

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-08-01

宏观策略

2025 年 08 月 01 日

宏观深度报告 20250731: 债券 ETF 还能走多远?

即使受制于债基主动管理策略具备先天优势等限制, ①未来可考虑更多发挥 ETF 的产品优势; ②ETF 改善信用债流动性效果明显, 未来可考虑进一步扩大跟踪指数范围; ③伴随权益市场回暖, 创新型挂钩权益债券及相关 ETF 或大有可为 有望推动国内指数债基尤其是债券指数 ETF 管理规模进一步增长, 其中信用债指数 ETF、与权益指数挂钩的 ETF 的发展尤为值得关注。

宏观点评 20250731: 7 月 FOMC: 给 9 月降息泼冷水——2025 年 7 月 FOMC 会议点评

核心观点: 7 月 FOMC 会议以 9-2 投票结果维持利率不变, 发布会上 Powell 认为实现通胀目标相较就业目标的距离更远, 因此政策利率仍应保持在相对限制性水平, 释放明显的鹰派信号。向前看, 我们预期 7、8 月的非农数据易令 9 月降息预期最终延后至 25Q4, 这一修正或导致 2、10 年美债利率在 8-9 月分别上行至 4.05%、4.5%。9 月 FOMC 后, 市场将交易明年美联储换帅后的新一轮宽货币, 当前市场预期 2026 年的 3 次降息或将上修, 届时 2 年美债利率与美元指数将重回下轨。风险提示: 特朗普政策落地节奏与预期相差较大; 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; 通胀下行速率不及预期。

宏观点评 20250731: 由负转正, 但外强中干——美国 2025 年二季度 GDP 数据点评

核心观点: 25Q2 美国 GDP 季环比折年增长+3.0%, 前值-0.5%, 好于彭博分析师一致预期的+2.6%与亚特兰大联储 GDPNow 的+2.9%。结构上, Q1 的“抢进口&抢库存”组合在 Q2 完全反转, 是本次 GDP 数据走强的最大推手。但作为“核心 GDP”指标的 PDPF (私人国内最终购买) 仅增长+1.2%, 连续第四个季度回落, 表明本次 GDP 增长更多来自 Q1 抢进口的回落, 而不是内生性经济增长的走强。此外关税扰动下, 美国生产商与批发商由主动累库转为去库, 但零售商的库存仍然保持增长。若需求端仍然无法消化零售库存, 则 Q3 美国企业再度主动补库的力度或不会太大。向前看, 需关注美联储 9 月最终不降息的风险, 降息预期的进一步回落对应美债利率和美元指数再度上行。风险提示: 特朗普政策超预期; 美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控; 美联储维持高利率水平时间过长, 引发金融系统流动性危机。

固收金工

固收周报 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

晨会编辑 张良卫

执业证书: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

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

推荐个股及其他点评

苏试试验 (300416): 2025 年中报点评: Q2 归母净利润同比+26%超预期, 集成电路板块增速亮眼

盈利预测与投资评级: 考虑到公司产能扩张节奏, 出于谨慎性考虑, 我们调整公司 2025-2027 年归母净利润预测为 2.8 (原值 3.0) /3.5 (原值 3.8) /4.3(原值 4.5)亿元, 当前市值对应 PE 分别为 30/24/19X, 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。

宁德时代 (300750): 2025 年中报点评: 业绩略超预期, 净利率再提升, 龙头恒强

盈利预测与投资评级: 我们维持公司 25-27 年归母净利润 661/802/966 亿元的预期, 25-27 年同增 30%/21%/20%, 对应 PE 为 19/16/13x, 考虑到公司为全球动力电池龙头, 我们给予 25 年 25x PE, 对应目标价 440 元, 维持“买入”评级。风险提示: 电动车销量不及预期, 原材料价格波动, 竞争加剧超预期。

安克创新 (300866): 拟发布限制性股票激励计划, 授予价格无折让彰显公司信心

事件: 7 月 30 日, 公司发布 2025 年限制性股票激励计划 (草案)。

永辉超市 (601933): 拟定增融资 40 亿元, 主要用于支持门店调改

事件: 7 月 30 日, 公司披露 2025 年度向特定对象发行 A 股股票预案, 拟向不超过 35 名特定投资者发行股票, 融资 39.9 亿元。本次发行股票数量不超过增发前公司总股本的 30%。盈利预测与投资建议: 我们期待公司加速调改和关闭长尾门店之后, 中长期业绩逐步实现修复。考虑公司调改和关店进度快于预期, 我们对公司财务模型进行调整, 将 2025-27 年归母净利润预期从-8.7/2.4/14.3 亿元, 调整至-8.7/4.4/10.9 亿元, 考虑调改店推进和关闭长尾门店之后公司远期业绩有望展现较好弹性, 仍维持“增持”评级。

