

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-08-12

宏观策略

2025 年 08 月 12 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。

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

广电计量（002967）：AI 芯片国产化+高端 PCB 扩产，建议关注已有配套检测服务布局的龙头企业

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 4.0/4.5/5.2 亿元，当前市值对应 PE 25/22/20X，维持“增持”评级。风险提示：竞争格局恶化、下游需求释放节奏不及预期等。

爱旭股份（600732）：2025 年中报点评：ABC 出货高增，单季度盈利转正

盈利预测与投资评级：由于 BC 新技术差异化逐步体现，公司单季度盈利转正，我们调整公司 2025-2027 年归母净利润至 3.8/15.6/24.9 亿元（此前预期 25-26 年归母净利润 7.7/17.9 亿元），同增 107%/307%/60%，对应 PE 为 68/17/11 倍，评级由“增持”上调为“买入”。风险提示：竞争加剧，政策不及预期等。

燕京啤酒（000729）：2025 年中报业绩点评：U8 势能延续，扣非业绩超预期

短期虽餐饮端有所承压，但燕啤仍处于改革的前半段，大单品 U8 高增持续兑现成长；中期维度燕啤亦属于攻守兼备的优质标的，升级韧性、股息率提升是抓手。参考 25Q2 中报业绩节奏，我们更新 2025~2027 年归母净利润预测为 16.03、19.26、22.74 亿元（前值为 15.05、18.45、22.04 亿元），对应当前 PE 分别为 23、19、16X，维持“买入”评级。

华密新材（836247）：2025 中报点评：高毛利橡塑制品逐步放量，成本端

投入加大拖累业绩同比下滑

公司发布 2025 年半年报,实现营业收入 2.03 亿元,同比+6.49%;归母净利润 0.17 亿元,同比-18.57%;扣非归母净利润 0.14 亿元,同比-25.83%。2025Q2 实现营收 1.07 亿元,同环比+6.51%/+11.54%,归母净利润 0.07 亿元,同环比-26.44%/-22.34%。考虑公司新品前期研发投入较大、募投项目延期,下调公司 2025~2027 年归母净利润预测为 0.39/0.47/0.63 亿元(前值为 0.47/0.58/0.74 亿元),对应最新 PE 为 125.20/105.13/77.93x,考虑公司高毛利率橡塑制品逐渐放量,高端新品成长潜力较好,维持“增持”评级。风险提示:1)技术迭代不及预期;2)宏观经济波动;3)市场竞争加剧。

歌尔股份(002241): 间接投资 Micro-LED 知名厂商 Plessey, 歌尔股份 AR 领域布局再下一城

事件:8月8日歌尔股份发布公告,控股子公司香港歌尔泰克,将向 Haylo Labs 提供不超过 1 亿美元的附股权收益权的有息借款,期限 5 年。Haylo 将用上述资金收购 Plessey 100%股权。Plessey 是全球知名的 Micro-LED 公司,与 Meta 合作渊源深厚。Plessey 成立于 2000 年,于近年开始研发 Micro-LED 技术,今年年初与 Meta 共同研发出 600 万尼特超高亮度的红光 Micro-LED 微显示屏。Plessey 与 Meta 历史合作渊源深厚,2020 年,Meta 就曾与 Plessey 达成协议,获得后者 AR 显示屏的独家技术授权,并将购买后者生产的全部 AR 屏幕。2023 年 7 月 1 日~2024 年 6 月 30 日,Plessey 实现营收 7479 万美金,实现净利润 1241 万美金。2024 年 7 月 1 日~2025 年 6 月 30 日,Plessey 实现营收 7272 万美金,实现净利润 280 万美金。投资 Plessey 进一步补齐了歌尔在 XR 光学赛道能力版图。歌尔在虚拟现实的关键技术——微显示和光波导领域早已布局多年。在微显示领域,歌尔持有 Micro-OLED 龙头视涯科技 5.4% 的股权。在光波导领域,歌尔曾在 2018 年,与 Wave Optics 合作共推表面浮雕光波导元件量产;2023 年,歌尔收购驭光科技,深化衍射光波导研发设计能力。此次投资 Plessey 补齐了歌尔在 AR 终局微显示方案 Micro-LED 的能力版图,进一步巩固其在 XR 赛道的核心卡位。盈利预测与投资评级:展望未来一年,多家大厂 AI 眼镜和 AR 眼镜新品云集,公司作为智能眼镜领域布局最深度的公司之一,有望持续受益于智能眼镜的产业趋势。公司智能声学整机和精密零组件业务亦有望在下半年迎来旺季。智能硬件新旧产品交替周期影响公司短期业绩,下调公司 2025-2026 年归母净利润预测至 34/44 亿元(2025-2026 年前值为 38/49 亿元),预测公司 2027 年归母净利润为 50 亿元,对应 2025-2027 年 PE 分别为 23/18/16 倍,维持“买入”评级。风险提示:产业发展不及预期,竞争格局恶化等。

