

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-07-17

宏观策略

2025 年 07 月 17 日

宏观点评 20250715: 城市更新的空间有多大? ——2025 年 7 月中央城市工作会议点评

晨会编辑 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

城市更新”预计能够落地多大规模?“十五五”期间,城市更新预计至少能够完成 4.48 万亿元总投资,折合每年近 9000 亿元。未来,城市更新的潜在需求预计将主要来自城中村改造、老旧小区改造与城市基础设施建设改造。其中: (1) 老旧小区改造与城市基础设施建设改造: 2024 年,国家发改委披露“2023-2024 年安排中央预算内投资、增发国债和超长期特别国债资金超过 4700 亿,重点支持地下管网改造、城镇老旧小区改造等城市更新项目。今后几年,城市更新仍是政府投资的支持重点。”如果未来保持这样的投资强度,那么在“十五五”期间,即使不考虑财政资金的撬动作用,老旧小区改造与城市基础设施建设改造预计至少也可贡献 2.35 万亿元新增投资。(2) 城中村改造: 2020 年,全国城镇家庭居住的自建房总建筑面积估算值约为 6.66 亿平方米。剔除 2025 年底之前可能已完成改造部分后,如果“十五五”期间,对剩余自建房采用“半拆半整”的模式予以全部改造,其中①半数拆除重建部分假设新小区楼面价为 7000 元、建安费用为 3000 元/㎡,②半数整治提升部分假设单位改造成

本为 170 元/㎡,那么城中村改造预计将在“十五五”期间贡献 2.13 万亿元新增投资。

宏观点评 20250715: 5.2%之后,下半年还有哪些变数? ——6 月和 Q2 经济数据点评

一是需求端的三大变化,消费、出口、房地产销售如何演变。上半年消费、出口、房地产都强于去年同期,下半年这三个领域的强势表现会否持续?消费和出口两个领域都存在预支需求的风险,而房地产销售在 Q2 逐月走弱,4-6 月累计增速分别为-2.8%→-2.9%→-3.5%。消费、出口、房地产三大需求如何演变可能是影响下半年经济的重要因素。二是政策端的三大变化,政策性金融工具何时落地、消费政策还有哪些增量、“反内卷”如何演进。政策性金融工具关注落地节奏和支持领域,消费政策关注会否加码补贴,“反内卷”政策关注具体政策抓手和力度,三者分别影响内需(投资、消费)和供给,是下半年经济再平衡的关键。风险提示:房地产市场走弱;出口下行;以旧换新政策后续不及预期的风险。

宏观点评 20250714: 新增贷款与政府债券“双轮”推升社融——2025 年 6 月金融数据及国新办新闻发布会点评

5 月初落地降准降息之后,货币政策进入观察期,新型政策性金融工具也有待落地,人民银行认为“货币政策的传导是需要时间的,已经实施的货币政策的效果还会进一步显现”,预计未来货币政策宽松仍将视经济数据、市场预期和外部冲击的研判而定。

固收金工

固收周报 20250713: 周观: 如何看待“股债跷跷板”效应对债市的影响 (2025 年第 25 期)

股市企稳回升, 如何看待“股债跷跷板”效应对债市的影响? 本周 (2025.7.7-2025.7.11), 10 年期国债活跃券收益率从上周五的 1.641% 上行 2.5bp 至 1.666%。周度复盘: 周一 (7.7), 央行公开市场净回笼, 但资金面维持宽松。特朗普威胁对金砖国家加征 10% 的额外关税, 但债市对此反应平淡。尾盘公布 30 年国债发行增量, 收益率小幅上行, 全天 10 年期国债活跃券收益率下行 0.1bp。周二 (7.8), 股市表现强劲, 上证指数接近 3500 点, 带来“股债跷跷板”效应, 全天 10 年期国债活跃券收益率上行 0.3bp。周三 (7.9), 6 月物价数据公布, CPI 当月同比 0.1%, 较 5 月回升 0.2 个百分点, PPI 当月同比 -3.6%, 较 5 月下行 0.3 个百分点。CPI 略高于预期, 而 PPI 则不及预期, 债市对此反应不大。临近尾盘, 关于监管要求某省农商行在 7 月末前压降债券持有比例的消息影响市场情绪, 收益率上行, 全天 10 年期国债活跃券收益率上行 0.2bp。周四 (7.10), 上证指数涨至 3500 点, 对债市有所压制。同时, 市场有对于城市工作会议召开的预期, 并将其与 2015 年棚改开启进行类比, 对债市影响明显, 全天 10 年期国债活跃券收益率上行 1.45bp。周五 (7.11), 全天“股债跷跷板”效应明显, A 股冲高回落, 收益率跟随先上后下, 全天 10 年期国债活跃券收益率上行 0.65bp。周度思考: 本周债券收益率由股市牵动的现象较为明显, 后续需要观察股市的上涨持续性, 短期在债市没有明确交易主线, 的情况下, 或受股市影响, 收益率趋于上行, 但上行幅度有限。我们观察了 2021 年以来, 股市和债市的联动关系, 可以发现, 真正被称之为“股债跷跷板”的时期是 2022 年末, 当时由于房地产和防疫政策双调整而产生了强烈的经济复苏预期, 从而带来了基本面驱动的股票牛市。而目前经济基本面数据虽未进一步走弱, 但复苏的趋势也还未确立, 因此更偏向于流动性驱动的股票牛市。此前由于股市较弱, 因此过多的资金流向了债市, 带来了债市的“资产荒”, 此次是对这一现象的边际修正, 而修复程度则取决于未来一个季度所公布的基本面数据, 预计债市仍将窄幅波动, 流动性对债市偏利好, 收益率上行至 1.7% 则可进行配置。 美国 2025 年 EIA 原油库存、5 月批发库存、6 月中小企业乐观指数、失业救济金等一系列数据公布, 后市美债收益率如何变化? 上周 (0704 - 0711) 海外整体延续前周方向

