

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-07-29

宏观策略

2025 年 07 月 29 日

宏观深度报告 20250728: 化工转债行情思考和展望

2024 年以来化工板块供、需两侧持续出现催化，本轮“反内卷”行情为其锦上添花，展望后市，行情仍然可期：一是基本面向好，有望迎来“盈利底部向上、新兴产业布局带来估值抬升”的双重催化；二是存续转债中有一半以上为周期顶部发出，当前已经或即将步入回售期且遇上周期上行，化债举措趋于积极；三是化工转债里小盘居多，叠加临期特征，放大了回撤收益的“不对称性”。

宏观深度报告 20250728: 汇率：中间价释放升值信号、资金押注补涨

中间价一度升破 7.14，释放的强势引导信号也正在被即期汇率吸收消化，人民币渐进升值的趋势短期有加快的迹象，预计在中间价的引导下，美元兑人民币汇率或再度挑战 7.15 区间，8 月份美元兑人民币即期报价或下移至 7.10-7.15 区间。

宏观深度报告 20250728: “反内卷”：三重目标下如何去产能、提物价

“反内卷”的价格治理，可能三个目标，一是短期治理“价格战”，如对汽车、外卖等行业低价无序竞争的治理；二是中期去产能，即推动落后产能退出、促进供需平衡，包括关停限产式去产能和引导式去产能两种；三是长期推动价格特别是 PPI 持续回升。对价格回升的诉求有多大，将决定去产能的方式和内容。上轮供给侧改革后，PPI 同比经过 10 个月回正，这次需求端缺少“棚改货币化”类的强刺激，中性假设下，PPI 回正可能需要 11-12 个月，明年 9 月达到 1.9% 左右的高点。风险提示：（1）“反内卷”政策正处在逐步落地过程中，许多政策细节还有待进一步明确。（2）影响价格的因素很多，除了政策发力之外，还有很多因素是无法把控的，如国际油价的变动，还有供给端猪周期的变动、气候因素的影响等等。（3）如果经济其他方面发生较大变化，“反内卷”政策可能也会有变，如房地产、出口、消费等需求端变化。

宏观点评 20250727: 下一阶段轮动到哪些行业？

大势研判：从资金结构来看，二季度至 7 月初，市场风格体现为自下而上微观逻辑驱动和流动性驱动的上涨。二季度的经济基本面在政策发力较多的方面有较好的需求提升，如“以旧换新”、城市更新，以及“抢出口”和“抢转口”带来的边际增量，进入三季度，经济基本面相对二季度环比提供的增量可能有限，但仍然处于较为稳健的增长阶段，整体来看三季度的市场表现应当仍然较为乐观。市场更加关注的风险可能在边际增量有限的情况下，四季度是否能获得进一步的政策托举，可重点观察四季度的重要会议释放的信息。短期来看，市场情绪偏强，进入基本面真空期和会议指引政策预期加强的时间区间，指数下行风险偏低，如果机构、外资等增量资金接力流入，上行的动力可能会加强。下一阶段板块选择：在资金流入结构不发生大幅度变化的过程中，市场的交易风格短期可能不会发生大的变化，跟随政策预期变化，热点轮换的过程仍将持续，但单一热点持续的时间可能会相对变长。因此，交易策略建议均衡布局以下类型的行业：一、市场轮动过程中的行业选择思路沿着对于未来即将到来的政策和重点事件预期，如（1）“反内卷”交易下，供给端政策落地可能性

晨会编辑 张良卫

执业证书：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

最大的、前期行业竞争最激烈的、价格低于成本的、行业自律调控思路已基本明细的、下游需求有可能短期改善的光伏、煤炭、化工行业（2）科技行业中近期有催化、前期涨幅偏弱的板块，如机器人板块；二、本轮上涨的过程中，暂未轮动到的上涨幅度较小、调整时间较长的板块，如酒类、服务消费、地产开发等板块。风险提示：（1）政策出台时间、落地时间不及预期；（2）融资盘接近前期高点出现资金拥挤风险；（3）基金仓位估算数据与真实数据存在误差。

宏观量化经济指数周报 20250727：“反内卷”尚未改变货币政策态度

综合“反内卷”政策预期与落地节奏，当前商品价格涨价还不足以触发货币政策从宽松走向中性

海外周报 20250727：海外分析师上调 25Q2 美国 GDP 增长预期

核心观点：本周财报优异表现与美日贸易协定提振市场情绪，美股再创新高，标普 500、纳斯达克指数分别收涨 1.46%、1.02%；而长短端美债利率则在鲍威尔被提前解雇风险缓和和贸易局势缓和下走势出现分化，10 年期美债利率降 2.77bps 至 4.388%，2 年期美债利率升 5.41bps 至 3.923%。在近期经济数据整体边际走强的背景下，本月分析师小幅上修 Q2 美国 GDP 增速预期，但反映核心增长的消费&固定资产投资分项仍然偏弱。此外关税带来的生产与消费活动前置和对需求拉动型通胀的压制或令 Q2 美国 GDP 增速不及预期。向前看，下周公布的 7 月美国非农数据或在低预期值的背景下再度超出市场预期，届时市场对 9 月的降息预期或因此进一步回调。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。

行业

推荐个股及其他点评

希荻微（688173）：定制化电源芯片精准出击，模拟细分龙头再起航

希荻微致力于成为模拟芯片领域中细分赛道的国际领先企业，提供业界领先的模拟和电源管理芯片和方案，使能全球高能效智能系统应用。希荻微 2024 年业绩呈现营收增长态势，2024 年前三季度营收同比增长 32.10%，全年营业总收入更是较上年同期大幅增长 38.56% 至 5.45 亿元，出货金额增长显著，音圈马达驱动芯片产品线成为重要增长动力。公司多产品线赛道布局，为业务稳健发展筑牢根基，目前主要产品线涵盖电源管理芯片、信号链芯片两大板块，产品广泛应用于消费电子与汽车电子等领域。

PMIC（电源管理芯片）：兼具高集成度与高能效优势，精准适配多场景用电需求。希荻微作为国内领先的电源管理芯片供应商，在 PMIC 领域技术实力强劲。公司的 PMIC 电源管理芯片具备丰富的产品线，涵盖 DC/DC 转换、锂电池充电管理、电源转换芯片等多个类别，可提供多种不同功能与规格的芯片选择。

消费电子领域：绑定头部平台，快充技术领先。希荻微凭借深厚的技术底蕴与前瞻布局，成功绑定高通、联发科等头部主芯片平台厂商，为自身产品的广泛应用筑牢根基。其多款消费级 DC/DC 芯片较早便打入 Qualcomm 平台参考设计，得以深度融入移动终端电子设备核心供电体系，为智能手机、可穿戴设备等的 LPDDR、内存、AP、GPU、OTG 功能、WiFi 模组、摄像头模组、屏幕等关键单元稳定供电。

汽车电子领域：车规认证突破，高端平台导入。公司持续聚焦汽车电子关键应用场景，在智能座舱、汽车天线、车身控制、高级驾驶辅助系统（ADAS）等领域发力，致力于提供升 / 降压 DC/DC、线性电源 LDO、智能高 / 低边开关、摄像头 PMIC 等一系列满足车规要求的优质产品，不断提升产品在汽车电子市场的渗透率与影响力，随着汽车智能化、电动化趋势加速，希荻微有望凭借领先的技术与丰富的产品布局，在汽车电子领域创造更大价值。

民士达（833394）：2025 中报点评：新能源汽车领域持续增长，高附加值产品占比及盈利能力稳步提升

公司发布 2025 年半年度报告，实现营收 2.37 亿元，同比+27.91%；归母净利润 0.63 亿元，同比+42.28%；扣非归母净利润 0.61 亿元，同比+55.70%。未来随着新能源汽车、风力发电、光伏发电、算力、国产大飞机等应用领域需求增长，以及高速列车、地铁轻轨及电网改造的进程加快，变压器等设备用芳纶绝缘纸的市场将迎来新的增长点。预计公司 2025~2027 年实现归母净利润分别为 1.34/1.71/2.16 亿元（2025/2026 前值为 1.27/1.57 亿元），对应最新 PE 为 47.29/37.03/29.38x，维持“买入”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。

高测股份（688556）：光伏反内卷加速供给侧优化，硅片代工龙头二季度有望扭亏

供给侧酝酿变化，反内卷有望推动行业价格上行：2025 年 7 月以来中央

财经委会议指出，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出；工信部部长主持召开第十五次制造业企业座谈会，学习贯彻习近平总书记重要指示批示精神，各环节价格陆续回升，目前国内 N 型 18x 硅片价格已回升至 1.1 元/片，环比持续提价。

高测整合切片资源，规模&产能利用率上行提升边际盈利能力：高测正在整合切片资源，一方面对客户来说，可以盘活切片产能产生现金流度过难关，另一方面对高测来说只要边际收益为正即可，高测人力成本和采购成本更低，切片的良率更高、团队管理效率更高，具备更强的切片技术优势，双方可以共赢，目前高测的切片产能利用率已经提升至 85%，摊薄设备折旧、规模效应进一步增强，提升边际盈利能力。