华能国际 (600011): 2025 半年报点评: 超市场预期, 关注火电资本开支下行周期下资产质量改善

事件: 公司发布 2025 年半年报, 2025 年上半年公司实现营业收入 1120.32 亿元, 同比-5.7%; 实现归母净利润 92.62 亿元, 同比+24.3%, 超市场预期。2025 上半年受益于燃煤成本-9.2%燃煤板块利润总额+84%, 超市场预期。关注火电行业资本开支下行期间现金流、ROE、分红率改善的可能: 火电行业进入“控容减量”周期, 资本开支下行, 分红率长维度提高确定性高, 煤价下行周期背景下, 行业资产质量、现金流、ROE 均有望显著改善。盈利预测与投资评级: 基于动力煤的价格判断和电价调整预期, 我们调整预计 2025-2027 年归母净利润预测为 137.8/160.2/175.3 亿元, 对应 PE 为 9/7/7 倍, 我们看好火电行业资本开支下行期间现金流、ROE、分红率改善的可能维持“买入”评级。风险提示: 并购进度不及预期的风险, 电力需求超预期下降的风险, 减值风险等

菲利华 (300395): 股权激励绑定核心人才与公司长期利益, 进一步健全

长效激励机制

盈利预测与投资评级：我们维持先前的预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 5.10/6.83/7.87 亿元，对应 PE 分别为 85/63/55 倍，同时考虑到公司是国内领先的石英玻璃材料和制品企业，是全球少数几家具有石英纤维批量生产能力的制造商，竞争格局良好，维持“买入”评级。风险提示：1）宏观经济波动导致市场需求下降、营业收入波动的风险；2）主要产品价格波动和毛利率下滑的风险；3）涉及国家机密影响投资者投资的风险。

宏观策略

宏观深度报告 20250731：债券 ETF 还能走多远？

从问题出发：指数债基的劣势在于业绩优势相比主动管理暂不突出。在美国，截至 2024 年末，回顾过往 5 年业绩，在任何一类股票策略中，均不存在超过 50% 的主动管理股票基金业绩跑赢指数策略的情况；但投资级债券基金、高收益债基金对应该指标均高于 50%。在国内，受限于债券资产的复杂性、混合债基能够配置（类）权益资产以增厚收益等因素，债券指数策略相较主动管理的业绩优势暂时尚不显著。以复权单位净值增长率衡量，过去 1 年，指数债基的收益率为 2.40%，明显低于混合债券一级基金/二级基金（分别对应 3.23%、5.81%），也略低于中长期纯债基金（2.48%）。在近期债市回调时期，指数债基的回撤水平也仅较中长期纯债基金略显优势。如何“突围”？指数债基或可考虑三大方向。1. 考虑更多发挥 ETF 的产品优势。2025 年 7 月末，在国内指数债基中，债券指数 ETF 或联接基金数量占比仅为 7.8%、资产净值占比仅为 31.7%。考虑到部分 ETF 在持有成本、T+0 交易、可质押、允许实物申赎、节约资本占用等方面各有特色、各具优势，未来发展指数债基或应以 ETF 为主。2. ETF 改善信用债流动性效果明显，未来可考虑进一步扩大跟踪指数范围。以跟踪“沪做市公司债”指数的 ETF 为例，我们通过构建修正久期、发行主体、剩余期限、行权估值、绝对利差大体接近的“对照组合”，评估信用债 ETF 对基础债券流动性的影响。结果显示：（1）从“价”的角度看，自 2025 年 6 月 3 日至 7 月 29 日，“沪做市公司债”指数收益达 0.58%，期间收益回撤最多的一天下降了 0.13pct；同期对照组合 B 指数收益达 0.39%，期间收益回撤最多的一天下降了 0.16pct，指数表现明显更加良好。（2）从“量”的角度看，在 6 月国债收益率下行/震荡阶段，样本企业对应成分券的日均换手率为 0.61%、低于非成分券对应的 0.95%；但在近期国债收益率上行阶段，成分券的日均换手率小幅下降 0.02pct，而非成分券对应值大幅下降 0.37pct。考虑到 ETF 改善信用债流动性的效果相对明显，未来或可考虑进一步扩大跟踪指数范围，构建更有特色的信用债指数跟踪产品。3. 伴随权益市场回暖，创新型挂钩权益债券及相关 ETF 或将大有可为。在低利率环境下，“能提供稳定回报的类储蓄产品”是投资人最需要的金融产品。欧美日韩在低利率时代都曾经经历过“自动赎回债券”的快速发展，该债券跟踪某一股票指数，代表性结构是：①当指数上涨时，投资人获得同等收益；②当指数下跌幅度不超过 40% 时，投资人保本；③当指数下跌超过 40% 时，投资人的本金承受同等损失，即亏损 40% 至 100%。2025 年 6 月，CALAMOS 发行了美国第一只“自动赎回 ETF”，其底层资产正是一揽子“自动赎回债券”，该 ETF 管理费率高达 0.74%。目前国内，考虑到一方面，在中央汇金公司发挥类“平准基金”作用等因素支撑下，沪深 300 等主要 A 股指数回撤 40% 的概率较低。另一方面，银行理财、居民群体对“确定性收益”的需求旺盛。此外，“高度同质化”是制约指数基金规模增长的重要原因之一。因此，未来创新型挂钩权益债券及相关 ETF 或将大有可为。综上所述，即使受制于债基主动管理策略具备先天优势等限制，未来，指数债基尤其是债券指数 ETF 的规模预计仍将明显增长，其中信用债指数 ETF、与权益指数挂钩的 ETF 的发展尤其值得关注。风险提示：（1）对国内外指数债基的业绩表现、规模增长来源分析可能不够到位；（2）对“自动赎回债券”的收益、风险分析可能不够全面；（3）构建指数