固收周报 20250713: 建议提高转债欠配资金配置比例

我们从三个维度寻找下半年机会, 即 1) 评级: 中低评级标的或迎来估值修复; 2) 风格: 中低价风格标的或迎来业绩修复; 3) 生命周期: 博弈准临期标的的促转股, 我们认为三个维度的交集或成为增量配置的权重区域, 建议提高欠配资金配置比例, 注意风格上保持高低切换, 以维持攻守平衡。

固收点评 20250712: 绿色债券周度数据跟踪 (20250707-20250711)

一级市场发行情况: 本周 (20250707-20250711) 银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 29 只, 合计发行规模约 348.25 亿元, 较上周减少 1.36 亿元。二级市场成交情况: 本周 (20250707-20250711) 绿色债券周成交额合计 623 亿元, 较上周增加 61 亿元。

固收点评 20250712: 二级资本债周度数据跟踪 (20250707-20250711)

一级市场发行与存量情况: 本周 (20250707-20250711) 银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债 2 只, 发行规模为 530.00 亿元。二级市场

成交情况： 本周(20250707-20250711)二级资本债周成交量合计约1855亿元，较上周减少61亿元。

固收点评 20250710：广核转债：中国核电领域龙头

我们预计广核转债上市首日价格在126.83~140.94元之间，我们预计中签率为0.0140%。

行业

推荐个股及其他点评

锅圈(02517.HK)：2025年中报业绩预告点评：业绩超预期，规模效应释放

公司盈利水平持续优化，经营基本面稳健，我们上调盈利预测，预计公司2025-2027年的营收为72.9/83.8/95.4亿元（此前预期为72.8/83.4/94.4亿元），同比+13%/15%/14%；归母净利为4.0/4.7/5.6亿元（此前预期为3.3/4.0/4.9亿元），同比+71%/19%/18%；对应PE为21/18/15X。维持“买入”评级。

水井坊(600779)：2025H1业绩预告点评：Q2收入承压，盈利波动加剧
事件：公司发布2025年半年度业绩预告，经初步核算，预计25H1实现营业收入约14.98亿元，同比下滑约12.8%；实现归属于上市公司股东的净利润约1.05亿元，同比下滑约56.5%。对应25Q2营收同比下滑31.4%，归母净利同比下滑251.2%。盈利预测与投资评级：公司产品矩阵定位清晰，在100~800元区间各主力消费价位均有核心产品长期布局。需求承压阶段，公司保持宴席、开瓶场景相关促销支持政策，产品动销表现相对好于其他二线次高端酒企。参考2025H1预告数据和消费环境变化，我们调整2025~27年归母净利润至9.5、8.2、8.9亿元（前值13.5、14.3、16.1亿元），当前市值对应2025~27年PE为22/25/23X，考虑公司PE估值所处历史分位数，维持“增持”评级。风险提示：宏观表现不及预期、次高端主力价位竞争加剧、品牌建设及消费者培育费用投放超预期。

新和成(002001)：营养品业务构筑基本盘，香精香料、新材料提供发展动能

盈利预测与投资评级：基于公司新项目开展情况，我们预计公司2025-2027年归母净利润分别60、69、73亿元，同比增速分别2%、16%、6%，按2025年7月14日收盘价计算，对应PE为11.2、9.6、9.1倍。考虑到公司固蛋项目改扩建完成，液蛋项目有序推进，新材料项目逐步投产，我们看好公司发展前景，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：宏观经济风险；市场竞争加剧风险；新产能投放不及预期风险。

博瑞医药(688166)：在研管线进展点评：BGM0504片IND申请获受理，稀缺双靶点口服多肽即将进入临床

注射剂数据珠玉在前，口服同样具备BIC潜力。根据2025美国糖尿病协会年会上发布的数据，BGM0504注射液在非2型糖尿病的超重或肥胖受试者中，24周15mg剂量组经安慰剂调整后减重19.78%，数据惊艳，为现有GLP-1/GIP双靶点减重药物中疗效最佳的管线之一。公司BGM0504片为口服剂型，分子与BGM0504注射液相同，IND申请获受理后，我们预期其有望在年内进入临床1期。口服剂型相比注射液具备依从性优势，有望实现更高的渗透率。同时，口服双靶点多肽具有稀缺性，截至2025年7月全球暂无已上市口服双靶点多肽，在研管线仅恒瑞

医药的 HRS9531 片等。我们认为由于 BGM0504 注射液已经显现优越疗效，相同分子的 BGM0504 片同样具备成为 BIC 的潜力。 盈利预测与投资评级：我们维持原有预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 2.6/3.0/4.3 亿元；对应当前市值 P/E 估值 112/97/67X。考虑到公司管线逐步进入临床阶段，确定性增加，我们上调公司评级至“买入”评级。 风险提示：原料药下游需求不及预期；新药研发进展不及预期；资金链断裂风险。