切片代工模式不断渗透，高测有望享切片+耗材+设备技术闭环红利：高测的切片设备+金刚线均处于行业领先，形成设备+耗材+工艺闭环后不断强化 knowhow。我们认为短期高测受益于行业集中度分散，长期受益于产业分工趋势，目前来看公司客户逐步从硅片行业新玩家延伸至行业头部玩家；中长期看，硅料产能释放后，硅片行业将进入买方市场，企业会更加注重自己的优势环节以获得更强的研发效率，产业分工会日益明确。高测在单一环节投入大量研发可以建立低成本技术壁垒，后续通过规模优势进一步提高竞争力。

中烟香港 (06055.HK): 境内免税烟草制品管理办法征求意见稿发布【勘误版】

盈利预测与投资评级：中烟香港作为中国烟草“走出去”业务平台中烟国际旗下唯一上市公司，主营业务烟叶类产品进出口稳健发展，卷烟及新型烟草产品出口打开向上弹性，进一步整合境外产业链资源空间可期。由于关税和地缘政治等影响进出口业务节奏，我们下调公司盈利预期，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 8.7/10.1/11.3 亿港元(前值为 9.6/10.6/11.9 亿港元)，对应 PE 为 26/22/20 倍，维持“买入”评级。风险提示：各国对烟草相关产品管控政策变化、各国烟叶种植及购销政策变化、地缘政治带来的进出口贸易受阻风险等。

绿色动力 (601330): 25Q2 供热同增 133%进一步加速，提质增效提 ROE 逻辑持续兑现

2025H1 供热量翻倍以上增长，稳定运营期持续成长。2025Q2 公司垃圾进场量 371.57 万吨(同比+4.86%，环比+8.06%)，发电量 13.03 亿度(同比+3.54%，环比+5.41%)，上网电量 10.82 亿度(同比+0.88%，环比+4.89%)，吨发电量 351 度(同比-1.26%，环比-2.45%)，吨上网电量 291 度(同比-3.80%，环比-2.93%)，供汽量 29.04 万吨(同比+132.69%，环比+29.01%)，2025Q2 供热同比增速较 2025Q1 的 97%进一步加快。按 1 吨蒸汽 200 度电还原发电量和上网电量，还原后吨发为 366 度(同比+1.13%，环比-1.68%)，还原后吨上网为 307 度(同比-0.94%，环比-1.99%)。2025H1 公司累计垃圾进场量 715.43 万吨(同比+2.10%)，发电量 25.39 亿度(同比+1.62%)，上网电量 21.13 亿度(同比+1.99%)，吨发电量 355 度(同比-0.47%)，吨上网 295 度(同比-0.10%)，供汽量 51.55 万吨(同比+115.69%)，还原供热后的吨发为 369 度(同比+1.63%)，还原后吨上网为 310 度(+2.41%)。公司实现供热量翻倍提升的同时表观吨上网保持稳定，按供汽单价 150 元/吨测算，2025H1 供汽收入约 0.77 亿元，同比+0.41 亿元，供汽业务利润率高且无应收风险，增厚盈利改善现金流。风险提示：应收风险，危废项目减值风险，资本开支超预期上行等。

纳科诺尔 (832522): 干法电极设备持续突破, 固态稀缺龙头大有可为
盈利预测与投资评级: 由于固态电池行业进展超预期, 我们调整公司 25-27 年归母净利润至 1.6/2.4/3.7 亿元 (此前预期 1.8/2.4/3.2 亿元), 同增 1%/46%/56%, 对应 PE 为 54/37/24 倍, 评级由“增持”上调为“买入”。
风险提示: 客户拓展不及预期, 新技术进展不及预期, 行业竞争加剧。

高能环境 (603588): 2025 年半年报点评: 业绩同增 21%, 资源化项目经营表现提升

盈利预测与投资评级: 公司资源化项目经营情况稳步提升, 我们上调 2025-2027 年归母净利润预测从 6.3/7.5/9.1 亿元至 8.0/9.1/10.5 亿元, 2025-2027 年 PE 为 12.4/11.0/9.5 倍 (2025/7/25), 维持“买入”评级。风险提示: 原材料价格波动, 产能利用率不及预期, 竞争加剧。

信宇人 (688573): 锂电干燥设备龙头, 差异化布局卤化物电解质解决方案

锂电干燥设备龙头, 积极拓展新能源与新兴领域 信宇人专注于锂离子电池智能制造装备领域, 主要从事以干燥设备和涂布设备为核心的高端装备研发、生产与销售。作为“国家级重点专精特新‘小巨人’企业”, 公司产品涵盖锂离子电池生产设备及其关键零部件, 并积极拓展氢燃料电池、光电、医疗等新兴领域, 为客户提供高端装备和自动化整体解决方案。近年来, 公司在持续夯实锂电领域竞争优势的基础上, 持续向设备核心零部件延伸, 构建了“高端装备+工艺+新材料”三位一体的研发体系, 形成了较强的技术优势和市场竞争力。公司推出卤化物电解质干法解决方案, 差异化布局固态电池设备&材料 信宇人固态电池材料项目未来将围绕低成本、高离子电导率卤化物固态电解质, 开发“能量型+快充型”双路线布局, 计划 3 年内建成量产中试线, 推动能量型电解质装车验证与快充型适配无人机与超充桩场景。公司开发的“能量型+快充型”两条固态电解质路线, 均采用公司自研、自产干法成膜一体机。(1) 能量型: 重点开发稀土替代型卤化物, 通过水相合成工艺降低材料成本至 20 万元/吨以下, 并实现室温离子电导率 $>1\text{ mS/cm}$, 固态电池能量密度 $>400\text{ Wh/kg}$ 。(2) 快充型: 优化其与高镍正极的界面适配性, 设计卤化物-硫化物梯度复合电解质, 引入锂离子高速传输通道结构, 降低迁移能垒从而提高离子电导率, 支持 5C 级快充。盈利预测与投资评级: 信宇人深耕锂电设备领域, 差异化布局固态电池前道设备。我们预测公司 2025-2027 年归母净利润为 8.5/54.7/79.4 百万元, 当前股价对应 PE 估值水平分别为 346/54/37x。考虑到公司差异化布局固态电池前道解决方案, 有望充分受益于固态电池产业化, 首次覆盖给予公司“增持”评级。风险提示: 下游扩产不及预期, 新业务拓展不及预期, 业绩扭亏为盈不及预期。

东鹏饮料 (605499): 2025H1 业绩点评: 业绩符合预期, 平台化战略持续兑现

伴随天气转暖以及铺市率提升, 公司第二曲线产品补水啦、果汁茶日均动销提速明显, 且今年公司加大资源支持, 包括代言人邀请、全国分众新潮梯媒广告、全国大型赛事、马拉松等项目赞助, 品牌曝光持续提升, 我们基本维持 2025-2027 归母净利润为 46.5/60.1/73.5 亿元, 同比+40%、29%、22%, 当前市值对应 PE 为 34、26、21 倍, 维持“买入”评级。

智明达 (688636): 2025 年中报点评: 业绩大幅回暖, 利润同比增速超 20 倍

盈利预测与投资评级: 公司业绩符合预期, 我们维持先前的预期, 预计公

司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.11/1.42/1.65 亿元,对应 PE 分别为 51/40/34 倍,维持“增持”评级。 风险提示: 1) 对国家重点领域集团依赖程度较高的风险; 2) 技术开发的风险; 3) 客户集中度较高的风险。

宏观策略

宏观深度报告 20250728：化工转债行情思考和展望

2024 年以来化工板块供、需两侧持续出现催化，本轮“反内卷”行情为其锦上添花，展望后市，行情仍然可期：一是基本面向好，有望迎来“盈利底部向上、新兴产业布局带来估值抬升”的双重催化；二是存续转债中有一半以上为周期顶部发出，当前已经或即将步入回售期且遇上周期上行，化债举措趋于积极；三是化工转债里小盘居多，叠加临期特征，放大了回撤收益的“不对称性”。化工转债有哪些特性？（1）多为周期顶部发出；（2）多为小盘券、小市值标的；（3）正股的机构关注度较低，前十大持仓以散户和游资为主；（4）行情易迅猛短暂，因此常在“第一次或第二次达标时即强赎”；（5）化债举措趋于积极。化工转债预期差的机会如何把握？（1）从板块来看：机构关注度相对较低，是转债市场“相对不卷”的部分，当下板块本身就有较大的预期差。一是，前述周期性因素和基金持仓数据均显示，板块整体关注度仍然较低；二是，化工转债公司的细分产品较多、差异化较大，很难根据单一产品的机会做板块性配置，单券规模又小，投资难以上量；三是，板块多是属于“困境反转”，此前的财务数据、股价等指标偏弱，导致很多稳健性资金受制于“入库标准”，难以参与。因此，化工板块往往是转债投资者忽视的领域，也意味着有机会做出超额。（2）从转债自身特性来看：按照 130 元价格分水岭划分：一是，130 元以下依赖于“促转股意愿”，该阶段关注度和认可度或较低，预期的一致性往往并不高且不强势。行情一旦启动价格上涨较迅猛，建仓的时间机会较短暂，所以“上涨理由”很重要，决定转债能否拿住。二是，130 元以上更多依赖正股阿尔法和资金结构，关注贝塔持续性、龙头表现、资金结构和正股空间。转债若不强赎且流通盘持续降低、余额缩小，则价格上行空间打开，若股债联动性较强，那么赚钱效应将达到最佳。（3）从基本面来看：当前化工公司常见的分歧总结为“持续性、幅度、业绩兑现度”3 点，考虑的原因或有：一是，行业联合挺价，下游是否会因为需求不足导致接受度一般，涨价幅度有限且年化利润有限；二是，供给端出清的强制性是否不足，挺价行情带来丰厚利润是否会因为引起停掉的产线重开，导致供需再次陷入失衡状态。基于历史行情的复盘，可以发现机会总是在分歧中产生，不同的阶段对应不同的博弈点，预期先行、景气改善 → 业绩验证/证伪、股价出现分歧 → 持续验证。当下尚处于第一阶段，从期货市场表现也可以看出品种处于普涨态势，短期来看，三季报将会是一个重要的“去伪存真”的参考依据；Q4 和明年 Q1 将会迎来一个漫长的业绩真空期，可以追踪现货价格，是否会因为非理性囤货而实际需求无法承接导致现货价格下跌，业绩改善不具有持续性。中期来看，首先就“反内卷”政策来看，强调低价无序竞争问题，而供给端出清的强制性和规模尚无法断论是否会像 2014-2016 年相当，不过做多思路依然有律可循，第三部分将展开讨论；其次，2014 年以来化工行情悄然展开，在“库存低位、供给常现海内外出清机会、需求刚需”支撑下，已有多品种出现涨价行情，“反内卷”为锦上添花，助力行情的进一步扩散。当下还能从哪些思路做跟踪？正股估值低+转债的“不对称性”，为高胜率良选，静待拐点；库存较低的品种，易受供、需变量的催化，涨价概率较大；布局成长性板块，抓住估值抬升的机会；优选拥有议价权标的；寻找龙头白马