成分券对照组合的方法可能不够完善，例如未充分考虑永续债期限、加权票面利率等因素的影响。

(证券分析师：芦哲 证券分析师：刘子博)

宏观点评 20250731：7月FOMC：给9月降息泼冷水——2025年7月FOMC会议点评

核心观点：7月FOMC会议以9-2投票结果维持利率不变，发布会上Powell认为实现通胀目标相较就业目标的距离更远，因此政策利率仍应保持在相对限制性水平，释放明显的鹰派信号。向前看，我们预期7、8月的非农数据易令9月降息预期最终延后至25Q4，这一修正或导致2、10年美债利率在8-9月分别上行至4.05%、4.5%。9月FOMC后，市场将交易明年美联储换帅后的新一轮宽货币，当前市场预期2026年的3次降息或将上修，届时2年美债利率与美元指数将重回下轨。FOMC声明：9-2维持利率不变，声明小幅修改经济描述。7月FOMC会议以9-2的结果通过维持政策利率在4.25-4.5%的决议，此前公开表态希望7月降息的两位理事Waller与Bowman投下反对票，认为应在7月降息，这使得声明公布后市场一度交易美联储更鸽派的降息信号，2年美债利率一度跌至GDP公布前水平。Powell在发布会上表示，预计异议将在第二天左右得到解释。会议声明仅小幅下修经济描述，主要提及外贸对上半年经济的扰动，判断25H1增长呈现出放缓(moderate)迹象，并删除了经济前景不确定性“减弱(diminished)”的描述。发布会：对通胀不确定性的担忧高过对就业下行的担忧，令下一步降息措施较为艰难。Powell认为当前美国劳务市场处于均衡，但通胀率仍然偏高，即通胀相较就业目标距离实现更远，因此政策利率仍应保持在相对限制性水平。①增长方面：Powell表示经济指标显示经济增长已经放缓；GDP与PDPF表现符合预期，GDP经常逐季波动、并经常上调；过去几年非常强劲的消费者支出开始放缓；不认为减税法案对经济构成强刺激。②就业方面：劳务市场整体稳健，而供需同时下降，表明存在下行风险，私营部门就业机会略有下降。驱赶非法移民政策导致劳务供给与盈亏平衡就业下行，使得失业率保持窄幅震荡。③通胀方面：在评估关税对通胀的影响方面，尚处于早期；关税开始影响商品通胀上涨，服务业通胀下降良好；虽然合理的基准假设是关税-通胀是短期、一次性的，但关税对通胀的传导可能比预想的更慢。④货币政策方面：Powell表示美联储通过“不加息”来考虑通胀问题，表态较为鹰派；同时表示，距离下一次会议还有大量数据，下一步措施可能会更接近中性；美联储不考虑利率变化对政府成本的影响。影响：释放鹰派信号，压制9月降息预期。7月Powell最鹰派的信号在于，就业市场供需均衡(产出缺口接近闭合)而通胀较目标仍有距离(通胀缺口偏高)，因此政策利率仍需保持限制性。同时Powell对关税、通胀前景的不确定性仍然保持警惕，这使得未来降息决策仍然是谨慎的。截至最新，9月降息概率回落至47%，全年降息预期1.48次。策略启示：9月降息预期或将延后，25Q4或开始交易明年更宽松的货币政策，年内美债利率预计先上后下。向前看，我们预期7、8月非农初值易超预期，且市场不会计价数据后续的下修，这使得9月降息最终将延后至25Q4。8-9月，降息预期修正或导致2、10年美债利率分别上行至4.05%、4.5%。而另一方面，9月FOMC后，随着新任美联储主席人选逐步清晰，市场将开始交易明年美联储换帅后开启的新一轮宽货币周期。当前市场预期2026年的3次降息或上修至4次及以上，届时2年美债利率与美元指数将重回下轨。风险提示：特朗普政策落地节奏与预期相差较大；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；通胀下行速率不及预期。

