

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-08-04

宏观策略

2025 年 08 月 04 日

宏观点评 20250801：从“十五五”规划看产业趋势

我们统计了 2024 年以来各部委关于“十五五”规划的相关课题，整体来看，课题的旨在破解制约高质量发展的关键瓶颈，重点问题一方面强调科技突破与高质量发展的转型，技术瓶颈和产业升级的方向仍然是下一个五年的关键突破目标，另一方面强调经济结构调整，挖掘消费需求、激发内需的潜能还需要改善收入分配制度，同时强调民生导向与安全底线，研究覆盖人口发展、医疗保障、职业教育等民生议题，统筹粮食安全、能源安全等底线问题。值得注意的是，跨部门协同与政策联动也在增强。各部门课题均强调协同性，包括生态环境部与水利部在水环境治理中的合作，也包括工信部与自然资源部在绿色制造与资源利用中的联动。发改委战略规划司作为发改委内部的课题相关方向的统筹、汇总的主要部门，其发布的课题对应的产业范围和选题内容与五年规划的大致方向基本一致，我们可以从 2024 年和 2025 年的课题对比中观察出产业发展的新提法和用词变化去获得一些产业发展方向的参考。从内容变化来看，2025 年关于“十五五”的课题更加向细分产业方向聚焦。重点需要关注的、变化相对较大的领域主要涉及到科技、能源、金融、服务业和农业领域。根据我们在前期《“十四五”收官之年的机遇与挑战》报告中对当下仍然有提升空间的产业和“十五五”期间对于各部委、各省市的课题内容的整理，我们认为，下一个五年期间，需要重点关注的产业主要涉及科技（新质生产力）、金融、农业、能源等四个大方向，其中值得关注的细分行业主要包括科技（新质生产力）领域的机器人、半导体、人工智能、科技独角兽、海洋经济方向，金融领域的券商、科创板方向，农业领域的农机、种业、生物科技方向，能源领域的稀土、新能源、电力方向。风险提示：（1）根据各部委和各省市课题筛选的细分方向随着内容反馈有新增或调整；（2）预测方向与实际规划内容存在误差；（3）规划指标结构与预期存在误差。

晨会编辑 孙婷

执业证书：S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

固收金工

固收周报 20250727：周观：如何评估“反内卷”政策带来的商品和债券跷跷板效应？（2025 年第 29 期）

“反内卷”政策加上雅江水电项目的开工，令上周的股债跷跷板扩展到本周的商债跷跷板。

固收周报 20250726：转债边际高赔率低胜率特征凸显

伴随跨周相关事件进一步催化，权益市场包括水泥、钢铁、有色、工程机械等板块发力助推指数一度站稳 3600 点，市场交投活跃，量能向好。转债方面中价标的表现相对较弱，低价、高价表现较优，体现出一方面低价标的含周期量更高、准右侧下修博弈价值的边际增加，另一方面伴随转债中枢价格上移，以高价标的为代表的高赔率、低胜率特征凸现，转债市场整体波动预计有所放大。下半年我们认为转债机会犹存，市场目前关于净供给担忧尚属早期，止盈盘则更多或表现为被动稀释而非主动稀释，而

关于权益表现出的更高弹性，一方面中低价转债表现出的风险收益比同权益有所不同，仍将在整体组合配置中扮演重要角色，另一方面权益持续表现仍需更多政策催化，具体情况有待验证。

固收点评 20250726：二级资本债周度数据跟踪（20250721-20250725）

一级市场发行与存量情况：本周（20250721-20250725）银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债 6 只，发行规模为 1099.00 亿元。二级市场成交情况：本周（20250721-20250725）二级资本债周成交量合计约 2881 亿元，较上周增加 454 亿元。

固收点评 20250726：绿色债券周度数据跟踪（20250721-20250725）

一级市场发行情况：本周（20250721-20250725）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 24 只，合计发行规模约 359.99 亿元，较上周增加 274.20 亿元。二级市场成交情况：本周（20250721-20250725）绿色债券周成交额合计 610 亿元，较上周增加 87 亿元。

固收深度报告 20250723：从国际到本土：物价低迷应对策略及中国趋势分析—低利率时代系列（七）

“通缩”是货币供应量持续下降、物价持续下行且经济衰退的现象，表现为价格普遍且持续环比下行、货币信贷收缩、经济衰退。其与正常价格波动的显著区别是会自我强化，形成费雪的“债务-通缩”循环。产能过剩或需求不足导致的供需关系失衡及名义货币供给或货币流通速度的持续下降是通缩的主要成因。1999 年 9 月至 2003 年 9 月，日本因货币供应量增长速度下降叠加泡沫破裂导致需求减少引发通缩，政府采取大规模财政扩张政策，尤其是大幅增加公共事业费支出；2009 年 2 月至 2013 年 5 月，受美国经济危机溢出效应等影响引发通缩，引入通货膨胀目标制度，提出 2% 的“物价稳定目标”，实行量化宽松货币政策，大规模购买政府债券以降低实际利率。2008 年金融危机期间，美国因房地产泡沫破碎导致社会需求降低和货币流通速度放缓引发通缩，采取宽松的货币政策，如多次降低利率至接近零，执行量化宽松政策和财政政策如大幅退税、减债及资助濒临破产公司等。2025 年以来，我国通胀整体维持低位运行，CPI 同比略有下降，1-6 月平均-0.07%；PPI 同比持续走弱，1-6 月间始终维持在负值区间，平均-2.77%。CPI 受食品和交通通信拖累，整体维持低位。食品持续显著负拉动，1-6 月平均-0.24 个百分点，系生猪产能恢复、蔬菜产量增长及基数效应；交通通信持续深度负增长，1-6 月平均-0.33 个百分点，系全球原油供需宽松、车企价格战及通信资费改革；居住、衣着、医疗等分项温和正贡献，但拉动有限。生产资料 PPI 低迷，受房地产和基建投资低迷及国际价格走低影响，采掘工业跌幅最深且持续扩大，原材料工业和加工工业也呈下跌态势；生活资料 PPI 跌幅较稳定，受居民收入预期偏弱及行业价格战影响，耐用消费品跌幅最深；政策刺激传导受阻，PPI 难以回升。CPI 结构上，食品烟酒（28.31%）、居住（24.03%）、能源相关（12.46%）等高权重板块价格下行，对 CPI 形成核心压制；PPI 结构上，能源和原材料行业价格大幅下跌，拖累整体 PPI；部分中下游行业和高技术产业价格有一定抗跌性，但未能抵消上游下跌影响。我们建立通胀预测模型对 CPI 与 PPI 进行长期预测，预计 2025 下半年 CPI 或温和回升，PPI 仍维持相对低位但降幅收窄。