大体量转债标的类底仓属性；重视小市值和小盘券的弹性。风险提示：（1）“反内卷”等政策效果不及预期风险、行业政策变化风险、或政策理解不全面风险；（2）国内通胀下行超预期的风险。（3）外部环境冲击，例如关税政策的冲击超预期、地缘政治冲突超预期的风险。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：董含星）

宏观深度报告 20250728：汇率：中间价释放升值信号、资金押注补涨

核心观点：7月份以来人民币中间价保持渐进升值，即期汇率相比中间价略显“弱势”，短期看，中美经贸谈判的乐观预期、国内股票市场走强的积极信号以及美元指数延续结构性弱势，均构成支撑人民币汇率升值的因素，中间价一度升破 7.14，释放的强势引导信号也正在被即期汇率吸收消化，人民币渐进升值的趋势短期有加快的迹象，在中间价的引导下，美元兑人民币汇率或再度挑战 7.15 区间，8 月份美元兑人民币即期报价或下移至 7.10-7.15 区间。7 月份以来人民币与美元同步走强：在美元指数维持结构性弱势、A 股稳步上涨等背景下，作为即期汇价指引的人民币中间价加快调升速度，并形成“中间价强、即期汇价弱”的格局，同时在岸、离岸 1 年期美元兑人民币掉期点与利率平价理论值也实现趋同；尽管 6 月底至 7 月初，人民币中间价打破盘整的格局，通过比即期汇价更强的下调释放人民币渐进升值的信号，但是人民币汇率波动率却持续走低，显示当前资金依旧押注人民币汇率或出现“补涨”。出口企业结汇率偏低、“待结汇盘”尚未集中释放。根据国家外汇管理局在“2025 年上半年外汇收支数据情况”新闻发布会上的介绍，2025 年上半年外汇市场供需基本平衡，货物贸易项目资金净流入以及证券投资项目净增持人民币金融资产是跨境资金主要的流入项。（1）二季度“抢出口”继续支撑货物贸易结汇规模回升，导致经常项目差额 1-6 月份总体顺差达到 435.68 亿美元，1-6 月份出口企业主动结汇率均值为 47.13%，而 2024 年同期则为 48.37%，表明出口企业结汇规模虽有回升，可主动结汇率却仍然同比回落，由于二季度乃至上半年人民币汇率的运行区间 7.15-7.35 未触动“待结汇盘”的结汇恐慌；（2）除却主动结汇率依然偏低之外，二季度远期结汇规模也出现回升，4 月至 6 月银行代客远期净结汇合计增长 443.31 亿美元，截至 2025 年 6 月末，代客远期净结汇累计未到期额为 106 亿美元。远期结汇规模扩张显示出口企业预期人民币汇率升值并加大远期结汇成本的锁定。证券投资项目延续顺差、外资风险偏好继续提升。2025 年以来，证券投资科目正在成为稳定人民币汇率的增量。根据国家外汇管理局在“2025 年上半年外汇收支数据情况”新闻发布会上的介绍，上半年外资净增持境内股票和基金 101 亿美元，扭转了过去两年总体净减持态势，尤其是 5-6 月份净增持规模增加至 188 亿美元。风险提示：（1）特朗普政府关税政策反复摇摆，美联储“降息”路径不明确，美债收益率和美元流动性尚有不确定性；（2）中国的宽松政策效应迟滞，人民币资产预期回报率低于市场预期；（3）非美经济体货币汇率异动，亚系货币继续面临 Carry Trade 逆转风险和日本央行加息风险的冲击。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：王洋）

宏观深度报告 20250728：“反内卷”：三重目标下如何去产能、提物价

核心观点：“反内卷”的价格治理，可能三个目标，一是短期治理“价格战”，如对汽车、外卖等行业低价无序竞争的治理；二是中期去产能，即推动落后产能退出、促进供需平衡，包括关停限产式去产能和引导式去产能两种；三是长期推动价格特别是 PPI 持续回升。对价格回升的诉求有多大，将决定去产能的方式和内容。上轮供给侧改革后，PPI

同比经过 10 个月回正，这次需求端缺少“棚改货币化”类的强刺激，中性假设下，PPI 回正可能需要 11-12 个月，明年 9 月达到 1.9% 左右的高点。

1、去产能如何推进？去产能可以分为两种，一种是关停限产式去产能，一种是政策引导式去产能。大的趋势是，直接关停限产的去产能逐步减少，政策引导式去产能增加，政府从发挥主导作用到发挥引导支持作用。早期去产能实践中，更多采用关停限产式去产能。如国发〔1998〕43 号《国务院关于关闭非法和布局不合理煤矿有关问题的通知》。2015 年的供给侧改革，开始两种去产能相结合。如国发〔2016〕7 号《国务院关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》明确提出“市场倒逼与政府支持相结合”的原则，对于一部分不符合产业政策的产能，直接关停；对于其他过剩产能，通过安全、质量、环保、技术等标准的提高，来倒逼产能退出。两种去产能方式各有优缺点。关停限产式去产能的优点是见效快，可以快速缓解产能过剩；缺点是要承担更大的经济压力，并且治标不治本，产能过剩容易反弹。引导式去产能的优点是可以通过去产能实现技术升级，同时更有助于建立市场出清机制，治标更治本；缺点是见效相对较慢。就这一轮“内卷式”竞争的去产能而言，我们认为是引导式去产能为主，关停限产式去产能为辅。基于两方面考虑：一是当前需求端没有大水漫灌的强刺激政策。关停限产式去产能往往需要需求端的强刺激政策配合，这是因为直接关停限产通常会带来更大的经济增长和就业压力。当需求端不采取强刺激政策时，供给端去产能最佳选择是市场化方式，以减轻经济冲击。二是这轮“内卷式”竞争的行业特点决定，上游行业或许适合关停限产式去产能，但中下游新兴行业更需要引导式去产能，这些行业的需求还在不断增长，不适合“一刀切”的关停限产，通过标准提升倒逼落后产能去化，不仅能推动落后产能退出，还能促进行业技术升级。这轮“去产能”可能还有哪些政策？一是提升行业标准，如技术、安全、质量等方面的标准提升，倒逼产能退出；二是可能在政府补贴、出口退税等方面继续严格规范管理；三是不排除一些上游行业可能面临减产的量化目标。

2、“反内卷”还有哪些方向？除了去产能外，“反内卷”的短期方向是治理“价格战”，如约谈外卖平台、时隔 27 年修订价格法、在新能源汽车领域可能开展成本调查和价格监督检查等。此外，“反内卷”还要建立长效机制，打通市场出清机制的堵点。市场出清机制顺利运行，需要满足两个条件，一是价格及时调整，以反映供求关系；二是价格调整后，供求行为能否随之调整。我们当前的堵点主要在第二步，即使价格下跌，供给方仍然不会退出，仍在亏损生产，这带来了产能过剩和“内卷式”竞争。如何打通市场出清机制的堵点？上轮供给侧改革期间的抓手是治理“僵尸企业”，这次“反内卷”的抓手是规范地方政府行为。2015 年去产能期间，大量僵尸企业的存在是市场无法自发出清的主要原因，为此中央做出多次部署，最终清理僵尸企业成效显著，全国处置的煤炭行业“僵尸企业”涉及产能 1.15 亿吨，钢铁行业“僵尸企业”基本出清。当前打通市场出清机制的堵点，关键是规范政府行为。部分新兴产业，由于存在违规补贴，使得企业能够以低于成本的价格销售产品，亏损企业依靠地方政府补贴实现持续经营。因此规范政府行为主要体现在两个方面，一是规范招商引资、禁止违规补贴；二是发展新质生产力要因地制宜，不要一哄而上。