(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)

宏观点评 20250731: 由负转正, 但外强中干——美国 2025 年二季度 GDP 数据点评

核心观点: 25Q2 美国 GDP 季环比折年增长+3.0%, 前值-0.5%, 好于彭博分析师一致预期的+2.6%与亚特兰大联储 GDPNow 的+2.9%。结构上, Q1 的“抢进口&抢库存”组合在 Q2 完全反转, 是本次 GDP 数据走强的最大推手。但作为“核心 GDP”指标的 PDPF (私人国内最终购买) 仅增长+1.2%, 连续第四个季度回落, 表明本次 GDP 增长更多来自 Q1 抢进口的回落, 而不是内生性经济增长的走强。此外关税扰动下, 美国生产商与批发商由主动累库转为去库, 但零售商的库存仍然保持增长。若需求端仍然无法消化零售库存, 则 Q3 美国企业再度主动补库的力度或不会太大。向前看, 需关注美联储 9 月最终不降息的风险, 降息预期的进一步回落对应美债利率和美元指数再度上行。

25Q2 美国 GDP: 增速由负转正, 好于市场预期。25Q2 美国 GDP 季环比折年增长+3.0%, 前值-0.5%, 好于彭博分析师一致预期的+2.6%与亚特兰大联储 GDPNow 的+2.9%。同期公布的核心 PCE 季环比折年增速+2.5%, 预期+2.3%, 前值+3.5%。超预期的增长&通胀数据公布后, 美元指数一度上破 99.5。 数据结构: “抢进口&累库存”组合反转推动 GDP 走强, 经济内生性增长动能依旧偏弱。①抢进口&抢库存完全反转。结构上, 25Q2 美国 GDP 的大幅增长与 Q1 构成“完美镜像”: 商品进口对 GDP 拉动率由-4.84%反弹至+5.02%, 库存变化拉动率由+2.59%回落至-3.17%, Q1 的抢进口&抢库存组合在 Q2 完全反转, 是 GDP 走强的最大推手。②核心 GDP 持续走弱。反映经济内生性增长动能的 PDPF (私人国内最终购买) 增长+1.2%, 连续第四个季度回落, 为 23Q1 以来新低。PDPF 这一“核心 GDP”指标的回落进一步反映出 GDP 增长更多来自 Q1 抢进口的回落, 而不是内生性经济增长的走强。其中, 消费拉动率由+0.31%修复至+0.98%, 固定资产投资拉动率由+1.31%回落至+0.08%。进一步看, 商品&服务消费, 建筑&住宅投资全面回落, 而增长支撑仍然来自软件与信息设备投资, 这主要受益于 AI Capex 的持续投入。③关税扰动下, 生产商与批发商由主动累库转为去库存。25Q2 库存变化由 1605 亿美元变为-260 亿美元, 反映进口较少的同时, 关税带来的企业主动累库转为去库。结构上, 去库存最显著的是生产商 (前期补充大宗商品库存) 与批发商 (补充海外商品库存), 但需要注意的是美国零售商的库存仍然保持增长, 只是增幅放缓; 且终端消费需求对 GDP 的拉动只是较 25Q1 有所改善, 增速仍在 2023 年以来低位。在 Q1 由关税驱动的主动补库结束后, 若需求端仍然无法消化零售库存, 则 Q3 美国企业再度主动补库的力度或不会太大。