泡泡玛特(09992.HK): 深度复盘: 形象型 IP 商业价值与企业成长经验启示

我们继续看好 labubu 这一现象级 IP 以及多元 IP 矩阵驱动公司全渠道收入快速增长,将 2025-2027 年经调整净利润预测从 64.8/93.6/118.9 亿元上调至 100.3/144.9/182.9 亿元;参考增速同样较高的三丽鸥估值水平,给予 2026 年 30 倍 PE,对应 4346 亿人民币市值,对应 2025/8/8 市值还有 28% 空间,维持“买入”评级。(人民币兑港元汇率取 2025/8/8 1 港币=0.91 人民币)。

盛美上海(688082): 2025 年中报点评: 2025H1 业绩延续高增,平台化

布局加速

平台化布局清洗、电镀、涂胶显影等设备，有望充分受益于 HBM 新增清洗、电镀需求：公司坚持推行“技术差异化”和“产品平台化”的战略方针，成功布局清洗、电镀、涂胶显影、立式炉管、PECVD 以及化合物半导体刻蚀等多种设备。（1）清洗设备：公司单片清洗设备国内市占率超 30%，其 SAPS、TEBO 兆声清洗技术以及 Tahoe 高温硫酸清洗技术均已达到国际领先水平，用于下一代半导体器件的单晶圆高温 SPM 设备已成功通过关键客户验证。（2）电镀设备：截至 25Q2 末，公司已交付超 1500 个电镀腔，其三维堆叠电镀设备能够处理 3D TSV 及 2.5D Interposer 的高深宽比铜电镀；前道大马士革铜互连电镀设备则适用于 3D 结构的 FinFET、DRAM 和 3D NAND 所需工艺；后道电镀设备则能满足 Pillar Bump、RDL、HD Fan-Out 和 TSV 中的铜、镍、锡、银、金等电镀工艺。（3）立式炉管设备：LPCVD 已通过多家 FAB 验证并量产，ALD 陆续进入客户端验证。（4）涂胶显影设备：公司的 Ultra Lith 涂胶显影设备支持包括 i-line、KrF 和 ArF 系统在内的各种光刻工艺，目前正在客户端进行验证。（5）PECVD 设备：已在客户端验证 TEOS 及 SiN 工艺。（6）无应力 CMP、刻蚀设备，有望陆续导入客户端验证。 盈利预测与投资评级：公司主业持续增长+产品品类不断拓展，我们维持 2025-2027 年归母净利润为 15.5/18.7/20.7 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 33/27/24 倍，维持“增持”评级。 风险提示：下游扩产不及预期，研发进展不及预期。

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）

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

广电计量 (002967): AI 芯片国产化+高端 PCB 扩产, 建议关注已有配套检测服务布局的龙头企业

投资要点 当前人工智能产业发展提速, AI 芯片、高端 PCB 等硬件产业链需求快速增长, 已有布局相关产业的第三方检测公司迎发展机遇。 广电计量自 2018 年起以自建的方式布局集成电路测试与分析, 板块成长性领先, 目前测试能力可覆盖 4nm, CNAS 认证的检测项目类别目前行业排名第一。同时, 公司已前瞻性布局 AI 芯片等相关业务, 于行业成长拐点之时把握机遇, 未来成长性可期, 建议重点关注:

AI 芯片国产化 为确定性趋势, 第三方检测服务需求持续提升 AI 产业链发展叠加中美科技博弈加剧, AI 算力、芯片自主可控为确定性趋势, 我国 AI 芯片市场参与者逐年增长。第三方芯片检测服务于芯片全产业链, 为其研发、生产、售后提供技术支持, 保障其高性能与可靠性, 影响芯片的天花板。由于芯片分析要求复杂, 需多种类设备重资产投入, 复合背景人才和项目经验积累, 半导体产业分工趋于细化下, 第三方检测替代自检具备经济性, 需求将持续提升。广电计量可为 AI 芯片提供全生命周期质量管控服务, 且具备口碑、技术、人才和设备优势, 将持续受益。

高端 PCB 需求提升, 带动配套产业链发展 PCB 为电子设备核心元件, 广泛应用于 AI 算力、消费电子、新能源汽车等领域。全球 AI 算力基础设施扩产、端侧 AI 渗透率的提升, 将带动高端 PCB 需求增长, 市场对高密度、高层数 PCB 用量的需求显著增加, 且对 PCB 材料、结构等要求均显著提升。在此背景下, 第三方检测服务企业将广泛受益于产业技术迭代和需求增长, 具备先发优势的龙头企业将强者恒强: (1) 广电计量可为 PCBA 生产过程中的质量问题、工艺可靠性提供全面一体化评价和解决方案, 帮助 PCB 厂商、板卡集成商等客户在研发、生产环节, 保障材料性能稳定、降低失效风险, 且随产业分工深化和经验积累, 三方检测市场占产业链价值量将持续提升。(2) 2022 年广电计量收购深

圳博林达，切入无机标准物质市场，其标准物质种类可满足 PCB 生产企业、集成电路企业等全系列标准物质需求，同样将受益于高端 PCB 发展。 拟定增不超过 13 亿元投向航空装备、AI 芯片、卫星互联网等测试平台，中长期成长动力充足

2025 年 7 月公司发布公告，拟定增不超过 13 亿元，其中，（1）航空装备（含低空）测试平台：拟投资 3.4 亿元，服务于航空装备产业与低空经济，借助江苏、上海等华东区域成熟市场夯实检验检测认证能力，（2）AI 芯片测试平台：拟投资 2.9 亿元，增强 AI 检测领域的试验能力和设备能力，对传统集成电路测试与分析业务形成补充，（3）卫星互联网项目：拟投资 3.4 亿元，提升卫星互联网设备检测和认证的能力。卫星互联网作为“新基建”，为国家战略性工程，发展可期。公司定增均投向高成长、战略性下游，保障中长期高质量持续增长，看好长期发展前景。 盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 4.0/4.5/5.2 亿元，当前市值对应 PE 25/22/20X，维持“增持”评级。 风险提示：竞争格局恶化、下游需求释放节奏不及预期等。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：韦译捷）