行业

专用设备行业点评报告：头部厂商公布固态电池时间线指引，设备商有

望率先受益

中道等静压设备难度高，锂电设备&跨界玩家深度布局（价值量占比13%）：等静压工艺可有效解决固态电池的固-固界面问题，其致密化均匀性与一致性优势显著，尤其适用于硫化物固态电解质层的成型。等静压工艺通常需要施加 500-600MPa 超高压，部分工艺还需结合加热以更好地解决固-固界面问题。高压、高热的等静压设备对安全性要求极为严苛，设备技术难度极高。等静压设备通常用于军工陶瓷防爆、航空材料的处理，国内中航机载子公司川西机器为等静压设备龙头、先导智能&纳科诺尔加速布局等静压设备。

全固态电池叠片设备的精度和数量要求更高，设备商强者恒强（价值量占比25%）：固态电池的电极和电解质具有脆性特性，无法使用传统卷到芯 Z 字叠片工艺，需采用单片叠片方式，通常由多对机械手同时完成正极、负极（含电解质膜）的叠片。由于仅能单片叠，且没有 PE 隔膜提供连接，叠片工艺的精度和稳定性要求大幅提升，同时为匹配叠片作业，需要更多机械手，高难度和更多需求推动叠片环节设备量价齐升。先导智能叠片设备技术领先，在头部客户市占率最高，固态电池叠片领域延续其优势；利元亨也已向头部整车厂固态电池玩家交付叠片设备。

投资建议：重点推荐固态电池设备整线供应商【先导智能】、激光焊接设备商【联赢激光】、化成分容设备商【杭可科技】，建议关注前道设备龙头【宏工科技】、干/湿法电极设备商【赢合科技】、干法电极&模组 PACK【先惠技术】、整线供应商【利元亨】、干法电极设备商【曼恩斯特】、干法辊压机【纳科诺尔】、干法电极设备商【华亚智能】、激光设备商【德龙激光】等。风险提示：产业化进展不及预期，技术研发不及预期。

【东吴环保公用】水固气行业深度——拨云见日，现真金

垃圾发电——提分红空间3倍！+IDC 成长加速落地中，攻守兼备！持续推荐：瀚蓝环境（并购带动业绩三年复增 15%+提分红带动估值 50%弹性），海螺创业（PB0.3，现金流转正元年弹性最大），绿色动力（港股股息率 7%，24 年分红比例 71%，测算 26 年分红潜力可达 131%）、永兴股份（算力弹性最大） 水务运营——下一个垃圾发电：PB1 倍附近+自由现金流即将全面、大幅增加！现金流左侧下一个垃圾焚烧！业绩稳健+低估值+高分红。兴蓉、首创资本开支 25 年已下降，预计 26 年开始大幅下降，自由现金流大增可期！ 燃气：全球格局更替供给或更为宽松，促价差理顺、需求放量。重点推荐：【新奥能源】（25 股息率 5.3%）2024 年不可测利润充分消化，私有化方案定价彰显估值回归空间；建议关注：【华润燃气】

推荐个股及其他点评

长江电力（600900）：2025H1 业绩快报点评：发电量稳增带动业绩增长，拟扩能葛洲坝航运工程提升发电效益

盈利预测与投资评级：公司 2025 年力争实现 3000 亿千瓦时发电量，我们维持 2025-2027 年对公司归母净利润的预测 350.28/367.15/370.87 亿元，同比增长 7.8%/4.8%/1.0%；对应当前 PE 20/19/18 倍（估值日 2025/8/1），按照 2025 年分红比例 70%计算，对应股息率 3.58%（估值日 2025/8/1），维持“买入”评级。

2025 年半年报业绩预告点评：25H1 业绩承压，未来受益于成品油反内卷与消费税改革

盈利预测与投资评级：根据油价上半年单边下行对经营的负面影响，我们调整盈利预测，2025-2027 年公司归母净利润分别为 502、604、723 亿元（前值为 546、603、655 亿元）。根据 2025 年 7 月 31 日收盘价，对应 A 股 PE 分别 14.5、12.1、10.1 倍，对应 H 股 PE 分别 10.1、8.4、7.0 倍。我们看好油价基本见底情况下，成品油消费税加快推进，维持“买入”评级。风险提示：地缘政治风险；宏观经济波动；成品油需求复苏不及预期。

赛恩斯 (688480)：2025H1 业绩预告点评：费用&减值拖累业绩，开展药剂投资，股权激励锁定增长

盈利预测与投资评级：药剂业务品类持续扩张，股权激励锁定高增长。考虑到公司 2025H1 业绩预告不及预期，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润预测至 1.63/1.97/2.36 亿元（原值 1.96/2.45/2.88 亿元），同比-10%/+21%/+20%，其中，2025 年预测归母净利润与 2024 年扣非净利相比同增 40%，对应 PE 25/21/18 倍（2025/7/31）。维持“买入”评级

东方雨虹 (002271)：2025 年中报点评：中期业绩有所承压，海外并购加快出海战略和国际化布局

公司在行业需求和内部竞争压力下，积极通过组织架构调整优化渠道结构和经营质量，同时积极培育新业务板块；公司近期公告收购智利建材零售超市头部企业，通过海外并购搭建国际化建筑建材零售渠道，出海战略有望打造新增长曲线。公司防水主业市占率持续提升，非房板块、非防水业务和海外市场开拓有望进一步打开成长空间。考虑到市场需求压力和价格竞争压力，我们调整公司 2025-2027 年归母净利润预测为 14.95/20.06/23.56 亿元（前值为 16.25/24.82/31.07 亿元），对应 PE 分别为 19.2X/14.3X/12.2X，考虑到公司业务结构调整效果已经开始显现，维持“买入”评级。风险提示：下游房地产行业波动的风险；原材料价格剧烈波动的风险；行业竞争加剧风险；应收账款风险。

恩华药业 (002262)：2025 年中报点评：业绩稳健增长，创新药梯队蓄势待发

事件：公司近期发布 2025 年半年度报告，2025H1 年实现营业收入 30.10 亿元（+8.93%，括号内为同比，下同），实现归母净利润 7.00 亿元（+11.38%），实现扣非归母净利润 6.99 亿元（+10.33%）。2025 年 Q2 实现营业收入 14.99 亿元（+6.64%），实现归母净利润 4.00 亿元（+9.94%），实现扣非归母净利润 4.00 亿元（+8.99%）。