3、“反内卷”如何影响物价？（1）上轮去产能带动 PPI 强势回升，但当前缺少“棚改货币化”类的需求端强刺激，预计回升幅度会略低于 2015-16 年。上轮去产能启动后（2015.11），PPI 环比增速经过了三个月的负增长后，从 2016.3 开始转正，同比增速经过 10 个月的负增长后从 2016.9 开始转

正，同比最高于达到 2017.2 达到 7.8% 的高点。这轮“反内卷”，我们按照 PPI 回升的幅度，给出三种假设：乐观假设：假设供给端去产能力度与 2015-16 年持平，但需求端缺少类似的强刺激，对应 PPI 环比增速为 2015 年 11 月后的一半。这种情况下，PPI 同比在 2025 年下半年为 -3.0%，2026 年 6 月转正，9 月达到最高点 3.86%。中性假设：假设没有类似需求强刺激的情况下，供给端去产能力度弱于 2015-2016 年，对应 PPI 环比增速为 2015 年 11 月后的 25%。这种情况下，PPI 同比在 2025 年下半年为 -3.1%，2026 年 7 月转正，9 月达到最高点 1.92%。悲观假设：假设没有类似需求强刺激的情况下，供给端去产能力度弱于假设二，使得 PPI 无法按照 2015-16 年节奏快速回升，而是缓慢回升。这种情况下，PPI 同比在 2025 年下半年为 -3.3%，2026 年 9 月转正，12 月达到高点 0.9%。（2）对于 GDP 平减指数而言，要靠“去产能”推动价格回升，比 PPI 的难度更大，这是因为 GDP 平减指数的构成里，服务业要重于工业，“去产能”只能推动工业价格回升，对服务业价格作用有限。今年二季度 GDP 平减指数约为 -1.3%，第二产业为 -3.06%，第三产业为 -0.12%，2024 年以来的 6 个季度里，有 4 个季度第三产业 GDP 平减指数负增长，这也是有数据以来第一次。我们在此前报告中指出，如果要促进 GDP 平减指数回升，促消费比去产能更重要。假设采取去产能政策，使得短期工业价格在 2024 年的基础上回升 2 个点，GDP 平减指数将从 2024 年的 -0.7% 回升到 -0.02%，仍不足以走出低通胀；但如果促消费政策力度更大，使得服务价格回升 2 个点，GDP 平减指数将从 -0.7% 回升到 +0.39%，加上消费回暖带动的商品价格回升，最终 GDP 平减指数还会更高。从实践来看，需要“去产能”和“促消费”双管齐下，后者更重要。（详见《走出低通胀：“去产能”和“促消费”谁更有效？》）风险提示：（1）“反内卷”政策正处在逐步落地过程中，许多政策细节还有待进一步明确。（2）影响价格的因素很多，除了政策发力之外，还有很多因素是无法把控的，如国际油价的变动，还有供给端猪周期的变动、气候因素的影响等等。（3）如果经济其他方面发生较大变化，“反内卷”政策可能也会有变，如房地产、出口、消费等需求端变化。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：占烁）

宏观点评 20250727：下一阶段轮动到哪些行业？

增量资金由两融和保险贡献：4 月末以来，市场持续上行，呈现增量资金驱动的变化。我们对增量资金进行拆解，发现从各项指标来看，增量资金呈现明显的结构化流入，尤其是 6 月底以来的增量资金，主要由融资盘和保险资金贡献。北向资金：今年以来，北向资金持股市值在 2.3 万亿中枢附近波动，6 月下旬以来北向资金持股市值开始下滑，北向资金活跃程度（成交额占 A 股比例）自 5 月以来中枢下移，6-7 月在 8%-12% 区间内窄幅波动，近期已经下行至 6% 附近，接近 4 月 7 日左右水平。两融余额：自 6 月下旬开始加速上行，目前已经接近 2025 年 3 月 1.95 万亿的历史高点。机构资金：公募基金（含混基）整体股票仓位自 5 月 14 日后开始持续下降，目前降至 2024 年 9 月末之前的水平。保险资金：6 月以来举牌明显加快，2025 年以来半年举牌数接近 2024 年全年，主要集中在大金融板块，保险资金权益仓位有所提升。风格从“哑铃”向全板块扩散：4 月初至 6 月中旬市场持续上行的过程中，微盘股和银行股是市场主要的方向，呈现“哑铃”交易结构，而其他大、中、小盘均呈现横盘震荡的趋势。6 月末至 7 月初全市场板块均开始上行，小盘相对中、大盘斜率更高，7 月中旬银行板块见顶后，其他板块则继续接力，风格从“哑铃”全面扩散。行业快速轮动：4 月 7 日至今，单日的领涨概念重复度均

值持续在 16%附近，说明市场热点分布较为分散，与前日相比上涨的主题重复度偏低，热点上行缺乏持续性。综合选择上涨相对持续时间较长的概念所属的大主题，最多 2 至 3 个交易日，市场热点就会向下一个主题进行切换，除稳定和反内卷外，市场选择的领涨主题几乎没有再重复，呈现了明显的快速轮动特征，与资金结构化流入的特征一致。7 月中旬以来，热点板块上涨持续时间较前期变长，结合市场整体成交额中枢提升来看，市场交易情绪更加积极。 大势研判：从资金结构来看，二季度至 7 月初，市场风格体现为自下而上微观逻辑驱动和流动性驱动的上涨。二季度的经济基本面在政策发力较多的方面有较好的需求提升，如“以旧换新”、城市更新，以及“抢出口”和“抢转口”带来的边际增量，进入三季度，经济基本面相对二季度环比提供的增量可能有限，但仍然处于较为稳健的增长阶段，整体来看三季度的市场表现应当仍然较为乐观。市场更加关注的风险可能在边际增量有限的情况下，四季度是否能获得进一步的政策托举，可重点观察四季度的重要会议释放的信息。短期来看，市场情绪偏强，进入基本面真空期和会议指引政策预期加强的时间区间，指数下行风险偏低，如果机构、外资等增量资金接力流入，上行的动力可能会加强。 下一阶段板块选择：在资金流入结构不发生大幅度变化的过程中，市场的交易风格短期可能不会发生大的变化，跟随政策预期变化，热点轮换的过程仍将持续，但单一热点持续的时间可能会相对变长。因此，交易策略建议均衡布局以下类型的行业：一、市场轮动过程中的行业选择思路沿着对于未来即将到来的政策和重点事件预期，如（1）“反内卷”交易下，供给端政策落地可能性最大的、前期行业竞争最激烈的、价格低于成本的、行业自律调控思路已基本明细的、下游需求有可能短期改善的光伏、煤炭、化工行业（2）科技行业中近期有催化、前期涨幅偏弱的板块，如机器人板块；二、本轮上涨的过程中，暂未轮动到的上涨幅度较小、调整时间较长的板块，如酒类、服务消费、地产开发等板块。 风险提示：（1）政策出台时间、落地时间不及预期；（2）融资盘接近前期高点出现资金拥挤风险；（3）基金仓位估算数据与真实数据存在误差。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：潘京）

宏观量化经济指数周报 20250727：“反内卷”尚未改变货币政策态度
观点 周度 ECI 指数：从周度数据来看，截至 2025 年 7 月 27 日，本周 ECI 供给指数为 50.10%，较上周回落 0.03 个百分点；ECI 需求指数为 49.93%，较上周回升 0.02 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 49.96%，较上周回升 0.03 个百分点；ECI 消费指数为 49.72%，较上周回升 0.01 个百分点；ECI 出口指数为 50.24%，较上周回升 0.01 个百分点。 月度 ECI 指数：从 7 月前四个周的高频数据来看，ECI 供给指数为 50.12%，较 6 月回落 0.04 个百分点；ECI 需求指数为 49.92%，较 6 月回落 0.01 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 49.96%，较 6 月回落 0.01 个百分点；ECI 消费指数为 49.71%，较 6 月回落 0.04 个百分点；ECI 出口指数为 50.23%，较 6 月回升 0.03 个百分点。从 ECI 指数来看，7 月份供需两端均出现了边际回落的现象，一方面受到季节性因素影响，另一方面与近期发内卷政策以及消费品以旧换新政策接续问题的扰动有关。但整体来看，需求端未出现明显的下行风险，且 7 月出口高频数据指向出口仍具有较强韧性，需进一步关注中美第三次会谈的结果。工业生产方面，近期反内卷政策带动市场情绪改善，钢材、玻璃等资源品价格继续边际回暖，而工业生产景气度则整体保持平稳，主要行业开工率环比变化不大；出口方面，由于中美关税豁免日期的临近，我国再次出现了小幅“抢出口”的现