未来展望: 关注 9 月美联储不降息的风险, 届时美债利率和美元指数或再度上行。向前看, 虽然 GDP 数据结构外强中干, 但市场仍然按照“增长强化→降息延后”的剧本交易, 若本周五公布的美国 7 月非农就业数据同样外强中干 (初值超预期, 但随后逐月下修), 则美联储 9 月降息概率将进一步下调, 并导致 25Q3 的金融条件收紧, 从而经济带来更大下行压力, 反而促成 25Q4 的降息。策略上需关注 9 月最终不降息的风险, 这或让当前 60%降息预期进一步回吐, 对应美债利率 15bps 的上行空间 (10 年美债利率升至 4.5%, 2 年美债利率升至 4.05%), 美元指数回到 100-105 的区间内。但随着 9 月不降息风险兑现, 更紧的金融条件对经济增长的压力与鲍威尔任期即将结束特朗普开始指名更加鸽派的联储主席候选人带来的降息预期或令未来美联储货币政策将更加宽松, 届时美元指数与 2 年美债利率

将从高位回落，重回下行轨道，而黄金也将结束盘整重新上涨。 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

推荐个股及其他点评

苏试试验（300416）：2025 年中报点评：Q2 归母净利润同比+26%超预期，集成电路板块增速亮眼

投资要点 事件：2025 年 7 月 30 日，公司发布 2025 年半年度报告。Q2 归母净利润同比+26%超预期，集成电路检测增速亮眼。2025 上半年公司实现营业总收入 9.9 亿元，同比增长 8%，归母净利润 1.2 亿元，同比增长 14%。单 Q2 公司实现营业总收入 5.6 亿元，同比增长 18%，归母净利润 0.7 亿元，同比增长 26%。利润增速强于营收，主要受益于费控能力增强和信用减值冲回。2025 上半年，分板块来看，设备、环试服务增速稳健，集成电路检测表现亮眼：（1）环试服务实现营收 4.9 亿元，同比增长 6%，（2）环试设备实现营收 3.1 亿元，同比增长 6%，（3）集成电路检测实现营收 1.6 亿元，同比增长 21%。展望后续，公司将持续受益于“十四五”收官和“十五五”开局背景下特殊行业需求上行、半导体产业链国产化和宜特新扩实验室

产能释放，业绩增速有望持续修复。毛利率有所下降，净利率稳中有升

2025 上半年公司销售毛利率 41.9%，同比下降 3.2pct，销售净利率 13.5%，同比增长 0.3pct。分板块来看，（1）环试服务：毛利率 55.0%，同比下降 0.8pct，维持稳健，（2）环试设备：毛利率 26.6%，受竞争加剧影响，同比下降 4.7pct，（3）集成电路检测：毛利率 36.5%，受产能扩充影响，同比下降 6.4pct。2025 上半年公司期间费用率 28.6%，同比下降 1.8pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.3%/11.5%/8.2%/1.5%，同比分别-0.1/-1.1/-0.2/-0.3pct。

卡位高壁垒、成长性赛道，看好公司发展前景

我们看好公司作为环境与可靠性试验龙头的发展前景：（1）根据市场监管总局数据，2023 年我国检验检测行业全年实现营业收入约 4700 亿元，同比增长超 9%，市场空间广阔。（2）公司卡位高壁垒检测赛道，下游覆盖特殊行业、半导体、新能源汽车三大板块，同时积极拓展 5G 等高端领域，打造新增长引擎。未来随特殊行业需求修复，芯片国产化及分工专业化，检测需求将持续提升，公司前期扩产的苏州、西安、青岛、成都等实验室和宜特释放产能，成长空间、利润弹性可期。

盈利预测与投资评级：考虑到公司产能扩张节奏，出于谨慎性考虑，我们调整公司 2025-2027 年归母净利润预测为 2.8（原值 3.0）/3.5（原值 3.8）/4.3（原值 4.5）亿元，当前市值对应 PE 分别为 30/24/19X，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）

宁德时代（300750）：2025 年中报点评：业绩略超预期，净利率再提升，龙头恒强

投资要点 25Q2 归母利润略超预期，净利率再提升。公司 25H1 实现收入 1789 亿元，同比+7%；归母净利润 305 亿元，同比+33%；扣非净利润 272 亿元，同比+36%。其中 Q2 收入 942 亿元，同环比+8%/+11%；归母净利润 165 亿元，同环比+34%/+18%；扣非净利润 154 亿元，同环比+42%/+30%；毛利率 25.6%，环比+1.2pct，归母净利率 17.5%，同环比+3pct/+1pct。