炬芯科技（688049）：2025 年中报业绩预告点评：Q2 再创历史新高，端侧产品 AI 化转型效果亮眼

Q2 业绩进一步高增，创单季历史新高。据公司 25Q2 业绩预告，25Q2 公司实现营收 2.58 亿元，yoy+59%，qoq+35%；实现归母净利润 0.50 亿元，yoy+53%，qoq+20%。公司厚积薄发，在 AI 技术的强劲驱动下实现整体价值加速跃升。通过持续优化产品和客户销售结构，经营业绩呈现高速增长。在 25Q1 业绩高增的基础上，25Q2 业绩进一步上台阶，接连创下了单季度的历史新高，可见公司主业成长趋势强劲。 公司大力投入研发，第二代存算芯片提上日程。25Q2 公司净利率达到 19.3%，yoy-0.7pcts，qoq-2.4pcts。虽然净利率同环比略降，但整体仍维持高利润率水平。费用角度来看，单 25Q2 研发费用投入逾 7,000 万元，同比、环比均显著增长。公司已着手第二代存内计算 CIM 技术的相关 IP 研发工作，目标是将 NPU 单核算力和能效比大幅提升，并直接支持 Transformer 模型。 端侧产品 AI 化转型效果亮眼，下游需求持续旺盛。公司基于第一代存内计算技术的端侧 AI 音频芯片推广成效显著，已成功导入多家头部品牌立项，其中面向低延时私有无无线音频领域的客户终端产品率先实现量产，带动新品快速起量。在端侧产品 AI 化浪潮的推动下，公司产品矩阵持续突破：1）端侧 AI 处理器芯片成功落地头部音频品牌的高端音箱、Party 音箱等产品，渗透率显著提升，销售收入实现数倍增长；2）低延迟高音质无线音频产品市场需求爆发，销售额高速攀升；3）蓝牙音箱 SoC 芯片系列在头部音频品牌渗透率持续上升，成长潜力进一步释放，头部品牌客户的产品价值量和合作深度同步提升。

美图公司（01357.HK）：业务多点开花，AI 赋能驱动业绩稳步增长

盈利预测与投资评级：考虑到公司生活场景出海营销投入、生产力工具研发投入及推广，我们小幅下修盈利预测，预计 2025-2027 年经调整归母净利润分别为 8.54/11.77/14.74 亿元（前值为 9.14/12.02/15.56 亿元），对应当前股价 PE 分别为 50/36/29X。我们看好公司作为 AI 应用稀缺标的，AI 驱动营收和利润高增，有望享受估值溢价，维持“买入”评级。 风险提示：AI 技术及应用不及预期，生产力与全球化战略不及预期风险

安踏体育（02020.HK）：25Q2 流水点评：安踏品牌推进渠道升级，户外品牌引领增长

盈利预测与投资评级：多品牌组合策略与 DTC 直营模式的协同推进下，上半年集团整体表现稳步向好，维持预测 25-27 归母净利润 132.3/147.6/164.3 亿元，对应 PE 为 17/16/14X，维持“买入”评级。 风险提示：国内消费环境低迷、门店调整效果不及预期。

完美世界（002624）：2025H1 业绩预告点评：业绩符合预期，重点关注《异环》上线进展

盈利预测与投资评级：我们考虑到《女神异闻录：夜幕魅影》表现出色，同时公司费用端有望进一步下降，上调此前盈利预测，预计 2025-2027 年

EPS 为 0.40/0.74/0.90 元(前值为 0.36/0.67/0.81 元),对应当前股价 PE 分别为 36/20/16 倍。看好公司新游周期驱动业绩重启增长,维持“买入”评级。 风险提示:老游流水超预期下滑,新游流水不及预期,行业监管风险。

宏观策略

宏观点评 20250715: 城市更新的空间有多大? ——2025 年 7 月中央城市工作会议点评

事件: 2025 年 7 月 14 日至 15 日, 时隔近 10 年, 中央城市工作会议再度召开。会议指出, 要以坚持城市内涵式发展为主线, 以推进城市更新为重要抓手, 大力推动城市结构优化、动能转换等重要工作。从会议部署城市工作 7 个方面的重点任务看, 着力优化现代化城市体系、着力建设富有活力的创新城市、着力建设舒适便利的宜居城市等重点任务都是“城市更新”这一概念的重要组成部分。“十五五”期间, 在加快构建房地产发展新模式的过程中, “城市更新”预计将成为相关工作的重中之重。 点评: 1. 什么是“城市更新”? “城市更新”是①危房改造、②城镇老旧小区整治改造、③老旧街区/老旧厂区/城中村等更新改造、④城市基础设施建设改造的“集合体”。此外, “城市更新”还涉及完整社区建设、建立健全公共服务网络、修复城市生态系统、保护传承城市历史文化等工作。 2. 为什么近年“城市更新”加速推进? 国内投资结构的转变可能是加快推进“城市更新”的本质原因。当按照新建、扩建、改建区分固定资产投资(不含农户)时, 扩建类固投增速近年呈上升趋势, 2023 年已超过新建类的固投增速。长期看, 国内固定资产投资历经多年快速增长后, 存量资产的盘活、维护、更新对国内投资的贡献料将持续提高。 3. “城市更新”预计能够落地多大规模? “十五五”期间, 城市更新预计至少能够完成 4.48 万亿元总投资, 折合每年近 9000 亿元。未来, 城市更新的潜在需求预计将主要来自城中村改造、老旧小区改造与城市基础设施建设改造。其中: (1) 老旧小区改造与城市基础设施建设改造: 2024 年, 国家发改委披露“2023-2024 年安排中央预算内投资、增发国债和超长期特别国债资金超过 4700 亿, 重点支持地下管网改造、城镇老旧小区改造等城市更新项目。今后几年, 城市更新仍是政府投资的支持重点。”如果未来保持这样的投资强度, 那么在“十五五”期间, 即使不考虑财政资金的撬动作用, 老旧小区改造与城市基础设施建设改造预计至少也可贡献 2.35 万亿元新增投资。(2) 城中村改造: 2020 年, 全国城镇家庭居住的自建房总建筑面积估算值约为 6.66 亿平方米。剔除 2025 年底之前可能已完成改造部分后, 如果“十五五”期间, 对剩余自建房采用“半拆半整”的模式予以全部改造, 其中①半数拆除重建部分假设新小区楼面价为 7000 元、建安费用为 3000 元/㎡, ②半数整治提升部分假设单位改造成本为 170 元/㎡, 那么城中村改造预计将在“十五五”期间贡献 2.13 万亿元新增投资。 4. “城市更新”的资金来源有哪些? 2024 年, “城市更新”的落地资金来源包括 12 个省发行专项债近 1000 亿元、28 个城市设立城市更新基金总规模达 4550 亿元、12 省设立专项资金给予奖补或贷款贴息等。未来伴随“土储专项债”持续发行, “城市更新”领域有望获得更多地方债资金支持, 例如研究能否将城中村改造项目“拆出地块”交由地方政府“土储专项债”收储, 进而从项目收益来源方面降低项目实施难度。 风险提示: (1) 对“十五五”期间“城市更新”投资规模的估算可能不准; (2) 对“城市更新”的潜在资金来源可能分析不准; (3) 对部分地方债如“土储专项债”的发行规模预期可能不准。