爱旭股份（600732）：2025 年中报点评：ABC 出货高增，单季度盈利转正

投资要点 事件：公司 2025H1 收入 84.46 亿，同比+63.63%；净利润-2.38 亿，同比+33%；扣非净利润-4.24 亿；毛利率 4.04%，同比+7.11pct。其中 Q2 收入 43.1 亿，同环比+62.76%/+4.23%；归母净利润 0.63 亿；扣非净利润 0.42 亿；毛利率 7.40%，同环比+21.64pct/+6.87pct；归母净利率 1.46%，Q2 扭亏为盈。 ABC 组件产销两旺、超额盈利持续兑现。2025H1 公司 ABC 组件出货 8.57GW，同增超 400%；其中 Q2 公司 BC 组件出货约 4GW+，测算 ABC 组件毛利约 10%，我们预计单瓦盈利约 5-6 分，主要受益于海外占比提升（40%+）+海外溢价足盈利强（海外 BC 组件近 1 元/w，测算盈利近 10-12 分/w）+成本优化。国内溢价保持约 5 分+，测算单瓦盈利约 1 分。电池出货约 5GW+（P 型 3.5GW+TOPCon1.7GW），测算单瓦亏损约 4-5 分。展望 Q3 我们预计公司持续保持满产满销，海外占比保持 40%+，保持稳健；我们预计全年 ABC 组件出货 20gw，同比高增、ABC 放量渗透。光伏反内卷持续推进，电池组件价格有望进一步修复。 现金流持续优化、定增获交易所通过。公司经营情况持续优化，BC 组件溢价陆续兑现。公司 Q2 费用率约 7.9%，较 Q1 降低 1.25pct；Q2 末存货 20.6 亿，环比持平略增；Q2 经营性净现金流 11.39 亿，环比+59.08%，持续改善。7.4 日定增申请获上交所审核通过，后续进入证监会注册环节。若定增顺利发行，有望助力公司现有 BC 基地后续建设+补充流动资金，持续改善经营情况！ 盈利预测与投资评级：由于 BC 新技术差异化逐步体现，公司单季度盈利转正，我们调整公司 2025-2027 年归母净利润至 3.8/15.6/24.9 亿元（此前预期 25-26 年归母净利润 7.7/17.9 亿元），同增 107%/307%/60%，对应 PE 为 68/17/11 倍，评级由“增持”上调为“买入”。 风险提示：竞争加剧，政策不及预期等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男

证券分析师：徐毓嵘）

燕京啤酒（000729）：2025 年中报业绩点评：U8 势能延续，扣非业绩超预期

投资要点 事件：公司 25H1 营收 85.58 亿元，同比+6.37%，归母净利润 11.03 亿元，同比+45.45%，扣非后归母净利润 10.36 亿元，同比+39.91%；其中 25Q2 营收 47.31 亿元，同比+6.11%，归母净利润 9.38 亿元，同比+43.00%，扣非后归母净利润 8.83 亿元，同比+38.43%。

此前中报预告 25Q2 归母净利润同比+36.7%至+48.3%、扣非后归母净利润同比+21.2%至+32.7%，扣非后归母净利超出此前中报预告指引。成长期的 U8 对冲消费弱 β，量价表现强劲。2025 年上半年行业整体消费 β 偏弱，燕啤销量仍同比+2.03%至 235.17 万吨，吨价同比+4.75%至 3357.50 元/吨，其中一季度 U8 保持 30%以上高增、预计二季度延续较好增势。区域层面来看，深挖河北、北京、内蒙古优势市场终端单点效率，进一步提升 U8 在终端销量占比；加大东三省、山东、四川、湖南、湖北等弱势市场建设力度，选择“高容量、高结构、高成长性”城市市场作为重点目标，以期获取更多增长空间。渠道层面来看，线上线下聚焦进一步提升 U8 美誉度、知名度，积极与新零售业态合作更好触达消费者，持续推进“百县工程”、“百城工程”。毛销差维持改善，Q2 净利率水平突破 20%+。25Q2 净利率同比+5.37pct 至 22.03%。其中毛利率同比-0.63pct 至 47.70%(吨酒营收同比+4.80%、吨酒成本同比+6.08%)，销售费用率同比-3.99pct 至 6.02%，毛利率、销售费用率波动预计与市场促销投放方式相关，25Q1 毛销差同比提升 1.88pct 至 27.14%、25Q2 毛销差同比提升 3.36pct 至 41.68%。管理费用率同比-1.92pct 至 9.21%，持续兑现效率提升。非经科目除资产处置收益 0.64 亿元外，其他科目变动不大。综合来看，此前 21、22、23、24 年销售净利率为 2.45%、4.16%、6.01%、9.03%，25 年销售净利率提升仍处于较好上升通道，改革成效持续兑现。燕啤 α 优势突出，中期是攻守兼备的优质主线。回顾过去，耿总自 2022 年担任燕啤董事长以来，战略层面提出“二次创业、复兴燕京”，并推动“九大变革”重构企业竞争力，带领燕啤 2022 年以来业绩高速增长，十四五期间高质量发展的 α 优势突出。展望未来，借鉴海外啤酒巨头的发展路径，我们认为中国啤酒赛道是攻守兼备的优质主线，进攻层面来自升级的韧性及持续性，需求多元化的大众价位是中档放量核心支撑；防御层面来自啤酒产业处于资本开支相对稳健、现金流表现优秀的阶段，未来股息率的明显提升值得期待。盈利预测与投资评级：短期虽餐饮端有所承压，但燕啤仍处于改革的前半段，大单品 U8 高增持续兑现成长；中期维度燕啤亦属于攻守兼备的优质标的，升级韧性、股息率提升是抓手。参考 25Q2 中报业绩节奏，我们更新 2025~2027 年归母净利润预测为 16.03、19.26、22.74 亿元（前值为 15.05、18.45、22.04 亿元），对应当前 PE 分别为 23、19、16X，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济不及预期；食品安全风险；非基地市场竞争加剧。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：郭晓东）