要点如下：1）Q2 电池确收近 150gwh，产能利用率约 90%。公司 25H1 实现产量 310gwh，同比+47%，出货量我们预计 270gwh，同比+32%，新增 40gwh 库存。25H1 有效产能 345gwh，产能利用率高达 90%，公司在建产能 235gwh，我们预计年底产能近 900gwh。Q2 电池销量近 150gwh，同环比+35%/+20%，其中动力 116gwh，同环比+36%/+16%，储能 32gwh，同环比+28%/+45%。全年出货量我们预计为 650gwh，同增 35%+，其中储能我们预计为 140-150gwh，增长 50%+。动力端，公司国内份额维持 42-45%，欧洲份额提升 5pct 至 43%；储能端，新兴市场放量+技术授权+海外产能建设，对冲美国政策影响。

2）电池价格盈利稳定，动力势头好于储能。动力方面，25H1 收入 1316 亿元，同比+17%，均价 0.69 元/wh，同比下降 13%，环比基本稳定，毛利率 22.4%，同比-4.5pct，单 wh 毛利 0.14 元/wh，我们测算对应单 wh 利润 0.083 元/wh。储能方面，25H1 收入 284 亿元，同比-1%，均价 0.59 元/wh，同比下降 20%，较 24Q4 有所回升，毛利率 25.5%，同比-3.4pct，单 wh 毛利 0.13 元/wh，我们测算对应单 wh 利润 0.085 元/wh，公司预计 25H1 储能国内外市场各占 50%，美国市场占比已降至 20-30%，OBDD 影响可控。

3）其余业务看毛利率改善明显。25H1 电池材料回收收入 79 亿元，同比-45%，毛利率 26%，同比+18pct，主要由于金属价格波动，公司受益于采购长协价。25H1 矿山资源 34 亿元，同比+28%，毛利率 9%，同比+1pct，公司矿山经营正常，手续合规。其他业务看，25H1 收入 77 亿元，同比-8%，但毛利率 74%，同比+23pct。

4）Q2 汇

兑收益贡献明显，库存商品增加。Q2 我们测算汇兑收益 15 亿元+，较 25Q1 增加 9 亿元，主要受益于欧元升值。Q2 投资收益 15 亿元，同环比+22%/+15%；其他收益 30 亿元，同环比+38%/-3%。费用端，Q2 费用率 5.3%，较 Q1 降低 1.8pct，主要由于财务费用为-35 亿元；Q2 减值损失为 16 亿元，较 Q1 减少 3.7 亿元。Q2 末存货 723 亿元，较年初增加 21%，主要为库存商品增加 112 亿元（对应约 30gwh 电池）；Q2 末预计负债为 801 亿元，较年初增 82 亿元，其中质保金增加 55 亿元，返利增加 27 亿元，Q2 单季度预计负债增加 66 亿元。Q2 经营性净现金流 258 亿元，同环比+58%/-21%；Q2 资本开支 99 亿元，同环比+46%/-5%。

盈利预测与投资评级：我们维持公司 25-27 年归母净利润 661/802/966 亿元的预期，25-27 年同增 30%/21%/20%，对应 PE 为 19/16/13x，考虑到公司为全球动力电池龙头，我们给予 25 年 25x PE，对应目标价 440 元，维持“买入”评级。风险提示：电动车销量不及预期，原材料价格波动，竞争加剧超预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕
证券分析师：岳斯瑶 证券分析师：朱家佟）

安克创新 (300866): 拟发布限制性股票激励计划，授予价格无折让彰显公司信心

投资要点 事件：7 月 30 日，公司发布 2025 年限制性股票激励计划（草案）。本次激励计划授予股份数占总股本 1%，首次授予激励范围涵盖 608 名骨干员工：其中，公司董事祝芳浩先生获授股份数最高，占本次激励授出部分的 18.5%；其余核心员工（包括财务负责人杨帆先生等）获授占比均不超过 0.5%。本激励计划拟授予股票数量为 525 万股，约占当前公司总股本的 0.99%。其中，首次授予合计授出股份数量为 80%，其余 20%为预留部分。

授予价格无折让，彰显公司对未来前景的信心：本次激励的授予价格为 126.9 元/股，相当于 7 月 30 日收盘价。这意味着如果授出股份解禁后公司股价较当前无涨幅，那么获授员工将没有收益。

激励目标：年化收入或扣非净利增速约 10%。本次激励计划考核期为 2 个会计年度。①第一个归属期 50%：以 2024 年为基数，2025 年营收或扣非净利润增速不低于 10%；第二个归属期 50%：以 2024 年为基数，2026 年营收或扣非净利润增速不低于 20%。如果本次激励在 2025 年三季报公告后授出，则考核期为 2026-27 年，2027 年考核目标为：以 24 年为基数，营收或扣非净利润增速不低于 30%。