宏观策略

宏观点评 20250801：从“十五五”规划看产业趋势

中国的五年规划是国家宏观调控、引导经济社会发展的重要手段。进入“十一五”之后，整体的规划目标从追求规模扩张向追求质量效益转型。从结构上来看，由于发展目标从规模扩张转向高质量发展，五年规划的目标重点已经由经济增长转型为公共事务治理规划。“十四五”期间关于人民生活相关的目标占比明显增加，同时还增加了完全不同于之前五年规划的安全保障的部分。尽管针对经济总量目标的要求从定量向定性要求转变，但仍然需要保持适度的经济增长，才能实现宏观稳定和经济结构的优化。为了实现 2035 年经济总量或人均国内生产总值比 2020 年翻一番，“十五五”阶段所隐含的我国经济总量或需至少保持年均 4.5% 左右的经济增长水平，对于当期的经济体量来说，经济增长的整体要求并不低。与之相对应的，设立各产业的增长目标和碳排放目标，是下一阶段规划中需要落实的重点。我们统计了 2024 年以来各部委关于“十五五”规划的相关课题，整体来看，课题旨在破解制约高质量发展的关键瓶颈，重点问题一方面强调科技突破与高质量发展的转型，技术瓶颈和产业升级的方向仍然是下一个五年的关键突破目标，另一方面强调经济结构调整，挖掘消费需求、激发内需的潜能还需要改善收入分配制度，同时强调民生导向与安全底线，研究覆盖人口发展、医疗保障、职业教育等民生议题，统筹粮食安全、能源安全等底线问题。值得注意的是，跨部门协同与政策联动也在增强。各部门课题均强调协同性，包括生态环境部与水利部在水环境治理中的合作，也包括工信部与自然资源部在绿色制造与资源利用中的联动。发改委战略规划司作为发改委内部的课题相关方向的统筹、汇总的主要部门，其发布的课题对应的产业范围和选题内容与五年规划的大致方向基本一致，我们可以从 2024 年和 2025 年的课题对比中观察出产业发展的新提法和用词变化去获得一些产业发展方向的参考。从内容变化来看，2025 年关于“十五五”的课题更加向细分产业方向聚焦。重点需要关注的、变化相对较大的领域主要涉及到科技、能源、金融、服务业和农业领域。根据我们在前期《“十四五”收官之年的机遇与挑战》报告中对当下仍然有提升空间的产业和“十五五”期间对于各部委、各省市的课题内容的整理，我们认为，下一个五年期间，需要重点关注的产业主要涉及科技（新质生产力）、金融、农业、能源等四个大方向，其中值得关注的细分行业主要包括科技（新质生产力）领域的机器人、半导体、人工智能、科技独角兽、海洋经济方向，金融领域的券商、科创板方向，农业领域的农机、种业、生物科技方向，能源领域的稀土、新能源、电力方向。风险提示：（1）根据各部委和各省市课题筛选的细分方向随着内容反馈有新增或调整；（2）预测方向与实际规划内容存在误差；（3）规划指标结构与预期存在误差。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：潘京）

固收金工

固收周报 20250727：周观：如何评估“反内卷”政策带来的商品和债券跷跷板效应？（2025 年第 29 期）

观点 如何评估“反内卷”政策带来的商品和债券跷跷板效应？ A：本周（2025.7.21-2025.7.25），10 年期国债活跃券收益率从上周五的

1.664%上行 6.85bp 至 1.7325%。周度复盘：周一（7.21），周末雅鲁藏布江下游水电工程开工仪式举行，工程总投资规模 1.2 万亿元，建设周期虽然长达 10 年，但依然点燃了市场对于基建投资和经济回升的预期，商品期货大幅反弹，对债市形成压制，全天 10 年期国债活跃券收益率上行 1.3bp。周二（7.22），上午债市高位小幅震荡，午后关于“反内卷”的能源局指导煤炭行业产量的消息点燃商品和股市，利率加速上行，全天 10 年期国债活跃券收益率上行 1.5bp。周三（7.23），上午股市持续上行，一度突破 3600 点，股债跷跷板效应下利率上行，午后股市下跌，债券收益率略有下行，但全天 10 年期国债活跃券收益率仍然上行 1.4bp。周四（7.24），央行税期后多日连续净回笼，资金面有所收紧，令债市情绪更加谨慎。同时，周一到周三 10 年期国债活跃券收益率已经累计上行 4.2bp，资金收紧除了央行投放相对谨慎外，也有股市带来的虹吸效应，投资者开始担心债市“负反馈”的出现。下午国家发改委、市场监管总局就价格法修正草案公开征求意见，完善低价倾销的认定标准，规范市场价格秩序，治理“内卷式”竞争，为“反内卷”政策再添火。盘后央行公开 MLF 续作 4000 亿元，而周五 MLF 的到期量为 2000 亿元，虽未超额续作，但低于市场预期，全天 10 年期国债活跃券收益率上行 3.4bp。周五（7.25），早盘央行宣布开展了 7893 亿元 7 天期逆回购操作，当日 1875 亿元逆回购到期，单日净投放 6018 亿元，净投放令前一日对于资金面的担忧缓解。随着 10 年期国债活跃券收益率上行至逼近 1.75% 的点位，机构配置力量涌现，同时股市冲高回落，给债市带来喘息机会，全天 10 年期国债活跃券收益率下行 0.75bp。周度思考：“反内卷”政策加上雅江水电项目的开工，令上周的股债跷跷板扩展到本周的商债跷跷板。我们回顾 2015 年-2017 年的供给侧改革情况，商品价格的上行和债券利率的上行之间，存在 1 年的时滞。南华工业品价格、焦煤和螺纹钢的期货价格均在 2015 年 11 月探底回升，对应房地产投资累计同比的触底回升，而债券利率的反转上行出现在 2016 年 11 月，当时出现的标志性事件是，PPI 当月同比的由负转正，以及社融存量同比增速的触底回升。随后在 2016 年 11 月到 2017 年 11 月间，10 年期国债收益率从 2.65% 上行 130bp 到 4%，1 年期国债收益率从 2.15% 上行 155bp 到 3.7%。美国 2025 年 7 月 PMI 初值、成屋销售量、失业救济金、EIA 原油库存等一系列数据公布，后市美债收益率如何变化？A：上周（0714—0718）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 7 月服务业 PMI 下降、制造业 PMI 上升；7 月 18 日当周 EIA 原油库存减少 316.9 万桶，市场预期仅减少 150 万桶。7 月 24 日公布的 Markit PMI 初值数据显示，美国 2025 年 7 月 Markit 制造业 PMI 初值 49.5，预期 52.7，前值 52.9，创去年 12 月以来新低，是今年首次萎缩；服务业的回暖抵消了制造业的萎缩，Markit 服务业 PMI 初值 55.2，预期 53，前值 52.9，创去年 12 月以来新高，连续五个月扩张；7 月 Markit 综合 PMI 初值 54.6，预期 52.7，前值 52.9，创去年 12 月以来新高，仍连续五个月扩张。PMI 初值显示，美国经济在第三季度初大幅增长，与 2.3% 的年化增长率相符。由于制造业经营状况今年首次恶化，经济增长令人担忧