象，我国监测港口累计完成货物吞吐量明显回暖，且整体强于上月同期，但从近期不断走弱的海运价格来看，后续出口仍面临一定下行风险。ELI 指数：截至 2025 年 7 月 27 日，本周 ELI 指数为 -0.81%，较上周回升 0.10 个百分点。“反内卷”政策演化或尚未改变货币政策态度。7 月份度过税期之后，银行间狭义流动性出现收紧迹象，不仅隔夜资金利率冲高至 1.50% 以上，而且公开市场到期逆回购连续净回笼，7 月 21 日至 7 月 24 日逆回购操作合计净回笼达到 6723 亿元，在本周“反内卷”政策催涨大宗商品价格、提振股市风险偏好的背景下，利率市场联系到 2015 年至 2016 年供给侧改革开启后货币政策转向“加息”的记忆。然而我们认为，当前“反内卷”政策的演化尚未改变货币政策呵护流动性的态度，从充分性与必要性来看均缺乏足够的条件：（1）从充分条件看，“反内卷”政策快速推高煤炭、钢材和新能源金属等大宗商品价格，“通胀溢价”面临抬升的风险，从低通胀进入“再通胀”阶段一般伴随着利率底部回升和货币政策从宽松走向中性，但是从 10 年前的经验来看，“再通胀”的前提是产出缺口闭合，从 7 月 1 日“反内卷”政策进入部署落实阶段至今，多晶硅等新能源金属和煤炭等黑色系商品的“涨价”更多表现为基于政策预期的情绪性拉涨，以多晶硅为例，截至 7 月 25 日，GFEX 多晶硅主力合约收报 51025 元/吨，而同期 N 型多晶硅料报价则为 46.6 元/千克，多晶硅期货升水 4425 元/吨，现货价格涨幅未及期货价格涨幅，现货供需还未出现市场期待的“去产能”再平衡，因此“再通胀”仍需时日兑现；（2）从必要条件看，“反内卷”在供给侧加快“去产量、去产能”的同时，或也会导致上下游产品需求收缩，从“护航”反内卷政策落实来看，当前也需要货币政策保持流动性适度宽松，以稳定需求端。综合“反内卷”政策预期与落地节奏，当前商品价格涨价还不足以触发货币政策从宽松走向中性，7 月 25 日逆回购操作规模再度大幅净投放 6018 亿元，预计 7 月底跨月之后，资金面或重新宽松，主要期限资金利率或再度向政策利率收敛。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 20250727：海外分析师上调 25Q2 美国 GDP 增长预期

核心观点：本周财报优异表现与美日贸易协定提振市场情绪，美股再创新高，标普 500、纳斯达克指数分别收涨 1.46%、1.02%；而长短端美债利率则在鲍威尔被提前解雇风险缓和和贸易局势缓和下走势出现分化，10 年期美债利率降 2.77bps 至 4.388%，2 年期美债利率升 5.41bps 至 3.923%。在近期经济数据整体边际走强的背景下，本月分析师小幅上调 Q2 美国 GDP 增速预期，但反映核心增长的消费&固定资产投资分项仍然偏弱。此外关税带来的生产与消费活动前置和对需求拉动型通胀的压制或令 Q2 美国 GDP 增速不及预期。向前看，下周公布的 7 月美国非农数据或在低预期值的背景下再度超出市场预期，届时市场对 9 月的降息预期或因此进一步回调。大类资产：财报优异表现与美日贸易协定提振市场情绪，美股再创新高，长短端美债利率走势分化。本周多家上市公司财报季盈利稳健，叠加美日达成贸易协议提振市场情绪，美股大涨并再创新高；而长短端美债利率则在鲍威尔被提前解雇风险缓和和贸易局势缓和下走势出现分化。整体来看，全周（7 月 21 日至 25 日）10 年期美债利率降 2.77bps 至 4.388%，2 年期美债利率升 5.41bps 至 3.923%，美元指数跌 0.85% 下行至 97.65；标普 500、纳斯达克指数分别收涨 1.46%、1.02%；黄金价格则在避险情绪降温的背景下全周收跌 0.38% 至 3337 美元/盎司。具体来看，支撑本轮美股

创新高的背后的有以下几个宏观因素：①财政：特朗普《大美丽法案》落地后，财政政策与 TGA 回补的不确定性消失。②关税：当 TACO 的一致预期不断强化，市场对关税相关新闻愈发脱敏，FOMO（Fear of Missing Out，即如果判断错误提前止盈，则容易大幅跑输市场基准表现）开始成为市场主导情绪。③货币：无论鲍威尔是否提前离任，未来美联储都可能将开启一轮的宽货币周期。④经济：近期增长好于预期，通胀弱于预期的宏观经济环境与美联储宽松的货币政策方向让市场再度预期 Goldilocks（金发女孩经济）。⑤财报：经济企稳与财报超预期让分析师开始上修 FY26 EPS，同时美元贬值导致会计层面上美股海外利润增加，从而进一步提振企业 EPS 表现。

海外经济：分析师上调 25Q2 美国 GDP 增长预期。景气指标方面，7 月标普全球美国制造业 PMI 录得 49.5，预期 52.7，前值 52.9；服务业 PMI 录得 55.2，预期 53，前值 52.9。地产方面，6 月美国成屋销售环比-2.7%，预期-0.7%，前值由+0.8%上修至+1.0%，销售价格中位数同比+2%；6 月新屋销售环比+0.6%，预期+4.3%，前值由-13.7%上修至-11.6%。增长方面，分析师小幅上修 Q2 美国增长预期。①模型：截至 7 月 25 日，亚特兰大联储 GDPNow 模型对 25Q2 美国 GDP 最新预测值为+2.4%；截至 7 月 25 日，纽约联储 Nowcast 模型对 25Q2 美国 GDP 预测值为+1.68%。②分析师：根据彭博在 7 月 18-23 日对 86 名分析师的调查问卷，当前分析师一致预期 25Q2-25Q4 美国 GDP 季环比年率增速分别为 2.1→0.9→1.2%，对 Q2 GDP 增速较上月的+2.1%小幅上修；预期未来 1 年美国陷入衰退概率 35%，持平前值。整体来看，虽然各方对 25Q2 美国 GDP 预测值在 1.5-2.5%的区间，较 Q1 的-0.5%大幅反弹，但这更多来自 Q1 美国贸易商“抢进口”带来的库存周期扭曲，反映核心增长的消费&固定资产投资分项仍然偏弱。此外由关税带来的生产与消费活动前置也可能在一定程度上拖累 Q2 美国经济表现。最后，关税给 PCE 带来供给驱动型通胀压力的同时，也压制了需求拉动型通胀，这使得服务消费表现更易疲软。因此我们需要警惕美国经济超预期走弱，Q2 GDP 数据不及预期的风险。通胀方面，分析师小幅下修未来几个季度通胀预期。①分析师：最新分析师一致预期 25Q3-26Q2 美国 CPI 同比增速分别为 3.0→3.1→3.0→3.1%，25Q2-26Q2 美国 PCE 同比增速分别为 2.4→2.8→3.0→2.8→2.8%，其中对 25Q3-26Q2 的 CPI 和 PCE 预测值均有小幅下修。货币政策方面，分析师维持首次降息在 2025Q3 的预测。①分析师：最新分析师一致预期 25Q3-25Q4 美联储政策利率上限分别为 4.25→4.00%，即预期下一次降息在 25Q3，全年降息 2 次，与上月预期一致。②交易员：最新联邦基金期货模型显示，交易员预期 2025 年 9 月降息概率为 66.4%，到 12 月累计降息 1.75 次/43.7bps。

非农前瞻：7 月非农或再度超预期进而令 9 月降息概率回落。北京时间 8 月 1 日晚 20:30，BLS 将公布 7 月美国非农就业数据。彭博一致预期显示当前 50 名分析师对 7 月新增非农中值预测 10.9 万，标准差 2.6 万，失业率预测中值 4.2%。需要注意的是，美国非农就业数据“先超预期，后下修”的情况已经屡见不鲜，加之 10.9 万的预测中值为今年 3 月以来的新增非农就业的最低水平，因此 7 月非农就业存在很大的概率再度超预期。同时由于市场习惯性交易非农就业初值超预期的“强劲”而忽略后续值“下修”，因此 7 月非农数据或令 9 月降息预期进一步回落。在数据细节上，我们仍需关注 7 月 ADP 与非农就业在医疗行业上的分歧是否继续加大，剔除医疗与政府就业后的美国新增非农就业是否依然疲软。

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）

行业

推荐个股及其他点评

希荻微 (688173)：定制化电源芯片精准出击，模拟细分龙头再起航
投资要点 希荻微致力于成为模拟芯片领域中细分赛道的国际领先企业，提供业界领先的模拟和电源管理芯片和方案，使能全球高效智能系统应用。希荻微 2024 年业绩呈现营收增长态势，全年营业总收入更是较上年同期大幅增长 38.58%至 5.46 亿元，出货金额增长显著，音圈马达驱动芯片产品线成为重要增长动力。公司多产品线赛道布局，为业务稳健发展筑牢根基，目前主要产品线涵盖电源管理芯片、信号链芯片两大板块，产品广泛应用于消费电子与汽车电子等领域。
电源管理芯片：兼具高集成度与高能效优势，精准适配多场景用电需求。希荻微作为国内领先的电源管理芯片供应商，在电源管理领域技术实力强劲。公司的电源管理芯片具备丰富的产品线，涵盖 DC/DC 转换、锂电池充电管理、电源转换芯片等多个类别，可提供多种不同功能与规格的芯片选择。
消费电子领域：绑定头部平台，快充技术领先。希荻微凭借深厚的技术底蕴与前瞻布局，成功绑定高通、联发科等头部主芯片平台厂商，为自身产品的广泛应用筑牢根基。其多款