(证券分析师: 芦哲 证券分析师: 刘子博)

宏观点评 20250715: 5.2%之后, 下半年还有哪些变数? ——6 月和 Q2

经济数据点评

1、怎么看二季度 5.2% 的经济增速？ 一是实际增速较高，但名义增速有待提高，GDP 平减指数降幅扩大。二季度实际 GDP 增速 5.2%、上半年累计增长 5.3%，预计能顺利完成全年 5% 左右的经济目标。但从名义 GDP 增速来看，二季度增长 3.9%，低于 Q1 的 4.6%。对应 Q2 的 GDP 平减指数约为 -1.2%，相比 Q1 的 -0.8% 降幅进一步扩大。但下半年随着“反内卷”的推进，平减指数降幅有望收窄。 二是从需求来看，三大领域表现好于去年。一是“以旧换新”带动消费增速走高，上半年社零增长 5.0%，高于去年同期的 3.7%；二是这轮地产复苏更具韧性，上半年商品房销售累计增速 -3.5%，也远高于去年同期的 -19%；三是“抢出口”和转口贸易对出口的支撑较强，上半年出口累计增长 5.9%，高于去年同期 3.66%。 三是从收入增速来看，居民>企业>政府，但政府部门收入增速高于去年同期，加上债务融资前置，支持财政发力稳定经济。具体来看，今年上半年，居民可支配收入同比 +5.3%，与去年同期大致相当。前 5 个月，政府部门一般公共预算收入累计 -0.3%，政府性基金收入 -6.9%，增速均高于去年同期的 -2.8%/-10.8%，加上专项债和特别国债的靠前发行，财政发力稳定上半年经济。受到供需失衡和“内卷式竞争”的影响，企业部门收入和利润都弱于去年，前 5 个月规上工业营收同比 +2.7%、利润 -1.1%，弱于去年同期的 +2.9%/+3.4%；前 4 个月规模以上服务企业营收 +7.2%，弱于去年同期 +8.5%。

2、6 月经济有哪些边际变化？ 一是外需带动工业生产走强。6 月工业增加值同比从 5.8% 升至 6.8%，是上半年次高值。主要原因是外需仍然超预期强劲，6 月出口增速从 4.8% 回升至 5.8%，支撑了国内工业生产。装备制造业仍然是工业生产的主要支撑，汽车制造、电气机械、电子设备、其他运输设备等行业增加值同比都在 10% 以上。从产品来看，工业机器人产量同比 +37.9%、太阳能电池 +24.1%、新能源汽车 +18.8%，上月分别为 +35.5%、+24.1%、+31.7%。尽管生产较强，但工业产销率偏低。5 月工业产销率为 94.3%，较去年同期低 0.2 个点，表明产销衔接不够通畅。 二是内需边际走弱，消费、投资增速下降，但下半年政策有望进一步支撑内需。消费增速小幅走低，主要是 618 提前、餐饮增速变化和“以旧换新”处在接力窗口期等因素影响。由于 618 促销的许多活动提前至 5 月，5 月社零处于偏高状态，6 月社零当月增速从 6.4% 降至 4.8%，其中商品零售增速从 6.5% 降至 5.3%，餐饮收入增速从 5.9% 降至 0.9%。商品零售中，部分“以旧换新”产品销售增速有所回落，如限额以上家电销售增速从 5 月 53% 降至 32.4%，通讯器材从 33% 降至 13.9%，文化办公从 30.5% 降至 24.4%，建材从 5.8% 降至 1.0%，汽车和家具销售增速比 5 月有所回升。6 月“以旧换新”前两批 1620 亿资金即将用尽、剩下的 1380 亿资金要等到 7 月才下达，因而补贴品增速较 5 月有所下降。7 月“以旧换新”下一批资金到位后，仍将对耐用品消费形成支撑。 6 月消费走低有 5 月增速高的原因，从季度住户调查数据来看，Q2 消费相比 Q1 基本稳定。Q2 居民消费支出增速 5.2%，与 Q1 持平；消费倾向 68.6%，较去年同期小幅回升 0.1 个点。从八大类消费来看，呈现出从“补贴消费”回归“基础消费”的特点，食品烟酒、衣着、居住、医疗保健等四类消费支出增速均比 Q1 回升，但生活用品与服务、交通通讯、教育文化和娱乐等三种消费支出增速均低于 Q1，而后三者是“以旧换新”补贴集中的领域。这表明，补贴政策带来“耐用品消费升、其他消费降”的消费结构变化，正在逐步回归常态。 6 月固定资产投资累计增速从 3.7% 降至 2.8%，主要是基建投资和制造业投资降幅较大。广义基建累计增速从 10.4% 降至 8.9%，主要来自于三个行