华密新材（836247）：2025 中报点评：高毛利橡塑制品逐步放量，成本端投入加大拖累业绩同比下滑

投资要点 营收端稳步增长，毛利率下降与成本端投入加大拖累业绩同比下滑。公司发布 2025 年半年报，实现营业收入 2.03 亿元，同比+6.49%；归母净利润 0.17 亿元，同比-18.57%；扣非归母净利润 0.14 亿元，同比-25.83%。2025Q2 实现营收 1.07 亿元，同环比+6.51%/+11.54%，归母净利润 0.07 亿元，同环比-26.44%/-22.34%。营收保持同比增长主要系在国家政策及行业规划的双重推动下，橡塑材料下游应用稳定发展，为公司带来持续的市场需求；净利润同比下降主要系公司销售毛利率同比下降 0.73pct 至 29.59%，同时新品研发与募投项目建设期的成本投入加大，2025H1 公司销售/管理/财务/研发费用率分别为 4.67%/6.47%/0.44%/8.42%，同比+0.12/+0.35/+0.11/+0.70pct，致使销售净利率同比下降 2.38pct 至 8.40%。橡塑材料与制品营收齐增，橡塑制品放量明显带动该业务营收同比+24%。1）橡塑材料：公司特种橡胶材料、特种工程塑料

属于高分子新材料，具备优异于通用橡胶、通用塑料的突出性能，2025H1 该业务营收同比+1.28%至 1.48 亿元，在总营收占比同比-3.75pct 至 73.02%，毛利率同比-0.49pct 至 25.76%。2) 橡塑制品：属于定制化水平较高的非标准化产品，下游应用配套应用广，在汽车、工程机械等领域逐渐放量，2025H1 该业务营收同比+23.71%至 0.55 亿元，在总营收占比+3.75pct 至 26.98%，橡塑制品毛利率较高，但放量后会有所下降，2025H1 毛利率同比-3.74pct 至 39.97%。以材料为支撑发展制品双向拓展，募投扩产叠加高端化市场布局有望迎来新增量。1) 材料与制品双向拓展：公司专注特种橡塑材料与制品领域二十余年，已积累 2400 余种材料配方，形成橡塑制品研发技术壁垒。技术指标已达到或超过知名汽车厂商的要求，部分特种橡胶配方成功应用在高铁、航空航天、石油石化等高端领域，参与起草、修订多项国家标准和行业标准。公司募投 1.2 亿元建设河北省特种橡塑产业技术研究院预计 2025 年底转固。2) 产能扩张：2024 年公司橡胶材料产能利用率已达到 90%以上，橡塑制品产能利用率约 70%。截至 2025 年 3 月，公司募投特种工程料项目已完成 12 条产线的建设，正在小批量生产，特种橡胶材料项目处于建设期，预计产能会在 2027 年逐步释放。3) 高端化市场布局：公司与中科院兰州化物所合作开发 PEEK 材料，处于客户验证阶段；同时面向航空航天进行高端有机硅的验证与试生产，并根据中航工业和中国中车的需求，同步开发自润滑轴承产品。盈利预测与投资评级：考虑公司新品前期研发投入较大、募投项目延期，下调公司 2025~2027 年归母净利润预测为 0.39/0.47/0.63 亿元（前值为 0.47/0.58/0.74 亿元），对应最新 PE 为 125.20/105.13/77.93x，考虑公司高毛利率橡塑制品逐渐放量，高端新品成长潜力较好，维持“增持”评级。风险提示：1) 技术迭代不及预期；2) 宏观经济波动；3) 市场竞争加剧。