消费级 DC/DC 芯片较早便打入 Qualcomm 平台参考设计，得以深度融入移动终端电子设备核心供电体系，为智能手机、可穿戴设备等的 LPDDR、内存、AP、GPU、OTG 功能、WiFi 模组、摄像头模组、屏幕等关键单元稳定供电。汽车电子领域：车规认证突破，高端平台导入。公司持续聚焦汽车电子关键应用场景，在智能座舱、汽车天线、车身控制、高级驾驶辅助系统（ADAS）等领域发力，致力于提供升/降压 DC/DC、线性电源 LDO、智能高/低边开关、摄像头 PMIC 等一系列满足车规要求的优质产品，不断提升产品在汽车电子市场的渗透率与影响力，随着汽车智能化、电动化趋势加速，希荻微有望凭借领先的技术与丰富的产品布局，在汽车电子领域创造更大价值。盈利预测与投资评级：考虑公司在消费电子领域新品的快速推出，及并购标的并表。我们预计公司 2025-2027 年总体营业收入将达到 10.70/15.33/18.91 亿元，归母净利润分别达到 0.14/1.57/2.36 亿元，对应 PE 分别为 416/36/24 倍。考虑公司通过并购逐渐丰富自身产品料号，扩大营收规模，形成规模效益；以及自动对焦芯片、光学防抖芯片等强势产品的持续放量。首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：收购事项不确定性风险、宏观环境和行业波动风险、供应链风险、人才流失风险。

（证券分析师：陈海进 研究助理：谢文嘉）

民士达（833394）：2025 中报点评：新能源汽车领域持续增长，高附加值产品占比及盈利能力稳步提升

投资要点 多领域需求驱动芳纶纸放量，撬动 2025H1 归母净利润同比+42%。公司发布 2025 年半年度报告，实现营收 2.37 亿元，同比+27.91%；归母净利润 0.63 亿元，同比+42.28%；扣非归母净利润 0.61 亿元，同比+55.70%。业绩同比增长主要系国内新能源汽车、风电、光伏、储能、AI 智能数据中心等行业持续高速发展，带动驱动电机、各类变压器市场需求增长，欧美电网升级及算力需求扩张，加之公司持续加大海外市场开发力度，推动芳纶纸在电气绝缘领域销量同比增长。受原料采购价格下降及销量增长带动产能利用率提升的双重影响，单位销售成本同比下降，同时高附加值产品销售占比同比提升，推动销售毛利率同比+2.81pct 至 40.38%，销售净利率同比+3.75pct 至 26.08%。2025H1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.41%/2.99%/4.94%/-1.30%，同比+0.17/-0.68/-2.07/-0.14pct。芳纶纸主业稳健增长构筑基本盘，复合材料业务突破贡献新增量。1）芳纶纸：芳纶纸业务为公司核心支柱，2025H1 该业务营收同比+22.76%至 2.27 亿元，占比同比-1.91pct 至 95.45%，毛利率同比显著提升 4.09pct 至 41.91%，持续夯实公司盈利根基。2）复合材料：子公司新能源汽车驱动电机应用步入正轨，产能释放与客户导入进程加速，带动产销规模跨越式增长。2025H1 该业务营收同比激增 1185.27%至 0.10 亿元，营收占比+1.90pct 至 4.30%，盈利空间有望随规模效应持续打开。公司创新研发能力突出，下游应用需求与国产替代并驱业绩增长。1）产品创新能力强：公司自 2009 年成立以来即深耕于芳纶纸领域，产品打破美国杜邦公司全球独家垄断，使我国成为世界上第二个能够生产芳纶纸的国家。公司产品型号及品种结构已涵盖芳纶纸主要应用领域，产品种类包括间位芳纶纸、对位芳纶纸两大系列，主要应用于电气绝缘和蜂窝芯材两大领域，经过十余年发展，已成为国内芳纶纸行业龙头企业和国内规模最大的芳纶纸制造企业。2）客户资源优：经过多年持续发展，公司市场认可度和品牌知名度逐步提升，主要直接客户或终端客户涵盖中航集团、中国中车、瑞士 ABB 公司、德国西门子、德国迅斐利公司、法国施耐德公司、松下电器等国内外知名企

业。盈利预测与投资评级：未来随着新能源汽车、风力发电、光伏发电、算力、国产大飞机等应用领域需求增长，以及高速列车、地铁轻轨及电网改造的进程加快，变压器等设备用芳纶绝缘纸的市场将迎来新的增长点。预计公司 2025~2027 年实现归母净利润分别为 1.34/1.71/2.16 亿元（2025/2026 前值为 1.27/1.57 亿元），对应最新 PE 为 47.29/37.03/29.38x，维持“买入”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）

高测股份（688556）：光伏反内卷加速供给侧优化，硅片代工龙头二季度有望扭亏

投资要点 供给侧酝酿变化，反内卷有望推动行业价格上行：2025 年 7 月以来中央财经委员会指出，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出；工信部部长主持召开第十五次制造业企业座谈会，学习贯彻习近平总书记重要指示批示精神，各环节价格陆续回升，目前国内 N 型 18x 硅片价格已回升至 1.1 元/片，环比持续提价。

高测整合切片资源，规模&产能利用率上行提升边际盈利能力：高测正在整合切片资源，一方面对客户来说，可以盘活切片产能产生现金流度过难关，另一方面对高测来说只要边际收益为正即可，高测人力成本和采购成本更低，切片的良率更高、团队管理效率更高，具备更强的切片技术优势，双方可以共赢，目前高测的切片产能利用率已经提升至 85%，摊薄设备折旧、规模效应进一步增强，提升边际盈利能力。

切片代工模式不断渗透，高测有望享切片+耗材+设备技术闭环红利：高测的切片设备+金刚线均处于行业领先，形成设备+耗材+工艺闭环后不断强化 knowhow。我们认为短期高测受益于行业集中度分散，长期受益于产业分工趋势，目前来看公司客户逐步从硅片行业新玩家延伸至行业头部玩家；中长期看，硅料产能释放后，硅片行业将进入买方市场，企业会更加注重自己的优势环节以获得更强的研发效率，产业分工会日益明确。高测在单一环节投入大量研发可以建立低成本技术壁垒，后续通过规模优势进一步提高竞争力。

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测分别为 0.53/1.27/2.41 亿元，当前市值对应 PE 分别为 139/57/30 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示：光伏行业需求不及预期，新技术研发不及预期，新业务产业化不及预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意）

中烟香港（06055.HK）：境内免税烟草制品管理办法征求意见稿发布【勘误版】

投资要点 公告概要：国家烟草专卖局 7 月 25 日发布《境内免税市场烟草制品管理办法》，据中烟香港（后称“公司”）初步了解，具备烟草进出口国营贸易资格唯一企业为中国烟草国际有限公司，公司积极与中国烟草国际洽谈达成共识，保持中国境内免税卷烟业务。公司目前从事自烟草总公司采购卷烟并独家销售至泰国、新加坡、中国香港及澳门的免税市场以及中国境内免税市场卷烟业务，2024 年公司收入 10%来自中国境内免税卷烟业务。

政策背景：此项政策起草背景是，当前境内免税市场烟草制品经营存在部分企业经营行为不规范、部分境外生产的烟草制品来源不明、物流追溯信息缺乏以及与此相关的出口回流、走私、非法邮寄等问题。定调这些行为损害国家税收利益、冲击市场秩序、损害消费者合法权益，因而出台政策针对性加强监管，维护良好市场秩序。

实际影响解读：1）受管主体

方面：此管理办法针对向中国境内免税市场供应免税烟草制品和在中国境内免税市场从事免税烟草制品批发零售业务两种场景，即为免税市场烟草制品中的零售和批发两种场景，即免税商和烟草制品批发商两类经营主体。2) 管理品类方面：覆盖卷烟、雪茄烟、烟丝等烟草制品的日常经营管理、追溯管理和监督检查，且明确规定加热卷烟及电子烟等新兴烟草制品不得在境内免税市场销售。3) 经营管理要求：按照国营贸易方式对免税烟草制品进出口进行统一管理。由零售企业提出采购需求，由批发企业向供货企业采购后，将免税烟草制品进出口至境内免税市场。每年销售计划由主管部门向批发企业下达。并且明确规定了零售、批发、供货企业的条件。卷烟进出口业务或将进一步发展：公告共识的落实取决于 1) 法规草案生效，中烟国际成为中国境内免税市场唯一批发企业；2) 本公司遵循适用法律法规。若法规生效，可能带来公司卷烟进出口业务进一步发展。过去 5 年卷烟进出口毛利率从 4.8% 提升至 17.6%，2024 年卷烟出口业务毛利额占总毛利额 20%。盈利预测与投资评级：中烟香港作为中国烟草“走出去”业务平台中烟国际旗下唯一上市公司，主营业务烟叶类产品进出口稳健发展，卷烟及新型烟草产品出口打开向上弹性，进一步整合境外产业链资源空间可期。由于关税和地缘政治等影响进出口业务节奏，我们下调公司盈利预期，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 8.7/10.1/11.3 亿港元(前值为 9.6/10.6/11.9 亿港元)，对应 PE 为 26/22/20 倍，维持“买入”评级。风险提示：各国对烟草相关产品管控政策变化、各国烟叶种植及购销政策变化、地缘政治带来的进出口贸易受阻风险等。