业的减速，水利管理业累计增速从 26.6% 降至 15.4%（可能与去年基数太高有关，去年同期从 18.5% 提升至 27.4%），公共设施管理业从 3.8% 降至 1.7%，公用事业（电热燃水）从 25.4% 降至 22.8%。制造业投资累计增速从 8.5% 降至 7.5%，其中有色金属加工、医药制造、电子设备等行业投资增速降幅较大。但下半年新的政策性金融工具落地有望支撑投资。三是供需平衡压力加大，产能利用率降至 2013 年以来历史同期次低值，“反内卷”将推进经济再平衡。内需边际走弱、工业边际走强，6 月国内供需平衡压力加大。从产能利用率来看，Q2 工业产能利用率环比下降 0.1 个点至 74%，处于历史同期较低水平。“反内卷”政策近期加快落地，下半年预计将加快经济供需再平衡。3、下半年经济可能还有哪些变数？一是需求端的三大变化，消费、出口、房地产销售如何演变。上半年消费、出口、房地产都强于去年同期，下半年这三个领域的强势表现会否持续？消费和出口两个领域都存在预支需求的风险，而房地产销售在 Q2 逐月走弱，4-6 月累计增速分别为 -2.8%→-2.9%→-3.5%。消费、出口、房地产三大需求如何演变可能是影响下半年经济的重要因素。二是政策端的三大变化，政策性金融工具何时落地、消费政策还有哪些增量、“反内卷”如何演进。政策性金融工具关注落地节奏和支持领域，消费政策关注会否加码补贴，“反内卷”政策关注具体政策抓手和力度，三者分别影响内需（投资、消费）和供给，是下半年经济再平衡的关键。风险提示：房地产市场走弱；出口下行；以旧换新政策后续不及预期的风险。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：占烁）

宏观点评 20250714：新增贷款与政府债券“双轮”推升社融——2025 年 6 月金融数据及国新办新闻发布会点评

事件 2025 年 7 月 14 日，人民银行发布 2025 年上半年金融统计数据：（1）社会融资规模：2025 年上半年新增社融 22.83 万亿元，同比多增 4.74 万亿元，截至 6 月末，社融存量同比增速较上月回升 0.2 个百分点至 8.90%。6 月份新增社融 4.20 万亿元，同比多增 9,008 亿元，从社融分项来看，政府债券融资和本外币贷款共同支撑社融，6 月政府债券融资增长 1.35 万亿元，同比多增 5,032 亿，6 月社融口径新增人民币贷款 2.36 万亿，同比多增 1,673 亿；6 月“委托贷款+信托贷款+未贴现银行承兑汇票”三项表外融资合计减少 1,483 亿，同比少减 183 亿元，其中委托贷款同比多减是主要拖累，但未贴现票据融资同比少减 146 亿元，显示表内贴现仍维持一定融资强度。（2）贷款投放：2025 年上半年金融机构口径新增人民币贷款 12.92 万亿元，截至 2025 年 6 月末，金融机构人民币贷款余额同比增速保持在 7.1%，6 月份金融机构口径新增人民币贷款 2.24 万亿元，同比多增 1,100 亿元，基本符合季节性增量。（3）货币供应：截至 2025 年 6 月末，M2 同比增速回升 0.4 个百分点至 8.3%，M1 增速回升 2.3 个百分点至 4.60%，受此影响 M2-M1 剪刀差收窄至 3.70%。从存款结构看，6 月份非金融企业存款增加 1.78 万亿元（同比多增 7,773 亿元），居民存款增加 2.47 万亿元（同比多增 3,300 亿元），财政存款减少 8,200 亿元（同比多减 7 亿元），非银金融机构存款减少 5,200 亿元（同比多减 3,400 亿元）。综合来看 6 月份人民币存款新增 3.21 万亿，同比多增 7,500 亿。观点 总量：恢复季节性投放。过去 3 年，6 月份新增社融均值为 4.24 万亿，新增贷款均值为 2.66 万亿，从单月新增来看，6 月份无论新增社融，还是新增人民币贷款，均恢复季节性增量水平，针对信贷工作，6 月 23 日人民银行二季度货币政策委员会例会曾指示“引导金融机构加大货币信贷投放力度”，6 月份融资需求延续了 5 月份的回暖特征，但是季末贷款“冲量”依旧明显，企业短期贷款冲量主要贡献了新增

贷款。也正是人民币贷款冲量和恢复季节性，与政府债券共同成为推升新增社融的主要动力，6 月份新增社融同比多增 9,008 亿元，其中政府债券融资同比多增 5,032 亿元，新增人民币贷款 1,673 亿元，合计占到 74%。6 月份金融总量读数改善显示：一方面 5 月份“降准降息”的宽松效应仍在有序且有效传导，实际贷款投放利率下行和存量贷款利率重置，共同带动融资需求趋稳，根据央行披露的数据显示，1-6 月，新发放企业贷款加权平均利率大约为 3.3%，比上年同期低约 45 个基点，新发放的个人住房贷款利率约 3.1%，比上年同期低约 60 个基点；另一方面，季末银行体系冲规模的诉求仍较强烈，非金融企业短期贷款或在跨季后面临集中到期的压力，7 月份贷款增量或承压。

结构：企业短贷冲量。展开新增贷款的分项看，6 月份短期贷款及票据融资分项同比多增 1,334 亿元，其中 6 月份企业短期贷款融资延续回暖，成为推高贷款读数的主要因素，而企业票据融资同比多减 3,716 亿元，且对应社融分项未贴现承兑汇票同比少减 146 亿元，表明企业发行票据融资需求下降。企业中长期贷款同比多增 400 亿元，或表明“化债”对企业中长期贷款的抑制作用边际下降，后续仍需关注“新型政策性金融工具”的落地情形。6 月份“降息”效应仍在进行中，存量贷款有序重置利率，居民按揭早偿诉求继续下降，且 6 月份“以旧换新”政策和“618”消费场景，共同刺激消费需求回升，居民中长贷和短贷均平稳增加。