（证券分析师：朱洁羽 证券分析师：易申申

证券分析师：余慧勇 证券分析师：薛路熹 研究助理：武阿兰）

歌尔股份（002241）：间接投资 Micro-LED 知名厂商 Plessey，歌尔股份 AR 领域布局再下一城

投资要点 事件：8 月 8 日歌尔股份发布公告，控股子公司香港歌尔泰克，将向 Haylo Labs 提供不超过 1 亿美元的附股权收益权的有息借款，期限 5 年。Haylo 将用上述资金收购 Plessey 100% 股权。Plessey 是全球知名的 Micro-LED 公司，与 Meta 合作渊源深厚。Plessey 成立于 2000 年，于近年开始研发 Micro-LED 技术，今年年初与 Meta 共同研发出 600 万尼特超高亮度的红光 Micro-LED 微显示屏。Plessey 与 Meta 历史合作渊源深厚，2020 年，Meta 就曾与 Plessey 达成协议，获得后者 AR 显示屏的独家技术授权，并将购买后者生产的全部 AR 屏幕。2023 年 7 月 1 日~2024 年 6 月 30 日，Plessey 实现营收 7479 万美金，实现净利润 1241 万美金。2024 年 7 月 1 日~2025 年 6 月 30 日，Plessey 实现营收 7272 万美金，实现净利润 280 万美金。投资 Plessey 进一步补齐了歌尔在 XR 光学赛道能力版图。歌尔在虚拟现实的关键技术——微显示和光波导领域早已布局多年。在微显示领域，歌尔持有 Micro-OLED 龙头视涯科技 5.4% 的股权。在光波导领域，歌尔曾在 2018 年，与 Wave Optics 合作共推表面浮雕光波导元件量产；2023 年，歌尔收购驭光科技，深化衍射光波导研发设计能力。此次投资 Plessey 补齐了歌尔在 AR 终局微显示方案 Micro-LED 的能力版图，进一步巩固其在 XR 赛道的核心卡位。盈利预测与投资评级：展望未来一年，多家大厂 AI 眼镜和 AR 眼镜新品云集，公司作为智能眼镜领域布局最深度的公司之一，有望持续受益于智能眼镜的

产业趋势。公司智能声学整机和精密零组件业务亦有望在下半年迎来旺季。智能硬件新旧产品交替周期影响公司短期业绩，下调公司 2025-2026 年归母净利润预测至 34/44 亿元（2025-2026 年前值为 38/49 亿元），预测公司 2027 年归母净利润为 50 亿元，对应 2025-2027 年 PE 分别为 23/18/16 倍，维持“买入”评级。风险提示：产业发展不及预期，竞争格局恶化等。

