4/51.2 亿元,对应 PE 分别为 17/14/12X,长期看公司产能及管理优势仍存,未来随产能爬坡利润率有望恢复,维持“买入”评级。风险提示:全球消费需求波动、新产能爬坡及效率提升不及预期、大客户订单波动风险、国际贸易政策变动风险。

(证券分析师:汤军 证券分析师:赵艺原)

南微医学(688029): 2025 年中报点评: 主业稳健发展, 出海布局领先

投资要点 事件: 公司近期发布 2025 年半年度报告, 2025H1 年实现营业收入 15.65 亿元(+17.36%, 括号内为同比, 下同), 实现归母净利润 3.63 亿元(+17.04%), 实现扣非归母净利润 3.64 亿元(+18.90%)。2025 年 Q2 实现营业收入 8.66 亿元(+21.36%), 实现归母净利润 2.02 亿元(+21.22%), 实现扣非归母净利润 2.03 亿元(+22.92%)。海外收入占比持续提升: 2025 年上半年, 从地区情况看, 亚太区域营收 8.08 亿元(其中亚太海外营收 1.28 亿元, 康友营收 1.34 亿元), 同比减少 1.7%; 美洲区域营收 3.41 亿元, 同比增长 21.75%; 欧洲、中东及非洲区域营收 4.16 亿元(含 CME), 同比增长 89%。公司海外营收占比已提升至总收入的 58%。扎实推进国际化, 海外业绩亮眼: 近年来, 公司重视全球化布局, 不断提升公司可持续发展能力。2025 年上半年, 公司海外业务收入和盈利均实现显著增长, 收入同比增长 45%。公司于 2 月份完成对西班牙公司 Creo Medical S.L.U. 51% 股权的收购, 为公司深入拓展欧洲市场迈出重要一步, 目前并购整合进展顺利, 产品切换正有序推进。公司泰国制造中心建设与运营筹备有序推进, 年底前将正式投产, 有利于建立安全的全球供应链。盈利预测与投资评级: 考虑到公司海外关税风险有望消除, 国内集采价格有望逐步缓和, 我们维持 2025 年公司归母净利润为 6.56 亿元, 上调 2026-2027 年归母净利润由 7.69/9.29 亿至 7.75/9.36 亿, 当前股价对应 PE 分别为 26/22/19X, 考虑到公司出海布局领先, 维持“买入”评级。风险提示: 集采降价风险; 政策波动风险; 产品研发与业务拓展不及预期等。

(证券分析师: 朱国广)

海格通信(002465): 2025 年中报点评: 行业阶段性影响短期业绩, 新产品拓展可期

事件: 公司发布 2025 年中报。2025 年上半年实现营业收入 22.29 亿元, 同比去年-13.97%; 归母净利润 251.38 万元, 同比去年-98.72%。**投资要点** 主要因行业客户调整及周期性波动导致合同签订延缓, 叠加公司战略性加大新兴领域研发投入, 短期利润受挤压: 2025 年上半年, 海格通信实现营业收入 22.29 亿元, 同比下降 13.97%; 归母净利润 0.03 亿元, 同比骤降 98.72%。业绩下滑主要受行业客户结

构调整及周期性波动影响，合同签订节奏放缓，收入确认延后。分产品看，无线通信收入 6.90 亿元，微降 5.73%，占比升至 30.93%；北斗导航收入 2.80 亿元，下降 32.25%，占比由 15.96%降至 12.57%，系行业规模化应用初期竞争激烈、订单延后；航空航天收入 1.40 亿元，小幅回落 11.04%；数智生态收入 10.82 亿元，下降 13.15%，但仍贡献近半营收。整体收入结构更倚重无线通信与数智生态，北斗导航份额明显收缩。

研发费用率 20.05%创历史新高，凸显转型决心：公司综合毛利率 27.36%，同比下降 4.76 个百分点，其中北斗导航毛利率虽高达 55.68%，但受收入规模下滑拖累贡献减弱；数智生态毛利率仅 12.19%，拉低整体水平。经营活动现金流净流出 5.32 亿元，较上年 7.40 亿元收窄 28.03%，主要因采购支付减少。合同负债 1.62 亿元，较年初下降 6%，显示在手订单相对平稳。存货 14.58 亿元，较年初增加 8.93%，备货增加以应对下半年交付高峰。

海格通信核心竞争优势持续强化：公司持续推进“北斗+5G”通导融合芯片研发，与中国移动合作的消费级芯片入选产投协同十大标杆案例；卫星互联网终端再次中标客户窄带手持项目，巩固先发优势；低空经济领域迭代“天腾”飞行管理服务平台，发布“天枢”运营平台，对接十余省份项目，并完成飞行汽车首期交付。资本运作方面，以 2.8 亿元增资陕西无人装备科技，布局智能无人飞行器；同时启动 2 至 4 亿元股份回购计划用于股权激励。核心竞争力方面，高比例研发投入（占营收 20.05%）与横跨无线通信、北斗、航空航天、数智生态的多元布局，为公司把握卫星互联网、低空经济等新赛道奠定基础。

盈利预测与投资评级：公司业绩承压，我们下调先前的预期，预计公司 2025-2026 年归母净利润分别为 3.34/5.67 亿元，前值 10.28/13.09 亿元，新增 2027 年归母净利润预测为 10.27 亿元，对应 PE 分别为 104/61/34 倍，但考虑到海格通信是无线通信与北斗导航领域龙头，不仅受益于国防信息化的长期趋势，并且积极布局卫星互联网与低空经济，因此维持“买入”评级。

风险提示：1）市场竞争风险；2）技术更新换代风险；3）应收账款回收风险；4）募投项目新增产能消化不达预期的风险。

（证券分析师：苏立赞 证券分析师：许牧 证券分析师：高正泰）

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>