如何理解外币贷款连续增长：6 月金融统计数据中有一对另类数据值得关注，社融口径新增外币贷款 325 亿元，同比多增 1,132 亿元，外币贷款已是连续 2 个月回升，在此之前已录得连续 13 个月负增长，与此同时，截至 6 月末，各项外汇存款余额达到 1.02 万亿美元，6 月份单月增加 299 亿美元（以 6 月份美元兑人民币平均汇率 7.1757 计算，折合 2,145 亿人民币）。从美元的成本来看，尽管美债利率进入 5 月份以来连续回落，代表性的 10 年期美债收益率月均值从 5 月份的 4.42% 回落至 6 月份的 4.38%，但是 5 月份美债利率月均值则高于 4 月份的 4.28%，因此 5 月至 6 月外币贷款连续增长或并非出于降低外币贷款融资成本的考虑。外币贷款增长的原因或在于：一方面，人民币汇率波动整体平稳，波动率不断走低，外币头寸的汇率风险可控，反而刺激了融资需求增加，基于人民币汇率低波动率和中美之间深度倒挂超 260bps 的利差，持有外币的需求有所回升，实质上意味着“套息交易”复苏；另一方面，为了“稳外贸”，呵护出口行业，银行体系或近期加大了外币贷款投放。6 月份以来，人民币中间价走强，但即期汇率却相较中间价偏弱，或与人民币“套息交易”复苏有关。

货币：企业在手资金继续改善。在财政和货币契合发力的推动下，新口径 M1 与 M2 同比增速大幅回升，M2-M1“剪刀差”顺势收窄至 3.70%。6 月份存款数据显示两条“搬家”渠道仍在运转：一方面，财政存款向居民和企业存款“搬家”，持续改善狭义流动性，上半年政府债券融资在提早发行后，6 月份财政支出加快，加速引导财政存款向企业存款“搬家”，企业到手资金由此继续改善，提升 M1 增速及短期贷款增量；另一方面，由于银行体系季末冲量，部分理财产品暂时“回表”转变为一般性存款，导致非银存款与一般存款出现“跷跷板”，但是在市场利率仍处于“降息”阶段，且风险偏好抬升的背景下，预计跨季后居民存款或将回流理财等资管产品。

货币政策：宽松仍处观察期。5 月初落地降准降息之后，货币政策进入观察期，新型政策性金融工具也有待落地，人民银行认为“货币政策的传导是需要时间的，已经实施的货币政策的效果还会进一步显现”，因此尽管货币宽松还是大方向，且年内还会有较大概率再度降息，但是货币政策总量宽松短期加码的概率较低，7 月份货币政策或

仍以加大流动性投放为主，从买断式逆回购操作来看，7月15日央行将公开招标1.4万亿买断式逆回购，而本月合计有1.2万亿的到期量，买断式逆回购超量续作显示货币政策仍然呵护流动性。预计未来货币政策宽松仍将视经济数据、市场预期和外部冲击的研判而定。风险提示：海外关税政策等风险冲击；一揽子增量政策的宽松效应尚在传导；人民币资产预期回报率低于市场预期。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：王洋）

固收金工

固收周报 20250713：周观：如何看待“股债跷跷板”效应对债市的影响（2025年第25期）

观点 股市企稳回升，如何看待“股债跷跷板”效应对债市的影响？本周（2025.7.7-2025.7.11），10年期国债活跃券收益率从上周五的1.641%上行2.5bp至1.666%。周度复盘：周一（7.7），央行公开市场净回笼，但资金面维持宽松。特朗普威胁对金砖国家加征10%的额外关税，但债市对此反应平淡。尾盘公布30年国债发行增量，收益率小幅上行，全天10年期国债活跃券收益率下行0.1bp。周二（7.8），股市表现强劲，上证指数接近3500点，带来“股债跷跷板”效应，全天10年期国债活跃券收益率上行0.3bp。周三（7.9），6月物价数据公布，CPI当月同比0.1%，较5月回升0.2个百分点，PPI当月同比-3.6%，较5月下行0.3个百分点。CPI略高于预期，而PPI则不及预期，债市对此反应不大。临近尾盘，关于监管要求某省农商行在7月末前压降债券持有比例的消息影响市场情绪，收益率上行，全天10年期国债活跃券收益率上行0.2bp。周四（7.10），上证指数涨至3500点，对债市有所压制。同时，市场有对于城市工作会议召开的预期，并将其与2015年棚改开启进行类比，对债市影响明显，全天10年期国债活跃券收益率上行1.45bp。周五（7.11），全天“股债跷跷板”效应明显，A股冲高回落，收益率跟随先上后下，全天10年期国债活跃券收益率上行0.65bp。周度思考：本周债券收益率由股市牵动的现象较为明显，后续需要观察股市的上涨持续性，短期在债市没有明确交易主线的情况下，或受股市影响，收益率趋于上行，但上行幅度有限。我们观察了2021年以来，股市和债市的联动关系，可以发现，真正被称之为“股债跷跷板”的时期是2022年末，当时由于房地产和防疫政策双调整而产生了强烈的经济复苏预期，从而带来了基本面驱动的股牛。而目前经济基本面数据虽未进一步走弱，但复苏的趋势也还未确立，因此更偏向于流动性驱动的股牛。此前由于股市较弱，因此过多的资金流向了债市，带来了债市的“资产荒”，此次是对这一现象的边际修正，而修复程度则取决于未来一个季度所公布的基本面数据，预计债市仍将窄幅波动，流动性对债市偏利好，收益率上行至1.7%则可进行配置。美国2025年EIA原油库存、5月批发库存、6月中小企业乐观指数、失业救济金等一系列数据公布，后市美债收益率如何变化？上周（0704—0711）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。我们在延续上周观点的基础上，结合增量数据，思考如下：（1）原油库存