地不平衡，且过度依赖服务业，而制造业经营状况恶化与关税抢先交易带来的提振作用减弱有关。从EIA原油库存原油库存变动来看，美国7月18日当周EIA原油库存减少316.9万桶，远高于预期的减少150万桶，前值减少385.9万桶。库存的显著减少反映了美国国内原油需求的强劲以及供应端的潜在压力。（2）美国6月成屋销量年化环比下降2.7%，不及市场预期；7月19日当周首次申请失业救济人数降至21.7万人，7月12日当周持续领取失业金人数升至195.5万人。7月23日公布的美国6月成屋销量显示，6月成屋销售总数年化为393万户，预期400万户，前值404万户，环比下降2.7%，成交量降至九个月新低，原因在于6月成屋价格中位数达1999年以来新高，同时房贷高利率持续增加了购房者的月供负担，进一步削弱购买能力。从领取失业金数据来看，7月19日当周美国首次申请失业救济人数为21.7万人（前值22.1万人），低于预测值22.6万人；7月12日当周持续申请失业救济人数为195.5万人（前值195.6万人），略高于预测值196.4万人。首次领取失业金人数连续第六周下降，降至4月中旬以来的最低水平，显示就业市场仍具有较强韧性。但持续领取失业救济人数依然处于高位，表明尽管裁员不多，失业后重新就业的难度仍较大。（3）“影子联储主席”沃什称若参会将支持降息，特朗普亲赴美联储总部施压降息。“影子联储主席”、前美联储理事、下任美联储主席热门人选凯文·沃什表示，若特朗普总统决定让他“履行公职”并参加下周的FOMC表决，“我将支持美联储降息。”他强调，必须向市场表明“我们在削减开支方面是认真的”，而实现这一目标“需要的并不是新的法律，而是更换领导层”。沃什的表态使他与现任主席鲍威尔形成鲜明对立，也为白宫持续数月的降息攻势再添一把火。周四（7月24日）特朗普本人以总统身份“上门”美联储总部，视察超支的总部翻修工程，并当面敦促鲍威尔降低利率；对于是否罢免鲍威尔，他则轻描淡写地表示“他很快任期届满，相信他会做正确的事”。截至7月25日，Fedwatch预期2025年7月降息25bp的概率为4.1%，上周为4.1%；9月份降息的可能性升至61.9%，上周为52.9%；10月份在9月份降息的基础上再次降息的可能性为30.5%，上周为27.0%。风险提示：大宗商品价格波动风险、宏观政策变动风险、特别国债供给冲击。

（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 20250726：转债边际高赔率低胜率特征凸显

本周（0721—0725）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。伴随跨周相关事件进一步催化，权益市场包括水泥、钢铁、有色、工程机械等板块发力助推指数一度站稳3600点，市场交投活跃，量能向好。转债方面中价标的表现相对较弱，低价、高价表现较优，体现出一方面低价标的含周期量更高、准右侧下修博弈价值的边际增加，另一方面伴随转债中枢价格上移，以高价标的为代表的高赔率、低胜率特征凸现，转债市场整体波动预计有所放大。下半年我们认为转债机会犹存，市场目前关于净供给担忧尚属早期，止盈盘则更多或表现为被动稀释而非主动稀释，而关于权益表现出的更高弹性，一方面

中低价转债表现出的风险收益比同权益有所不同，仍将在整体组合配置中扮演重要角色，另一方面权益持续表现仍需更多政策催化，具体情况有待验证。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：广大转债、合兴转债、好客转债、浦发转债、希望转债、利群转债、烽火转债、建工转债、柳药转债、青农转债。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 20250726：二级资本债周度数据跟踪（20250721-20250725）

观点 一级市场发行与存量情况：本周（20250721-20250725）银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债 6 只，发行规模为 1099.00 亿元。发行年限为 10Y、15Y；发行人性质为大型民企、中央金融企业；主体评级为 AAA、AA；发行人地域为广东省、北京市、浙江省。截至 2025 年 7 月 25 日，二级资本债存量余额达 47,596.35 亿元，较上周末（20250718）增加 1,085.0 亿元。二级市场成交情况：本周（20250721-20250725）二级资本债周成交量合计约 2881 亿元，较上周增加 454 亿元，成交量前三个券分别为 25 农行二级资本债 02B(BC)（200.17 亿元）、25 工行二级资本债 01BC（196.91 亿元）和 25 中行二级资本债 01BC（172.39 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 2328 亿元、239 亿元和 89 亿元。从到期收益率角度来看，截至 7 月 25 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：13.67BP、16.88BP、16.88BP；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：14.21BP、14.56BP、14.56BP；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：14.47BP、14.46BP、14.46BP。估值偏离%前三十位个券情况：本周（20250721-20250725）二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交的比例小于溢价成交，折价成交的幅度大于溢价成交。折价个券方面，折价率前三的个券为 21 长春发展农商二级（-21.6141%）、21 九台农商二级（-21.1983%）、23 华兴银行二级资本债 01（-0.3508%），其余折价率均在 -0.35% 以内。中债隐含评级以 AAA-、AA-、AA 评级为主，地域分布以北京市、广东省、湖南省居多。溢价个券方面，溢价率前四的个券为 25 吉林银行二级资本债 02（1.1235%）、24 中行二级资本债 02B（0.9933%）、24 交行二级资本债 01B（0.9647%）、23 瓯海农商行二级资本债 01（0.9483%），其余溢价率均在 0.90% 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、四川省居多。风险提示：Choice、Wind 信息更新延迟；数据披露不全。

（证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶）

固收点评 20250726：绿色债券周度数据跟踪（20250721-20250725）

观点 一级市场发行情况：本周（20250721-20250725）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 24 只，合计发行规模约 359.99 亿元，较上周增加 274.20 亿元。发行年限多为 3 年；发行人性质为央企子公司、地方国有企业、中央国有企业、大型民企；主体评级多为 AAA、AA+ 级；发行人地域为北京市、安徽省、广东省、河南省、江苏省、山东省、上海市、天津市；发行债券种类为超短期融资券、科创债、其他金融机构债、企业 ABS、商业银行普通债、私募公司债、中期票据、一般公司债。二级市场成交情况：本周（20250721-20250725）绿色债券周成交额合计 610 亿元，较上周增加 87 亿元。分债券种类

来看，成交量前三为金融机构债、非金公司信用债和利率债，分别为304亿元、236亿元和54亿元；分发行期限来看，3Y以下绿色债券成交量最高，占比约87.94%，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325亿元、117亿元和15亿元；分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、广东省、福建省，分别为250亿元、50亿元和50亿元。估值偏离度前三十位个券情况：本周（20250721-20250725）绿色债券周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交幅度小于溢价成交，折价成交比例小于溢价成交。折价个券方面，折价率前三的个券为21临川绿色债02（-0.3664%）、22万科GN003（-0.1649%）、24康富租赁MTN002（可持续挂钩）（-0.1057%），其余折价率均在-0.05%以内。主体行业以金融、公用事业、房地产为主，中债隐含评级以AA+、AAA-、AA评级为主，地域分布以北京市、山东省、广东省居多。溢价个券方面，溢价率前四的个券为22广东债10（1.1757%）、GC风电KV（0.8326%）、20山东70（0.7413%）、25中核租赁GN002（碳中和债）（0.5381%），其余溢价率均在0.50%以内。主体行业以公用事业、金融、交运设备为主，中债隐含评级以AA+、AAA-、AA评级为主，地域分布以广东省、山东省、北京市、江西省居多。风险提示：Choice信息更新延迟；数据披露不全。