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：石琦瑄

证券分析师：王琳婧)

绿色动力 (601330)：25Q2 供热同增 133%进一步加速，提质增效提 ROE 逻辑持续兑现

投资要点 事件：7 月 24 日，公司发布 2025 年第二季度主要经营数据。2025H1 供热量翻倍以上增长，稳定运营期持续成长。2025Q2 公司垃圾进场量 371.57 万吨(同比+4.86%，环比+8.06%)，发电量 13.03 亿度(同比+3.54%，环比+5.41%)，上网电量 10.82 亿度(同比+0.88%，环比+4.89%)，吨发电量 351 度(同比-1.26%，环比-2.45%)，吨上网电量 291 度(同比-3.80%，环比-2.93%)，供汽量 29.04 万吨(同比+132.69%，环比+29.01%)，2025Q2 供热同比增速较 2025Q1 的 97%进一步加快。按 1 吨蒸汽 200 度电还原发电量和上网电量，还原后吨发为 366 度(同比+1.13%，环比-1.68%)，还原后吨上网为 307 度(同比-0.94%，环比-1.99%)。2025H1 公司累计垃圾进场量 715.43 万吨(同比+2.10%)，发电量 25.39 亿度(同比+1.62%)，上网电量 21.13 亿度(同比+1.99%)，吨发电量 355 度(同比-0.47%)，吨上网 295 度(同比-0.10%)，供汽量 51.55 万吨(同比+115.69%)，还原供热后的吨发为 369 度(同比+1.63%)，还原后吨上网为 310 度(+2.41%)。公司实现供热量翻倍提升的同时表现吨上网保持稳定，按供汽单价 150 元/吨测算，2025H1 供汽收入约 0.77 亿元，同比+0.41 亿元，供汽业务利润率高且无应收风险，增厚盈利改善现金流。垃圾焚烧提分红+提 ROE 核心逻辑兑现典范！自由现金流大增、分红超预期且仍有提升空间。2024 年公司简易自由现金流 10.7 亿元(+318%)，25Q1 为 1.57 亿元(+94%)，2024 年每股派息翻倍，分红比例 71.5%(同比+38.2pct)，远超分红承诺底线。当前 A 股股息率 4.01%，港股 6.19%。我们根据“(简易自由现金流-财务费用)/归母净利润”测算 2025/2026 年分红潜力达 117%/131%，分红比例仍有提升

空间。激励锁定持续增长，25Q1 运营提质增效 ROE 提升超预期。2024 年运营收入占比 99%，建造影响见底。2024 年 12 月，公司发布股权激励计划草案，2026-2028 年扣非归母净利润考核目标不低于 7.11/7.42/7.73 亿，对应 2024-2026 年复增 10.9%，2027 年/2028 年同增 4.4%/4.2%。2025Q1 业绩增速 33%，加权 ROE 为 2.27% (+0.51pct) 超预期，得益于供热拓展（25Q1 同增 97%）、污泥掺烧、降本增效等，2025Q2 供热拓展进一步加速。此外，2025 年 6 月，公司与亚洲联合基建签订战略合作协议，有望拓展境外轻资产业务。盈利预测与投资评级：公司进入稳定运营期，提分红+提 ROE 逻辑兑现典范，25H1 供热量翻倍带动业绩高质量增长，预计自由现金流将持续增厚，分红仍有提升空间。我们维持 2025-2027 年归母净利润预测 6.50/7.18/7.60 亿元，对应 16/15/14 倍 PE，维持“买入”评级。风险提示：应收风险，危废项目减值风险，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）

纳科诺尔 (832522)：干法电极设备持续突破，固态稀缺龙头大有可为
投资要点

事件：1) 7 月 19 日，纳科诺尔宣布固态电池关键设备正式交付头部客户，标志着公司在固态电池装备领域的技术突破进入产业化应用阶段；2) 7 月 24 日，清研纳科自主研发的高速宽幅（固态）干法电极设备顺利交付至国内头部主机厂，为国内首台高速宽幅干法电极成膜复合设备，标志着公司在固态电池前沿制造技术领域实现关键突破，进一步验证了公司干法电极设备的技术成熟度与产业化适配能力。

头部企业开启引领，干法设备迭代加速。干法设备端，我们认为此前难点在于缺乏头部企业引领，原理技术主要为设备厂而非电池厂主导开发，因此缺乏最核心电池端的经验支持，最终无法有效贯通纤维化+极片成膜的工艺（如设备端认为材料工艺不行，材料端认为设备无法减薄）。而 25 年下半年看，固态电池中试线进入密集落地期，头部厂商对设备+材料进行调试改造，开始真正引领固态设备的发展，我们预计干法等核心设备开启加速迭代，后续有望看到订单持续落地，产业化节奏或超预期！

公司干法设备优势突出，单 gwh 价值量提升较大。公司干法成膜设备竞争优势突出，本次交付客户为广汽研究院，幅宽 800mm，速度最高 50m/min，为国内首台高速宽幅干法电极设备，单 gwh 价值量有望超 3 千万，此外公司横向布局电解质转印设备、锂带压延设备、等静压设备等，我们预计单 gwh 价值量有望接近 1 亿元（此前传统液态设备 600-800 万元），增量弹性空间较大。此外，头部企业引领固态干法设备后，也有利于推动液态干法设备的突破放量，纳科诺尔已形成优先卡位优势，有望成为全球干法龙头厂商！

盈利预测与投资评级：由于固态电池行业进展超预期，我们调整公司 25-27 年归母净利润至 1.6/2.4/3.7 亿元（此前预期 1.8/2.4/3.2 亿元），同增 1%/46%/56%，对应 PE 为 54/37/24 倍，评级由“增持”上调为“买入”。

风险提示：客户拓展不及预期，新技术进展不及预期，行业竞争加剧。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：朱洁羽

证券分析师：阮巧燕 证券分析师：朱家佟 证券分析师：余慧勇）

高能环境 (603588)：2025 年半年报点评：业绩同增 21%，资源化项目经营表现提升

投资要点 事件：公司公告 2025 年半年报，2025 年上半年公司实现营业收入 67 亿元，同比减少 11.2%；归母净利润 5.02 亿元，同比增长 20.85%；扣非归母净利润 4.54 亿元，同比增长 10.24%。收入增长，利润率提升。2025 年上半年公司实现营业收入 67 亿元，同

减 11.2%；归母净利润 5.02 亿元，同增 20.85%；扣非归母净利润 4.54 亿元，同增 10.24%。2025 年上半年，公司销售毛利润 12.2 亿元，毛利率/销售净利率分别为 18.21%/8.49%，同比提升 3.93pct/0.39pct。其中，1）固废危废资源化利用：2025 年上半年营业收入 52.05 亿元（同比-8.3%），毛利润 6.98 亿元（同比+40.36%），毛利率 13.41%（同比+4.65pct），其中，靖远高能净利润 1.09 亿元（同比+37.61%），金昌高能净利润 1.04 亿元（24 年同期基本无贡献），靖远高能和金昌高能表现良好，江西鑫科净利润 0.42 亿元，同比有所下降，我们预计主要系工艺策略调整的阶段性影响，高能鹏富净利润 0.30 亿元，经营稳定。资源化板块经营情况逐步提升，2025 年上半年，靖远高能延伸产品深加工链条，金昌高能专注“铂族金属”等稀贵资源的回收提纯，江西鑫科完成团队重组与经营策略调整，运营质量明显改善，高能鹏富、珠海新虹、重庆耀辉等项目发挥自身优势，在提高自身效率和运营能力的同时，给江西鑫科做好原料保障和供应工作。整体构建了以铜、铅、镍为主线，金、银、铂族等为核心盈利点的协同生产格局，资源整合与产业链协同成效初显。2）环保运营服务：2025 年上半年营业收入 9.04 亿元（同比+2.3%），毛利润 4.49 亿元（同比+7.94%），毛利率 49.71%（同比+2.59pct）。垃圾焚烧运营良好，危废无害化经营情况整体改善。3）环保工程：2025 年上半年营业收入 5.92 亿元（同比-40.0%），毛利润 0.73 亿元（同比-55.42%），毛利率 12.35%（同比-4.26pct）。工程板块公司调整策略，聚焦优质项目。现金流表现优异，经营活动净现金流提升，资本开支下降。2025 年上半年公司 1）经营活动现金流净额 3.47 亿元，同比增加 214.01%，主要系公司不断加大回款力度，回款效果较好，同时控制存货余额；2）投资活动现金流净额 1.33 亿元，同比增加 120.92%，主要系报告期公司主要建设项目基本完成，投资支出减少所致，此外 2024 年同期公司支付小股东股权收购款；3）筹资活动现金流净额-6.13 亿元，同比减少 189.62%。重视再生资源的资源价值，深度资源化布局价值凸显。资源化业务通过物理或化学处理工艺，提取固废或危废中有回收利用价值的元素资源，并进一步加工生产成为产品。通过品类横向扩张+产业链纵向延伸，公司已实现金属类资源化深度布局，产品从铜、铅、镍进一步拓展到铋、锑、金、银、铂、钯等，项目获取处置加工再生运营收益外，重视全产业链布局下，再生资源的资源价值。盈利预测与投资评级：公司资源化项目经营情况稳步提升，我们上调 2025-2027 年归母净利润预测从 6.3/7.5/9.1 亿元至 8.0/9.1/10.5 亿元，2025-2027 年 PE 为 12.4/11.0/9.5 倍（2025/7/25），维持“买入”评级。风险提示：原材料价格波动，产能利用率不及预期，竞争加剧。