激增，批发库存环比继续下降。最新数据显示，7月4日当周EIA原油库存为42602.10万桶，环比增加707万桶，高于前值的384.5万桶和预期的-160万桶，与市场预期完全相反。这一数据表明本周美国炼厂原油吸收能力减弱或进口大幅上升，与市场此前对炼厂夏季旺季开工回升的预期相背离。短期或对油价形成压制。5月份美国批发库存环比变化-0.3%，低于前值的0.18%，与预期的-0.3%相符。该数据表明受特朗普政府加征关税政策影响，企业在4月提前囤货后，5月开始减少库存，以适应新的贸易环境和需求变化，反映企业正适应关税冲击，但需求端疲软和经济衰退风险上升。(2) 美国6月中小企业乐观指数小幅下降，信心指数好于预期；7月5日首次领取失业金人数连续第四周下降，降至两个月来的最低水平，6月28日当周续请失业救济人数上升至2021年11月以来最高。6月中小企业乐观指数小幅下降至98.60，上月为98.80，与预期值98.60相符。该数据整体显示美国中小企业仍保持稳健运行，但增长动能边际减弱，符合经济软着陆的市场预期。从领取失业金数据来看，7月5日当周美国首次申请失业救济人数为22.7万人（前值23.2万人），低于预测值23.5万人；6月28日当周持续申请失业救济人数为196.5万人（前值195.5万人），等于预测值196.5万人，上升至2021年11月以来最高水平。续领失业救济人数不断增加，而首申人数持续下降，尽管数据涵盖了7月4日美国独立日假期，波动性通常较高，但此次数据表现强劲，表明劳动力市场在冷却迹象中依然保持韧性，说明雇主不太愿意解雇员工，但持续上升的续请人数则表明失业的美国人要找到工作的困难程度。(3) 美联储当红理事沃勒称可以考虑7月降息，美联储对是否降息分歧明显。当地时间7月10日，被视为美联储主席候选人之一的美联储理事克里斯·沃勒重申，他认为美联储可以考虑在7月降息。沃勒在周四的表态中称其认为目前的货币政策“太紧了”，“我们可以考虑在7月降息，这与政治无关。”他认为，美国政府的关税措施目前并未大幅推高通胀，为下调政策利率提供了条件。上月接受采访时，沃勒也提出了最早应7月降息的观点。他认为关税不会导致美国通胀大幅飙升，美联储提前降息还能预防劳动力市场疲软。美联储周三公布的6月货币政策会议纪要显示，对于是否尽快降息，美联储内部分化为不同阵营。纪要指出，大部分与会者认为关税对通胀的影响可能是短期或者非剧烈的，今年内进行降息可能为合适之举。部分与会者指出，如果经济数据符合预期，他们将支持考虑在7月会议上降息。还有部分与会者认为，由于通胀率还没有回落至美联储的2%目标，再加之通胀上行的风险依然存在，今年内不应降息。截止7月12日，Fedwalch预期2025年7月降息25bp的概率升至5.2%，上周为4.7%；9月份降息概率降至60.4%，上周为69.4%；10月份在9月份降息的基础上再次降息的可能性为36.2%，上周为45.6%。风险提示：经济基本面变化超预期；历史经验不代表将来。

（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 20250713：建议提高转债欠配资金配置比例

本周（0707—0711）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。 国

内方面正值中报预告期,“买”业绩成为市场交易主旋律,叠加适时“反内卷”,政策方向意在疏通“内循环”堵点(而非期待“外循环”复苏)。正如我们上周所述,我们从三个维度寻找下半年机会,即 1) 评级:中低评级标的或迎来估值修复;2) 风格:中低价风格标的或迎来业绩修复;3) 生命周期:博弈准临期标的促转股,我们认为三个维度的交集或成为增量配置的权重区域,建议提高欠配资金配置比例,注意风格上保持高低切换,以维持攻守平衡。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、浦发转债、海亮转债、好客转债、兴森转债、利群转债、烽火转债、鹰 19 转债、希望转债、首华转债。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 20250712: 绿色债券周度数据跟踪 (20250707-20250711)

观点 一级市场发行情况: 本周(20250707-20250711)银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 29 只,合计发行规模约 348.25 亿元,较上周减少 1.36 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、中外合资企业、中央金融企业;主体评级多为 AAA、AA+级;发行人地域为北京市、广东省、广西壮族自治区、贵州省、江苏省、江西省、山东省、上海市、天津市、云南省、重庆市;发行债券种类为定向工具(PPN)、交易商协会 ABN、科创债、企业 ABS、商业银行普通债、私募公司债、信贷 ABS、一般公司债、中国农业发展银行债、中期票据。二级市场成交情况: 本周(20250707-20250711)绿色债券周成交额合计 623 亿元,较上周增加 61 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 310 亿元、253 亿元和 45 亿元;分发行期限来看,3Y 以下绿色债券成交量最高,占比约 85.64%,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、房地产,分别为 328 亿元、104 亿元和 24 亿元;分发行主体地域来看,成交量前三为北京市、上海市、福建省,分别为 187 亿元、59 亿元和 52 亿元。估值偏离度前三十位个券情况: 本周(20250707-20250711)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,折价成交比例小于溢价成交。折价个券方面,折价率前三的个券为 G20 桐乡(-2.6524%)、21 天宁债(-1.5069%)、21 长金绿色债 01(-0.5836%),其余折价率均在-0.50%以内。主体行业以金融、房地产、建筑为主,中债隐含评级以 AAA-、AA+、AA 评级为主,地域分布以江苏省、广东省、河南省居多。溢价个券方面,溢价率前四的个券为风电 GK01(0.7169%)、25 南京安居 PPN001(绿色)(0.5235%)、24 川能投 GN001(0.5213%)、22 广东债 10(0.3148%),其余溢价率均在 0.30%以内。主体行业以金融、建筑、交运设备为主,中债隐含评级以 AAA-、AA+、AA 评级为主,地域分布以广东省、北京市、上海市、天津市居多。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 20250712: 二级资本债周度数据跟踪 (20250707-20250711)