激励成本较低：根据公司激励草案测算：本次激励的总成本约为 7087 万元，其中 25-27 年依次为 2974、3289、824 万元。

如何理解这份激励计划？①激励范围较大，覆盖大量核心业务人员，绑定骨干利益共享公司发展；②激励价格没有折价，但业绩考核目标较为保守。这意味着员工若想从此次激励中获得正收益，难点并不在于完成业绩考核，而是要拥抱长期主义，提升公司长期的内在价值，最终交由资本市场评卷，在未来股价上涨后实现收益。

盈利预测与投资评级：公司是跨境消费品出海领域品牌力突出的头部企业，近期储能、安防等品类和海外新兴市场开拓带动公司业绩持续高增，UV 打印机等新品有望打开新增长点，股权激励彰显公司长期信心。我们维持公司归母净利润预期为 24.6/ 33.5/ 42.2 亿元，同比+16%/ +36%/ +26%，对应 27/ 20/ 16x PE，维持“买入”评级。

风险提示：股权激励计划落地尚存不确定性，地缘及关税影响，新品发展低于预期等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：阳靖）

永辉超市 (601933): 拟定增融资 40 亿元，主要用于支持门店调改

投资要点 事件：7 月 30 日，公司披露 2025 年度向特定对象发行

A 股股票预案，拟向不超过 35 名特定投资者发行股票，融资 39.9 亿元。本次发行股票数量不超过增发前公司总股本的 30%。本次定增 40 亿元，将主要用于支撑门店升级改造：公司本次定增募集资金总额不超过 39.9 亿元（含本数），募集资金总额在扣除发行费用后的净额将用于门店升级改造、物流仓储升级改造等项目。公司拟通过门店升级改造项目的建设，进一步对 298 家门店进行“胖东来模式”调改；通过物流仓储升级改造项目建设，引进自动分拣线、AGV 机器人等先进自动化设备，并配置 WMS 智能仓储管理系统、TMS 物流运输管理系统等先进的数字化、智能化物流仓储配送系统。定增发行对象、定增股票数量及发行价格：本次发行的发行对象为不超过 35 名（含 35 名）符合法律法规规定的特定对象。发行价格不低于定价基准日前二十个交易日公司股票交易均价的 80%。公司或借助本次增发引入更多长期投资者来支持公司长远发展。永辉超市近期继续快速推进老门店调改，以及长尾门店关闭：根据永辉超市官网统计数据，截至 2025 年 7 月 30 日，公司已开业门店共计 517 家，其中调改门店数达 146 家。这意味着 2025 年初至 7 月 30 日，公司完成 115 家门店的调改，并关停 258 家门店（我们认为其中主要为长期亏损的门店）。根据公司定增预案，未来将用增发资金进一步对 298 家门店进行“胖东来模式”调改。盈利预测与投资建议：我们期待公司加速调改和关闭长尾门店之后，中长期业绩逐步实现修复。考虑公司调改和关店进度快于预期，我们对公司财务模型进行调整，将 2025-27 年归母净利润预期从-8.7/2.4/14.3 亿元，调整至-8.7/4.4/10.9 亿元，考虑调改店推进和关闭长尾门店之后公司远期业绩有望展现较好弹性，仍维持“增持”评级。风险提示：门店调改进程不及预期，关店及调改费用导致亏损，定增审批和进度尚有不确定性等