（证券分析师：陈海进）

泡泡玛特 (09992.HK): 深度复盘: 形象型 IP 商业价值与企业成长经验启示

投资要点 引言: IP 产业是一个上限很高, 但企业成功难度也很大的产业, 我们希望从泡泡玛特发展复盘总结出形象型 IP 商业价值规律以及 IP 企业成长经验。我们认为泡泡玛特对国内 IP 产业的影响可能比市场想象的更加深远: 公司验证了国内 IP 企业依靠国内强大供应链+优质运营的形象型 IP 打开全球市场的可能性。我们认为市场低估了形象型 IP 的商业价值和公司长线运营能力。区别于市场的观点, 我们认为 IP 商业价值与其内容深度并没有绝对相关性 (参考全球最赚钱 IP 类型), 优质的形象型 IP 生命周期也比市场想的更加长青 (MOLLY 2019-2023 年收入 CAGR 22%、三丽鸥头部 IP 人气多年持续提升)。通过拆解形象型 IP 商业价值, 我们认为: 1) 兼具高大众性和艺术性的 IP (如 MOLLY 2024 年收入 21 亿元、LABUBU 30 亿元等), 大众性略逊一筹但艺术性突出的 IP 运营得当均有望实现较高的商业价值 (如 Skullpanda 2024 年收入 13 亿元、小野 7 亿元等); 2) IP 运营是 IP 企业的关键能力, 市场看到了公司打造爆款 IP 的能力, 但对公司长线运营能力仍有忽略, 公司头部和多个中腰部 IP 整体新品热度呈现长期稳健向上趋势, 尤其是和其他头部潮玩 IP 对比更加明显。我们认为泡泡玛特竞争对手已经不是处在初级的 IP 企业, 而是一样有现金流 IP, 具备试错底气, 同时有一套完善的 IP 孵化到运营系统的其他综合性 IP 企业, 如三丽鸥、迪士尼等。

上市至 2022 年股价调整期: 商业模式难题和企业韧性。 1) 2020/12 上市-2022/6, 公司收入保持高增, 但成长股估值系统性调整、市场对公司长期发展信心不足叠加盈利指标恶化, 导致公司股价下跌。2) 2022/7~2022/10: 公司业绩承压, 盲盒退潮成市场主流叙事, 此阶段股价明显跑输港股大盘。我们认为公司此阶段业务和估值变化既体现了形象型 IP 商业模式中的经典难题 (需求变迁、审美疲劳以及创新的不确定性对形象型 IP 需求持续性的影响; 自营模式库存管理能力), 同时又体现公司较强的组织韧性和执行力 (组织架构调整, 系统性提升供应链能力等), 并为 2024 年之后的国际化加速埋下伏笔。

2023 至今困境反转: 国际化与长期价值重估。 1) 2022/11-2023/6: 疫后公司 EPS 逐步修复, 对 2023 年亦指引积极, 但市场更多归因于宏观原因, 并未充分反应公司主业的积极变化; 2) 2023/7 至今, 公司业绩开始体现出 α (组织优化和出海加速), 并在 LABUBU 海外出圈后业绩爆发及估值提升, 戴维斯双击。此阶段 labubu 热度持续超预期, 我们认为底层是搪胶毛绒品类扩大 labubu 受众, 重要推手是 LISA 多次在社交媒体上表达对 labubu 的喜爱, 公司层面从产品出新、营销动作、渠道扩展三个层面承接流量并推动其逐层出圈, 从而推动收入不断超预期。疫情之后海外市场个性化消费趋势、tiktok 等媒介渠道兴起、包挂潮流趋势亦是 labubu 搪胶毛绒走红的重要背景。短期市场更多关注在 labubu 热度的边际变化, 但低估了公司 IP 矩阵的长期商业价值, 我们一方面看好泡泡玛特 labubu 和 molly 两个头部且有望常青的 IP 能为多元有效的 IP 矩阵提供【丰沛现金流和流量支撑】, 另一方面也

看好公司海外市场门店扩张触达更多受众，【多元的市场】为多元 IP 矩阵的商业价值充分发挥提供土壤。盈利预测与投资评级：我们继续看好 labubu 这一现象级 IP 以及多元 IP 矩阵驱动公司全渠道收入快速增长，将 2025-2027 年经调整净利润预测从 64.8/93.6/118.9 亿元上调至 100.3/144.9/182.9 亿元；参考增速同样较高的三丽鸥估值水平，给予 2026 年 30 倍 PE，对应 4346 亿人民币市值，对应 2025/8/8 市值还有 28% 空间，维持“买入”评级。（人民币兑港元汇率取 2025/8/8 1 港币=0.91 人民币）。风险提示：出现新的现象级 IP 影响 labubu 短期销售，海外拓展不及预期，头部 IP 热度自然衰减但其他 IP 收入尚未贡献显著收入的风险。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖

证券分析师：郭若娜）

盛美上海（688082）：2025 年中报点评：2025H1 业绩延续高增，平台化布局加速

投资要点 公司业绩稳健增长，25H1 归母净利润同比+57%：2025H1 公司实现营收 32.7 亿元，同比+35.8%，主要系公司受益于中国半导体行业设备需求持续旺盛，并在新客户拓展和新市场开发方面取得了显著成效。期间公司实现归母净利润 7.0 亿元，同比+57.0%；扣非净利润为 6.7 亿元，同比+55.2%。Q2 单季营收为 19.6 亿元，同比+32.2%，环比+50.1%；归母净利润为 4.5 亿元，同比+23.8%，环比+82.5%。

公司盈利能力相对稳定，控费能力强劲：2025H1 公司毛利率为 50.7%，同比+0.1pct；销售净利率为 21.3%，同比+2.9pct。期间费用率为 24.4%，同比-5.7pct，其中销售费用率为 8.2%，同比-1.7pct，管理费用率为 4.2%，同比-2.3pct，研发费用率为 12.7%，同比-1.7pct，财务费用率为-0.7%，同比-0.1pct。Q2 单季毛利率为 50.6%，同环比-2.8pct/-0.2pct；销售净利率为 22.9%，同环比-1.6pct/+4.1pct。截至 Q2 末公司合同负债为 8.6 亿元；截至 2025Q2 末公司合同负债为 8.6 亿元，同比-17.3%；存货为 43.9 亿元，同比+0.1%。Q2 公司经营性现金流为-2.25 亿元，同比转负，主要系设备回款具备一定周期性，本期回款放缓&公司规模扩大带来的员工薪酬增加。平台化布局清洗、电镀、涂胶显影等设备，有望充分受益于 HBM 新增清洗、电镀需求：公司坚持推行“技术差异化”和“产品平台化”的战略方针，成功布局清洗、电镀、涂胶显影、立式炉管、PECVD 以及化合物半导体刻蚀等多种设备。（1）清洗设备：公司单片清洗设备国内市占率超 30%，其 SAPS、TEBO 兆声清洗技术以及 Tahoe 高温硫酸清洗技术均已达到国际领先水平，用于下一代半导体器件的单晶圆高温 SPM 设备已成功通过关键客户验证。（2）电镀设备：截至 25Q2 末，公司已交付超 1500 个电镀腔，其三维堆叠电镀设备能够处理 3D TSV 及 2.5D Interposer 的高深宽比铜电镀；前道大马士革铜互连电镀设备则适用于 3D 结构的 FinFET、DRAM 和 3D NAND 所需工艺；后道电镀设备则能满足 Pillar Bump、RDL、HD Fan-Out 和 TSV 中的铜、镍、锡、银、金等电镀工艺。（3）立式炉管设备：LPCVD 已通过多家 FAB 验证并量产，ALD 陆续进入客户端验证。（4）涂胶显影设备：公司的 Ultra Lith 涂胶显影设备支持包括 i-line、KrF 和 ArF 系统在内的各种光刻工艺，目前正在客户端进行验证。（5）PECVD 设备：已在客户端验证 TEOS 及 SiN 工艺。（6）无应力 CMP、刻蚀设备，有望陆续导入客户端验证。

盈利预测与投资评级：公司主业持续增长+产品品类不断拓展，我们维持 2025-2027 年归母净利润为 15.5/18.7/20.7 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 33/27/24 倍，维持“增持”评级。风险提示：下游扩产不及预期，研发进展不及预期。

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 李文意)

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>