（证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶）

固收深度报告 20250723：从国际到本土：物价低迷应对策略及中国趋势分析——低利率时代系列（七）

事件 2025年上半年，我国CPI当月同比均值为-0.1%，PPI当月同比均值为-2.8%，分别较2024年下行0.3和0.6个百分点。在央行货币政策委员会2025年第二季度例会中，也提出“我国经济仍面临国内需求不足、物价持续低位运行、风险隐患较多等困难和挑战”。虽然当前我国并未陷入“通缩”的困境，但在低利率和低物价的时代，分析海外经济体应对“通缩”时的应对举措仍然有其意义和价值，我们将从“通缩”的表现形式和成因展开，并结合实际案例对2025年下半年的物价形势进行展望。

观点 “通缩”的表现形式及成因：“通缩”是货币供应量持续下降、物价持续下行且经济衰退的现象，表现为价格普遍且持续环比下行、货币信贷收缩、经济衰退。其与正常价格波动的显著区别是会自我强化，形成费雪的“债务-通缩”循环。产能过剩或需求不足导致的供需关系失衡及名义货币供给或货币流通速度的持续下降是通缩的主要成因。海外国家陷入“通缩”困境时如何应对：1）日本：1999年9月至2003年9月，因货币供应量增长速度下降叠加泡沫破裂导致需求减少引发通缩，政府采取大规模财政扩张政策，尤其是大幅增加公共事业费支出；2009年2月至2013年5月，受美国经济危机溢出效应等影响引发通缩，引入通货膨胀目标制度，提出2%的“物价稳定目标”，实行量化宽松货币政策，大规模购买政府债券以降低实际利率。2）美国：2008年金融危机期间，因房地产泡沫破碎导致社会需求降低和货币流通速度放缓引发通缩，采取宽松的货币政策，如多次降低利率至接近零，执行量化宽松政策和财政政策如大幅退税、减债及资助濒临破产公司等。2025年下半年中国物价展望：2025年上半年物价特征：2025年以来，我国通胀整体维持低位运行，CPI同比略有下降，1-6月平均-0.07%；PPI同比持续走弱，1-6月间始终维持在负值区间，平均-2.77%。1）CPI表现：受食品和交通通信拖累，整体维持低位。食品持续显著负拉动，1-6月平均-0.24个百分点，系生猪产能恢复、蔬菜产量增长及基数效应；交通通信持续深度负增长，1-6月平均-0.33个百分点，系全球原油供需宽松、

车企价格战及通信资费改革；居住、衣着、医疗等分项温和正贡献，但拉动有限。2) PPI 表现：生产资料 PPI 低迷，受房地产和基建投资低迷及国际价格走低影响，采掘工业跌幅最深且持续扩大，原材料工业和加工工业也呈下跌态势；生活资料 PPI 跌幅较稳定，受居民收入预期偏弱及行业价格战影响，耐用消费品跌幅最深；政策刺激传导受阻，PPI 难以回升。CPI 和 PPI 结构分析：1) CPI 结构：食品烟酒 (28.31%)、居住 (24.03%)、能源相关 (12.46%) 等高权重板块价格下行，对 CPI 形成核心压制；服务消费复苏不均衡，生活用品及服务权重较低且价格承压，政策效果更多体现在销量而非价格。2) PPI 结构：生产资料占比约 75.34%，价格波动对 PPI 影响显著；生活资料占比约 24.66%；能源和原材料行业价格大幅下跌，拖累整体 PPI；部分中下游行业和高技术产业价格有一定抗跌性，但未能抵消上游下跌影响。PPI 向 CPI 传导存在结构性障碍，效果减弱。2025 年下半年通胀展望：我们建立通胀预测模型对 CPI 与 PPI 进行长期预测，预计 2025 年下半年 CPI 或温和回升，PPI 仍维持相对低位但降幅收窄。风险提示：经济复苏不及预期风险、政策传导效果滞后风险、大宗商品价格超预期波动风险、模型假设偏离实际风险、外部经济环境恶化风险、产能过剩化解进度滞后风险。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐沐阳)

行业

专用设备行业点评报告：头部厂商公布固态电池时间线指引，设备商有望率先受益

投资要点 事件：7 月 30 日宁德中报业绩交流会上提及固态电池科学问题得到了解决&目前是工程问题，真正目标是瞄准量产商业化产品去做，目前进展还不错，产品化已在推进，商业化要考虑成本，预计 2027 年小规模量产，供应链成熟需要 3-5 年，2030 年实现商业化。

全固态设备前道变化&难度更大，设备商受益于量价齐升（整线价值量占比 28%）：PTFE 纤维化法有望成为前道干法成膜的主流方案，通过混料、纤维化设备实现材料拉丝成团，再由辊压机压实成电极膜，再将正负极片/电解质热复合。相关设备用量明显提升，且对设备工作压力、精度、均匀性提出了更高要求。目前国内先导智能（整线）、宏工科技（混料&纤维化）、纳科诺尔（辊压）等企业在相关技术领域处于领先地位，有望率先受益于前道设备的量价齐升。

中道等静压设备难度高，锂电设备&跨界玩家深度布局（价值量占比 13%）：等静压工艺可有效解决固态电池的固-固界面问题，其致密化均匀性与一致性优势显著，尤其适用于硫化物固态电解质层的成型。等静压工艺通常需要施加 500-600MPa 超高压，部分工艺还需结合加热以更好地解决固-固界面问题。高压、高热的等静压设备对安全性要求极为严苛，设备技术难度极高。等静压设备通常用于军工陶瓷防爆、航空材料的处理，国内中航机载子公司川西机器为等静压设备龙头、先导智能&纳科诺尔加速布局等静压设备。

全固态电池叠片设备的精度和数量要求更高，设备商强者恒强（价值量占比 25%）：固态电池的电极和电解质具有脆性特性，无法使用传统卷到芯 Z 字叠片工艺，需采用单片叠片方式，通常由多对机械手同时完成正极、负极（含电解质膜）的叠片。由于仅能单片叠，且没有 PE 隔膜提供连接，叠片工艺的精度和稳定性要求大幅提升，同时为匹配叠片作业，需要更多机械手，高难度和更多需求推动叠片环节设备量价齐升。先导智能叠片设备技术领先，在头部客