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：阳靖）

华能国际（600011）：2025 半年报点评：超市市场预期，关注火电资本开支下行周期下资产质量改善

投资要点 事件：公司发布 2025 年半年报，2025 年上半年公司实现营业收入 1120.32 亿元，同比-5.7%；实现归母净利润 92.62 亿元，同比+24.3%，超市市场预期。2025 上半年受益于燃煤成本-9.2%燃煤板块利润总额+84%，超市市场预期：2025 年上半年，公司累计采购煤炭 8,713.67 万吨，同比下降 10.70%；境内除税发电耗用标煤单价人民币 917.05 元/吨，同比下降 9.23%。分板块利润总额看：燃煤板块实现 73.10 亿元，同比+84%；燃机板块实现 7.53 亿元，同比+32%；风电实现 39.10 亿元，同比-3%；光伏实现 18.23 亿元，同比+46%；水电实现 0.19 亿元，同比-63%；生物质实现 0.03 亿元，同比+107%。2025 年上半年全社会用电量同比+3.7%，主要系工业用电量拖累。2025 年上半年全社会用电量完成 4.84 万亿千瓦时，同比+3.7%，增速比上年同期-4.4pct；其中第一产业同比+8.7%，第二产业同比+2.4%，第三产业同比+7.1%，居民用电同比+4.9%。2025 年上半年全国规模以上电厂发电量 4.54 万亿千瓦时，同比+0.8%。其中，火电同比-2.4%；水电同比-2.9%；核电同比+11.3%。2025 年上半年上网电价-2.7%，上网电量-2.4%，平均利用小时-178 小时：公司中国境内各运行电厂平均上网结算电价为 485.27 元/兆瓦时，同比-2.7%；完成上网电量 2,056.83 亿千瓦时，同比-2.4%。公司境内电厂年累计平均利用小时 1,502 小时，同比-178 小时。其中，燃煤机组利用小时 1,839 小时，同比-141 小时；风电机组利用小时 1,133 小时，同比-67 小时；太阳能发电机组利用小时 583 小时，同比-11 小时。关注火电行业资本开支下行期间现

金流、ROE、分红率改善的可能：火电行业进入“控容减量”周期，资本开支下行，分红率长维度提高确定性高，煤价下行周期背景下，行业资产质量、现金流、ROE 均有望显著改善。盈利预测与投资评级：基于动力煤的价格判断和电价调整预期，我们调整预计 2025-2027 年归母净利润预测为 137.8/160.2/175.3 亿元，对应 PE 为 9/7/7 倍，我们看好火电行业资本开支下行期间现金流、ROE、分红率改善的可能，维持“买入”评级。风险提示：并购进度不及预期的风险，电力需求超预期下降的风险，减值风险等

（证券分析师：袁理 证券分析师：唐亚辉）

菲利华 (300395)：股权激励绑定核心人才与公司长期利益，进一步健全长效激励机制

事件：7 月 26 日，公司发布 2025 年限制性股票激励计划（草案）。
 投资要点 菲利华公司深耕石英玻璃材料与制品领域：主营业务涵盖石英玻璃锭、管、棒、板及石英玻璃纤维、复合材料等的设计、制造与销售；产品配套半导体、航空航天、光学、光伏、光通讯五大高端市场，其中半导体用石英耗材与航空航天用耐高温复合材料为未来核心增长极。未来公司的发展驱动力主要来自半导体产业的国产化替代需求以及光通信行业的技术升级，尤其是高纯度石英材料在芯片制造关键环节的应用将持续扩大。竞争优势方面，菲利华依托自主研发的核心技术，形成了从原材料提纯到精密加工的全产业链能力，同时通过严格的品质管控与国际认证，在高端市场建立了较高的技术壁垒和客户黏性。本次股权激励采用第一类限制性股票工具，股票来源为公司已回购的 168.81 万股 A 股普通股，占总股本 0.32%；其中首次授予 142.40 万股给 255 名核心技术与销售人员，预留 26.41 万股待 12 个月内明确对象。授予价格 38.90 元/股，有效期最长 60 个月，首次授予股票分三批解除限售：自授予日起满 12、24、36 个月后分别解锁 40%、30%、30%。公司层面考核以 2024 年净利润 3.14 亿元为基数，要求 2025-2027 年净利润增速不低于 25%、56%、95%；个人层面绩效需达 B 级以上方可 100%解锁，否则按 50%或 0%比例回购注销，确保激励与业绩紧密挂钩。本次激励计划旨在通过绑定核心人才与公司长期利益，进一步健全长效激励机制：草案明确提到，其原则是“将股东利益、公司利益和员工利益结合，共同关注长远发展”。通过设置阶梯式业绩目标（如三年净利润复合增速需达 25%以上），既体现了对行业前景的乐观预判，也传递了管理层对经营增长的坚定信心。此外，激励对象覆盖技术骨干与销售团队，凸显公司对研发创新和市场拓展的双重重视，有助于在半导体材料国产化浪潮中巩固竞争优势。盈利预测与投资评级：我们维持先前的预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 5.10/6.83/7.87 亿元，对应 PE 分别为 85/63/55 倍，同时考虑到公司是国内领先的石英玻璃材料和制品企业，是全球少数几家具有石英纤维批量生产能力的制造商，竞争格局良好，维持“买入”评级。风险提示：1）宏观经济波动导致市场需求下降、营业收入波动的风险；2）主要产品价格波动和毛利率下滑的风险；3）涉及国家机密影响投资者投资的风险。

（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>