（证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩）

信宇人（688573）：锂电干燥设备龙头，差异化布局卤化物电解质解决方案

投资要点 锂电干燥设备龙头，积极拓展新能源与新兴领域信宇人专注于锂离子电池智能制造装备领域，主要从事以干燥设备和涂布设备为核心的高端装备研发、生产与销售。作为“国家级重点专精特新‘小巨人’企业”，公司产品涵盖锂离子电池生产设备及其关键零部件，并积极拓展氢燃料电池、光电、医疗等新兴领域，为客户提供高端装备和自动化整体解决方案。近年来，公司在持续夯实锂电领域竞争优势的基础上，持续向设备核心零部件延伸，构建了“高端装备+工艺+新材料”三位一体的研发体系，形成了较强的技术优势和市场竞争能力。业务拓展至液态锂电制造全环节，开创性推出 SDC 涂布机 公司产品矩阵完善，覆盖锂电制造中、后道设备。公司产

品涵盖锂电池干燥设备、涂布设备、辊压分切设备、电芯装配线以及氢燃料电池设备等多个领域，能够为客户提供多元化的智能制造高端装备及自动化解决方案。公司 SDC 涂布机具备涂布速度快、涂膜均匀性好、涂布窗口宽、涂液粘度范围广、涂布缺陷少、涂液利用率高等优势，在行业内具有较强竞争力。此外，公司全自动真空烘烤线采用隧道式高真空除水技术，节能高效、温控均匀，广泛应用于极片及电芯干燥环节，市场认可度较高。公司推出卤化物电解质干法解决方案，差异化布局固态电池设备&材料。信宇人固态电池材料项目未来将围绕低成本、高离子电导率卤化物固态电解质，开发“能量型+快充型”双路线布局，计划3年内建成量产中试线，推动能量型电解质装车验证与快充型适配无人机与超充桩场景。公司开发的“能量型+快充型”两条固态电解质路线，均采用公司自研、自产干法成膜一体机。（1）能量型：重点开发稀土替代型卤化物，通过水相合成工艺降低材料成本至20万元/吨以下，并实现室温离子电导率 $>1\text{ mS/cm}$ ，固态电池能量密度 $>400\text{ Wh/kg}$ 。（2）快充型：优化其与高镍正极的界面适配性，设计卤化物-硫化物梯度复合电解质，引入锂离子高速传输通道结构，降低迁移能垒从而提高离子电导率，支持5C级快充。盈利预测与投资评级：信宇人深耕锂电设备领域，差异化布局固态电池前道设备。我们预测公司2025-2027年归母净利润为8.5/54.7/79.4百万元，当前股价对应PE估值水平分别为346/54/37x。考虑到公司差异化布局固态电池前道解决方案，有望充分受益于固态电池产业化，首次覆盖给予公司“增持”评级。风险提示：下游扩产不及预期，新业务拓展不及预期，业绩扭亏为盈不及预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意）

东鹏饮料（605499）：2025H1业绩点评：业绩符合预期，平台化战略持续兑现

投资要点 事件：公司发布2025年半年度业绩公告，25H1实现营收107.37亿元，同比+36.37%；归母净利润23.75亿元，同比+37.22%；25Q2营收58.89亿元，同比34.1%，归母净利润13.95亿元，同比+30.75%。此外，公司公布2025年半年度利润分配方案，拟向全体股东每10股派发现金红利25元（含税），分红率约为54.7%。第二曲线保持高增，全国化进程稳步推进。1）分产品看，25Q2东鹏特饮/电解质饮料/其他饮料收入分别为44.6/9.2/5.0亿元，分别同比+18.8%、190%、61.8%，其中补水啦高增趋势延续，伴随网点规模扩大、品牌曝光度提升、冰冻化陈列赋能，单品体量仍有较大成长空间；2）分地区看，25Q2广东/华东/华中/广西/西南/华北/线上/重客及其他收入分别同比+19.9%/34.0%/29.3%/31.2%/23.8%/74.1%/53.6%/37.9%，基数影响下广东区域增速正常放缓，其他地区受益于网点拓展及新品铺货保持较快增长。报表余力较为充足，毛销差收窄扰动净利率表现。1）收现端：25Q2收现比1.05，收现与收入基本匹配，25Q2末合同负债36.7亿元，同比增加11.7亿元，环比略降2亿元，报表余力充足。2）利润端：25Q2归母净利率同比-0.61pct至23.7%，主系毛销差收窄：①毛利率：25Q2毛利率同比-0.35pct至45.7%，我们预计或因1则公司适当放大货折支持，2则新品仍处快速放量期，短期盈利能力与整体有所差距，后续伴随规模效应放大，毛利率仍有向上空间；②税费端：销售/管理费率（含研发）分别同比+0.5pct/0.14pct，主系1则公司为推进全国化战略实施、扩大销售规模，增加销售人员（25H1职工薪酬同比+26.1%），2则公司加大冰柜投入（25H1渠道推广费支出同比+61.2%）；3则广宣力度加大、持续提升匹配曝光度（25H1广宣费同比+34.3%）。此外，25Q2公允价值变动净收益同比增加约7000

万, 剔除非经常损益影响, 25Q2 公司扣非净利率同比-2.4pct 至 22.3%。
 盈利预测与投资评级: 伴随天气转暖以及铺市率提升, 公司第二曲线产品补水啦、果汁茶日均动销提速明显, 且今年公司加大资源支持, 包括代言人邀请、全国分众新潮梯媒广告、全国大型赛事、马拉松等项目赞助, 品牌曝光持续提升, 我们基本维持 2025-2027 归母净利润为 46.5/60.1/73.5 亿元, 同比+40%、29%、22%, 当前市值对应 PE 为 34、26、21 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 原材料价格低位向上波动风险, 增速回落估值反应过激风险, 食品安全风险等。

(证券分析师: 苏钺 证券分析师: 郭晓东 证券分析师: 于思淼)

智明达 (688636): 2025 年中报点评: 业绩大幅回暖, 利润同比增速超 20 倍

事件: 公司发布 2025 年中报。2025 年上半年实现营业收入 2.95 亿元, 同比去年+84.83%; 归母净利润 3829.80 万元, 同比去年+2147.93%。
 投资要点 公司 2025 年上半年实现营收 2.95 亿元, 同比增长 84.83%; 归属于母公司净利润 0.38 亿元, 同比暴增 2147.93%。业绩大幅跃升的核心原因在于下游客户订单集中释放, 尤其是弹载、机载及无人装备需求显著放量, 带动交付规模快速扩张。主营构成方面, 机载嵌入式计算机仍占主导, 实现收入 2.00 亿元, 占比约 67.8%, 较去年同期大幅提升; 弹载产品收入 0.10 亿元, 占比升至 3.2%, 反映精确制导需求激增; 商业航天与无人装备分别贡献 0.18 亿元与 0.06 亿元, 占比 6.2%和 2.1%, 均实现从无到有的突破。产品结构变化源于公司在高可靠嵌入式平台的技术成熟度提升, 叠加客户型号升级、国产化替代加速, 导致单机价值量显著提高, 收入规模随之放大。多项指标复苏, 盈利质量与运营效率同步提升。2025 年上半年, 公司综合毛利率由上年同期的 49.50%略降至 48.12%, 主要因低毛利弹载产品占比提升及规模交付带来的价格折让; 销售费用率 4.12%, 小幅下降 0.3 个百分点, 股权激励摊销减少是主因; 管理费用率 8.17%, 上升 1.4 个百分点, 源于存货报损及中介机构费用增加; 研发费用率 16.35%, 下降 16.9 个百分点, 系收入基数扩大所致, 实际投入金额仍保持在 0.48 亿元高位。经营现金流净额 0.28 亿元, 较上年同期大幅改善, 回款与票据到期增加贡献显著。合同负债 0.08 亿元, 下降 11.40%, 反映预收款随交付结转; 存货 3.31 亿元, 同比增长 24.45%, 主要系在手订单 6.08 亿元 (同比增长 73.7%) 对应的在产品和发出商品增加。整体来看, 盈利质量与运营效率同步提升。2025 年上半年, 公司在技术与市场两端均实现关键突破。核心竞争力方面, 围绕下一代航电总线、100Gbps 超高速板间互联、AI 图像感知与边缘存储等方向完成多项验证并进入小批量, 形成自主可控 IP, 巩固了高可靠嵌入式计算的行业领先地位。新产品层面, 弹载高算力 AI 导引模块、商业航天抗辐照大容量存储板及无人蜂群协同计算终端相继定型, 显著提升单机价值。盈利预测与投资评级: 公司业绩符合预期, 我们维持先前的预期, 预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.11/1.42/1.65 亿元, 对应 PE 分别为 51/40/34 倍, 维持“增持”评级。风险提示: 1) 对国家重点领域集团依赖程度较高的风险; 2) 技术开发的风险; 3) 客户集中度较高的风险。

(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>