户市占率最高，固态电池叠片领域延续其优势；利元亨也已向头部整车厂固态电池玩家交付叠片设备。

投资建议：重点推荐固态电池设备整线供应商【先导智能】、激光焊接设备商【联赢激光】、化成分容设备商【杭可科技】，建议关注前道设备龙头【宏工科技】、干/湿法电极设备商【赢合科技】、干法电极&模组 PACK【先惠技术】、整线供应商【利元亨】、干法电极设备商【曼恩斯特】、干法辊压机【纳科诺尔】、干法电极设备商【华亚智能】、激光设备商【德龙激光】等。

风险提示：产业化进展不及预期，技术研发不及预期。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意)

【东吴环保公用】水固气行业深度——拨云见日，现真金

•垃圾发电——提分红空间 3 倍！+IDC 成长加速落地中，攻守兼备！
 •最好的现金流资产！分红大增且电价稳定，特许经营保证收益可持续，供热+idc 盈利弹性翻倍。
 •成长：改供热、IDC 合作、提吨发等。其中供热挖潜空间最大：供热较发电利润弹性 50%+，24 年中科环保发电供热比 35%行业首位，瀚蓝 1.5%、海螺 1.2%、绿动 0.4%、永兴 0.1%，提升空间大。瀚蓝 25Q1 供热+59%，绿动 25Q1 供热+97%，海螺供热预计从 24 年 38 万吨大幅提至 25 年 100+万吨，永兴 26 年供热能力预计提升 100 万吨。
 •持续推荐：瀚蓝环境（并购带动业绩三年复增 15%+提分红带动估值 50%弹性），海螺创业（PB0.3，现金流转正元年弹性最大），绿色动力（港股股息率 7%，24 年分红比例 71%，测算 26 年分红潜力可达 131%）、永兴股份（算力弹性最大）
 •水务运营——下一个垃圾发电：PB1 倍附近+自由现金流即将全面、大幅增加！
 •现金流左侧下一个垃圾焚烧！业绩稳健+低估值+高分红。兴蓉、首创资本开支 25 年已下降，预计 26 年开始大幅下降，自由现金流大增可期！参照垃圾焚烧自由现金流转正前后，分红比例从 21 年低点 18%，22-24 年连续提至 40%，典型公司永兴（24 年分红 66%）军信（95%）绿动（71%），板块 PE 均值从 23 年末 11 倍提至当前 15 倍，大增！24 年水务板块分红比例为 34%，剔除已经分红 50%的洪城环境，核心公司兴蓉分红 28%提升空间巨大！兴蓉 25 年 PE 10 倍，PB1.2，首创 25 年 PE12.9，PB1.2，自由现金流改善带来 PE 估值提升空间可参照垃圾发电 30%以上！
 •燃气：全球格局更替供给或更为宽松，促价差理顺、需求放量
 •供给流动性释放需求放量、顺价推进，接驳结构性影响减弱，双综业务成为新增长点 2026 年起全球 LNG 产能逐步投产，释放资源流动性；供给宽松促进用气成本下行，天然气经济性提升，需求放量。同时，下游居民价格联动逐步落地，城燃公司盈利能力修复。接驳业务受地产周期影响呈现下行趋势，2024 年利润占比回落至 15%~25%，对利润负面影响减弱，燃气销售衍生业务（综合能源管理和入户设备/商品销售）低基数下高速发展，成为城燃新增长点。1)城燃降本促量、顺价持续推进。重点推荐：【新奥能源】(25 股息率 5.3%) 2024 年不可测利润充分消化，私有化方案定价彰显估值回归空间；建议关注：【华润燃气】【昆仑能源】(25 股息率 4.5%)【中国燃气】(25 股息率 6.4%)【蓝天燃气】(股息率 ttm9.0%)。2)海外气源释放，关注具备优质长协资源、灵活调度、成本优势长期凸显的企业。重点推荐：【新奥股份】(25 股息率 5.8%)【九丰能源】(25 股息率 4.9%)；3)美气进口不确定性提升，能源自主可控重要性突显。建议关注具备气源生产能力的【新天然气】【蓝焰控股】。
 风险提示：应收风险，新建项目收益率下降，资本开支超预期上行等。

(证券分析师：袁理 证券分析师：陈孜文 证券分析师：谷玥)

推荐个股及其他点评

长江电力（600900）：2025H1 业绩快报点评：发电量稳增带动业绩增长，拟扩能葛洲坝航运工程提升发电效益

投资要点 事件：2025/7/30，公司公告 2025 年半年度业绩快报。发电量稳增带动 2025H1 业绩提升。2025H1 公司实现营业总收入 365.87 亿元，同比增长 5.02%；归属于上市公司股东的净利润 129.84 亿元，同比增长 14.22%，符合我们预期，业绩增长主要系六座梯级电站发电量同比增加所致。2025H1 发电量稳增，乌东德来水偏丰、三峡来水偏枯；2025 年上半年，乌东德水库来水总量约 399.64 亿立方米，较上年同期偏丰 9.01%；三峡水库来水总量约 1355.32 亿立方米，较上年同期偏枯 8.39%。2025 年上半年，公司境内所属六座梯级电站总发电量约 1266.56 亿千瓦时，较上年同期增加 5.01%；其中乌东德电站同比+8.25%至 149.58 亿千瓦时、白鹤滩电站同比+16.66%至 256.90 亿千瓦时、溪洛渡电站同比+9.15%至 279.65 亿千瓦时、向家坝电站同比+8.55%至 155.90 亿千瓦时、三峡电站同比-5.43%至 342.44 亿千瓦时、葛洲坝电站同比-4.38%至 82.08 亿千瓦时。拟出资建设葛洲坝航运扩能工程，进一步提升水资源利用效率。2025/7/30，公司董事会审议通过《关于出资建设葛洲坝航运扩能工程的议案》等文件，《议案》提到，为提升葛洲坝枢纽通航能力，公司出资约 266 亿元（可研估算）建设葛洲坝航运扩能工程，资金来源为自有资金；葛洲坝航运扩能工程将拆除既有三号船闸，在左侧新建两线单级船闸，项目总工期 91 个月（含筹建期 12 个月）；建成后，葛洲坝枢纽将形成四线船闸格局，葛洲坝船闸大修更新改造费用在电力生产成本中列支。工程经济效益：1）通过梯级水库联合优化调度，葛洲坝年均发电量从单库运行阶段约 158 亿千瓦时增加到 180 亿千瓦时，提升水资源利用效率，增加梯级电站的发电效益；2）有利于降低船舶通航需求对发电调度的制约；3）有利于推动实施葛洲坝电站扩机项目，提升葛洲坝电站的发电能力。十年期国债收益率下行，红利标杆长江电力空间打开。2024 年十年期国债收益率平均值为 2.21%，12 月中央经济工作会议将货币政策基调从“稳健”调整为“适度宽松”，截至 2025/7/31，十年期国债收益率已下降至 1.7%。我们观察红利标杆资产长江电力预期股息率与十年期国债收益率平均息差，2016-2024 年平均息差为 1.00%，截至 2025/8/1，按照分红比例不低于 70%的承诺，股价对应 2025 年股息率 3.58%，与十年期国债收益率息差达到 1.88%，考虑息差回归，红利标杆长江电力空间打开。盈利预测与投资评级：公司 2025 年力争实现 3000 亿千瓦时发电量，我们维持 2025-2027 年对公司归母净利润的预测 350.28/367.15/370.87 亿元，同比增长 7.8%/4.8%/1.0%；对应当前 PE 20/19/18 倍（估值日 2025/8/1），按照 2025 年分红比例 70%计算，对应股息率 3.58%（估值日 2025/8/1），维持“买入”评级。风险提示：来水量不及预期，电价波动风险，政策风险，新能源电力市场竞争加剧风险

（证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩 证券分析师：唐亚辉 证券分析师：谷玥）

2025 年半年报业绩预告点评：25H1 业绩承压，未来受益于成品油反内卷与消费税改革

投资要点 事件：公司发布 2025 年半年报业绩预告，2025H1，公司预计实现归母净利润 201-216 亿元，同比下降 39.5%至 43.7%，主要受国际原油价格大幅下跌、石油石化市场竞争激烈、化工市场毛利

低迷等因素影响。2025Q2 单季度，公司预计实现归母净利润 68-83 亿元，同比下降 52.1%至 60.7%，相比于 2025Q1 归母净利润 133 亿元，环比下滑 37.2%至 48.5%。

公司公布 2025H1 生产经营数据：1) 上游油气勘探开发：天然气贡献油气产量增量。2025H1，油气当量产量 263 百万桶油当量（同比+2%），其中石油净产量 140 百万桶（同比-0.3%），天然气净产量 208 亿立方米（同比+5.1%）。2) 下游炼油：原油加工量同比下滑，汽油&柴油产量同比下滑。2025H1，原油加工量 1.2 亿吨（同比-5.3%）；汽油产量 0.31 亿吨（同比-4.8%），柴油产量 0.24 亿吨（同比-17.2%），煤油产量 0.16 亿吨（同比+4.3%）。3) 下游化工：乙烯产量同比增加。2025H1，乙烯产量 756 万吨（同比+16.4%）；合成树脂产量 1104 万吨（同比+12.8%）；合成纤维产量 60 万吨（同比-5.1%）；合成橡胶产量 80 万吨（同比+18.6%）。4) 境内成品油销售：境内成品油销售量同比下滑。2025H1，境内成品油总经销量 0.87 亿吨（同比-3.4%），其中零售 0.55 亿吨（同比-4.3%），直销及分销 0.33 亿吨（同比-2.0%）。

严厉打击黑加油站&加大成品油消费税监管力度，炼油及销售行业集中度有望进一步提高：1) 我国部署从 2025 年 6 月至 12 月，在全国范围内开展黑加油点“大扫除”专项整治行动，专项整治行动严厉打击非法成品油生产和销售行为。2) 国家继续推进成品油消费税改革。合法经营的企业将面临更公平的竞争环境，而非法经营的企业或将被逐步清除，导致行业集中度提高。3) 国有石油公司拥有更完善的供应链和销售网络，消费税改革后，这一优势将更加凸显。主营企业通过优化服务和提升技术，核心竞争力将进一步增强，市场份额有望扩大。

公司注重股东回报：我们预计公司 2025 年归母净利润 502 亿元，按 73%的派息率，按 2025 年 7 月 31 日收盘价，中石化 A 股股息率为 5.0%；中石化 H 股税前股息率为 7.2%，按 20%扣税，中石化 H 股税后股息率为 5.8%。

盈利预测与投资评级：根据油价上半年单边下行对经营的负面影响，我们调整盈利预测，2025-2027 年公司归母净利润分别为 502、604、723 亿元（前值为 546、603、655 亿元）。根据 2025 年 7 月 31 日收盘价，对应 A 股 PE 分别 14.5、12.1、10.1 倍，对应 H 股 PE 分别 10.1、8.4、7.0 倍。我们看好油价基本见底情况下，成品油消费税加快推进，维持“买入”评级。

风险提示：地缘政治风险；宏观经济波动；成品油需求复苏不及预期。

（证券分析师：陈淑娴 证券分析师：周少玟）

赛恩斯（688480）：2025H1 业绩预告点评：费用&减值拖累业绩，开展药剂投资，股权激励锁定增长

投资要点 事件：2025/7/30，公司发布 2025 年半年度业绩预告。产品&运营业务驱动营收高增长，扣非归母净利润受累于费用&减值。公司 2025H1 实现营业收入 4.10~4.40 亿元，同增 15.17%~23.59%，主要系运营服务及产品销售板块的增长所致；归母净利润为 0.46~0.49 亿元，同降 57.53%~60.13%，系 2024H1 公司因收购产生投资收益（约 0.6 亿元）；扣非净利润 0.45~0.48 亿元，同降 11.25%~16.80%，不及我们预期，主要系：1) 公司加大市场开发与技术研发力度，销售与研发费用同比增长；2) 受销售规模增长及海外业务账期较长影响，坏账计提增加。

股权激励目标锁定 2025-2027 年扣非净利复增 17%，彰显发展信心。2025/7/22，公司披露限制性股票激励计划，拟向激励对象（首次授予激励对象共 185 人，占 2024 年底全部职工人数的 14.44%）授予不超过 530 万股的限制性股票，约占总股本 5.56%；其中，首次授予占总额 90.40%。股票来源为定向发行的公司 A 股普通股股票，授予价格为每股 19.26 元。按照 100%的归属系数：以 2024 年为基数，

2025-2027 营收增长不低于 30%/50%/95%，或扣非净利润增长不低于 20%/45%/60%，锁定 25%/17%的营收/扣非净利复增。此外，公司设定 80%/90%的归属系数，营收及扣非利润增速目标为 100%归属系数的八/九折。计划开展新业务，扩张药剂品类。公司相继披露对外投资公告：1) 青岛新河生态化工科技产业基地年产 10 万吨高效浮选药剂建设项目。总投资约 6 亿元，建设工期预计 2 年，2025 年开始建设。新能源产业带动电池金属（锂、钴、镍）提取需求，推动高效浮选药剂市场发展，根据恒州博智发布的《2024-2030 全球与中国浮选剂市场现状及未来发展趋势》报告，2023/2030 年全球浮选剂市场规模 229.7 亿美元/334.8 亿美元，复增 5.19%。中国高端环保浮选剂进口依赖度超 40%，本土化生产亟需突破；高效浮选药剂与公司现有核心产品（如生物制剂、铜萃取剂）技术同源、客户高度重合，保障项目顺利进行。2) 安徽省铜陵市经开区滨江工业园铜陵龙瑞化学有限公司年产 6 万吨高纯硫化钠项目。投资 2.1 亿元（公司按照 65%持股比例出资，剩余 35%股权由铜陵瑞嘉持有），分两期建设（一期 2 万吨/7 个月，二期 4 万吨/12 个月）。根据中国报告大厅《2025-2030 年全球及中国硫化钠行业市场现状调研及发展前景分析报告》显示，2025 年全球硫化钠市场规模约 130 亿美元，中国占半数份额。硫化钠广泛用于制药、造纸、制革、染料、特种工程塑料行业聚苯硫醚（PPS）等，新增产能拟由合作方铜陵瑞嘉扩产项目（3 万吨/年 PPS 项目）、赛恩斯部分运营站点以及控股子公司西藏龙湘环保消纳。盈利预测与投资评级：药剂业务品类持续扩张，股权激励锁定高增长。考虑到公司 2025H1 业绩预告不及预期，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润预测至 1.63/1.97/2.36 亿元（原值 1.96/2.45/2.88 亿元），同比-10%/+21%/+20%，其中，2025 年预测归母净利润与 2024 年扣非净利相比同增 40%，对应 PE 25/21/18 倍（2025/7/31）。维持“买入”评级风险提示：行业政策变化，下游行业扩产进度不及预期

（证券分析师：袁理 证券分析师：谷玥）

东方雨虹（002271）：2025 年中报点评：中期业绩有所承压，海外并购加快出海战略和国际化布局

投资要点 事件：公司发布 2025 年中报。2025 年上半年公司实现营收 135.69 亿元，同比-10.84%；归母净利 5.64 亿元，同比-40.16%。其中，Q2 公司实现营收 76.14 亿元，同比-5.64%；归母净利 3.72 亿元，同比-35.72%。Q2 收入增长仍有所承压，渠道结构继续优化，海外业务增长明显。上半年整体行业需求压力仍在，企业竞争有所加剧，公司整体销售有所承压，但预计市场份额保持平稳。分业务来看，防水材料收入同比下降 12.48%，砂浆粉料业务收入同比下降 6.24%，同时公司继续控制工程施工规模，施工收入较上年同比下降了 32.34%；分渠道来看，公司继续调整和优化渠道结构，零售渠道收入同比下降了 6.98%，收入占比同比提高了 1.54pct，工程渠道收入同比下降了 5.26%，收入占比同比提高了 2.76pct，直销业务占比进一步下降。上半年公司海外收入 5.76 亿元同比增长 42.16%，海外市场开拓进展顺利。Q2 毛利率同比下降，期间费用管控效果明显。公司 Q2 毛利率 26.71%，同比下降 2.1pct，上半年毛利率 25.4%，同比下降了 3.82pct，毛利率的下降预计主要受到行业价格竞争加剧的影响，结合行业头部企业发布提价函的情况来看，预计下半年价格竞争态势有望缓解；期间费用率来看，公司上半年继续加大费用管控力度，四项费用率同比均有所下降，其中销售费用率同比降幅较为明显；另外，公司上半年信用减值损失 4.3 亿元，较上年同期有所增加影响利润表现。经营性现金流表现有所改善。2025 年上半年公司经营活动

产生的现金流量净额-3.96 亿元，上年同期为-13.28 亿元，其中 Q2 净流入 4.17 亿元，公司渠道结构优化不断带来了经营性现金流的改善效果，同时公司在报告期内继续加大回款力度和存量应收账款收回等工作，效果较为明显；到 2025 年中期，公司应收账款+票据余额 97.07 亿元，其他应收款 14.25 亿元，同比去年同期均有明显下降。

盈利预测与投资评级：公司在行业需求和内部竞争压力下，积极通过组织架构调整优化渠道结构和经营质量，同时积极培育新业务板块；公司近期公告收购智利建材零售超市头部企业，通过海外并购搭建国际化建筑建材零售渠道，出海战略有望打造新增长曲线。公司防水主业市占率持续提升，非房板块、非防水业务和海外市场开拓有望进一步打开成长空间。考虑到市场需求压力和价格竞争压力，我们调整公司 2025-2027 年归母净利润预测为 14.95/20.06/23.56 亿元（前值为 16.25/24.82/31.07 亿元），对应 PE 分别为 19.2X/14.3X/12.2X，考虑到公司业务结构调整效果已经开始显现，维持“买入”评级。风险提示：下游房地产行业波动的风险；原材料价格剧烈波动的风险；行业竞争加剧风险；应收账款风险。

（证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊）

恩华药业（002262）：2025 年中报点评：业绩稳健增长，创新药梯队蓄势待发

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 30.10 亿元（+8.93%，括号内为同比，下同），实现归母净利润 7.00 亿元（+11.38%），实现扣非归母净利润 6.99 亿元（+10.33%）。2025 年 Q2 实现营业收入 14.99 亿元（+6.64%），实现归母净利润 4.00 亿元（+9.94%），实现扣非归母净利润 4.00 亿元（+8.99%）。神经板块强劲增长，研发项目储备丰富：分行业来看，公司医药工业营收 25.83 亿元（+9.52%），商业医药营收 3.94 亿元（+9.80%）；分产品来看，麻醉类营收 16.34 亿元（+7.32%），精神类营收 6.21 亿元（+4.29%），神经类营收 1.66 亿元（+107.33%），原料药营收 0.90 亿元（-6.17%），商业医药营收 3.94 亿元（+9.80%）。公司经营稳健，各项费用管控有效；同时实施创仿并重的策略，积极对创新药物的研发，2025H1 研发费用同比增长 11.36%，公司目前 17 个在研创新药项目，其中 NH600001 乳状注射液完成 III 期临床项目研究，预计 2026 年获批上市；NHL35700 完成 II 期临床研究，预计 25 年 III 期临床，此外开展仿制药项目 48 个。我们认为公司看点主要在于：1）公司持续强化麻醉类新品的市场准入，近年获批的麻醉新品（羟考酮、富马酸奥赛利定、瑞芬太尼、舒芬太尼等）上市即放量，其中新药富马酸奥赛利定预计 25 年全年翻倍增长，麻醉业务将稳健增长；2）公司拥有丰富 CNS 产品线，且持续细化精神和神经线组织结构，25H1 神经线表现亮眼，新药安泰坦（氘丁苯那嗪片）预计 25 年翻倍增长，有望实现神经板块高速增长；3）BD 品种陆续上市，且创新储备丰富，推动管线快速扩容与商业化布局，打造业绩增长新动力。盈利预测与投资评级：由于公司经营环境有所变化，我们预计 2025-2026 年公司归母净利润为 14.09/16.64 亿元调整为 13.18/15.23 亿元，预计 2027 年归母净利润 17.60 亿元，当前股价对应 PE 分别为 17/15/13X，考虑到公司精麻领域的领导地位，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）

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>