观点 一级市场发行与存量情况: 本周(20250707-20250711)银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债 2 只,发行规模为 530.00 亿元。发行年限为 10Y;发行人性质为央企子公司、中央金融企业;主体评级为 AAA;发行人地域为广东省、北京市。截至 2025 年 7 月 11 日,二级资本债存量余额达 46,531.35 亿元,较上周末(20250620)增加 523.0 亿元。二级市场成交情况: 本周(20250707-20250711)

二级资本债周成交量合计约 1855 亿元，较上周减少 61 亿元，成交量前三个券分别为 25 中行二级资本债 01BC (130.29 亿元)、25 工行二级资本债 02BC (102.48 亿元) 和 25 工行二级资本债 01BC (86.30 亿元)。分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、上海市和广东省，分别约为 1392 亿元、125 亿元和 73 亿元。从到期收益率角度来看，截至 7 月 11 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：4.91BP、5.49BP、1.49BP；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：3.48BP、2.14BP、2.14BP；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：3.76BP、3.76BP、3.76BP。估值偏离%前三十位个券情况：本周 (20250707-20250711) 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 (-3.3806%)、21 九台农商二级 (-2.0511%)、23 华兴银行二级资本债 01 (-0.9855%)，其余折价率均在 -0.80% 以内。中债隐含评级以 AA-、AA、AA+ 评级为主，地域分布以北京市、广东省、浙江省居多。溢价个券方面，溢价率前四的个券为 24 平安银行二级资本债 01B (0.5190%)、24 工行二级资本债 01B(BC) (0.4137%)、24 广发银行二级资本债 01B (0.4061%)、23 中行二级资本债 04B (0.3686%)，其余溢价率均在 0.36% 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、广东省居多。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 20250710：广核转债：中国核电领域龙头

事件 广核转债 (127110.SZ) 于 2025 年 7 月 9 日开始网上申购：总发行规模为 49.00 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于广东陆丰核电站 5、6 号机组项目。当前债底估值为 98.62 元，YTM 为 1.66%。广核转债存续期为 6 年，中诚信国际信用评级有限责任公司资信评级为 AAA/AAA，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.2%、0.4%、0.8%、1.2%、1.6%、2.0%，公司到期赎回价格为票面面值的 106.00% (含最后一期利息)，以 6 年 AAA 中债企业债到期收益率 1.89% (2025-07-07) 计算，纯债价值为 98.62 元，纯债对应的 YTM 为 1.66%，债底保护较好。当前转换平价为 101.3 元，平价溢价率为 -1.34%。转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止，即 2026 年 01 月 15 日至 2031 年 07 月 08 日。初始转股价 3.67 元/股，正股中国广核 7 月 7 日的收盘价为 3.72 元，对应的转换平价为 101.36 元，平价溢价率为 -1.34%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为 2.58%。下修条款为“15/30，85%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”，条款中规中矩。按初始转股价 3.67 元计算，转债发行 49.00 亿元对总股本稀释率为 2.58%，对流通盘的稀释率为 3.28%，对股本摊薄压力较小。观点 我们预计广核转债上市首日价格在 126.83~140.94 元之间，我们预计中签率为 0.0140%。综合可比标的以及实证结果，考虑到广核转债的债底保护性较好，评级和规模吸引力较好，我们预计上市首日转股溢价率在 32% 左右，对应的上市价格在 126.83~140.94 元之间。我们预计网上中签率为 0.0140%，建议积极申购。中国广核是由国资委控股的清洁能源大型中央企业，主要业务包括：建设、运营及管理核电站，销售该等核电站所发电力，组织开发核电站的设计及科研工作。公司拥有一个国家工程技术中心、一个全国重点实验室和五个国家能源研发平台，并建成了多个具有行业先进水平的大型实验室。公

司持续坚持在安全的基础上高效发展核电，以安全、经济、可靠的电力供应，力争成为引领核能新技术开发和应用拓展的领跑者。2019年以来公司营收稳步增长，2019-2024年复合增速为7.35%。自2019年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“V型”波动。2024年，公司实现营业收入868.04亿元，同比增加5.16%。与此同时，归母净利润稳定增长，2019-2024年复合增速为2.70%。2024年实现归母净利润108.14亿元，同比增加0.83%。中国广核营业收入主要来源于建设、运营及管理核电站，销售核电站所发电量，组织开发核电站的设计及科研工作。公司营业收入主要来源于销售电力，近三年占营业收入的比重分别为70.16%、75.73%和75.96%，电力销售收入整体呈增长趋势。中国广核销售净利率和毛利率保持稳定，仍显著高于行业平均水平，销售费用率维持稳定，财务费用率和管理费用率逐步下降。2019-2024年，公司销售净利率分别为24.29%、21.07%、19.44%、18.40%、20.65%和20.10%，销售毛利率分别为41.73%、37.07%、33.20%、33.25%、35.97%和34.03%。风险提示：申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭）

行业

推荐个股及其他点评

锅圈（02517.HK）：2025年中报业绩预告点评：业绩超预期，规模效应释放

投资要点 事件：公司预计2025年上半年实现净利润1.8-2.1亿元，同比上涨111%-146%；核心经营利润1.8-2.1亿元，同比上涨44%-68%。收入端在淡季稳健增长，提振单店运营打法成体系。我们预计2025H1公司收入实现双位数增长，上半年为开店淡季，预计门店净增量不大；同店营收在2025H1预计保持不错增长，公司在新品、营销、会员运营上通过一系列组合动作带动单店营收提升，在毛肚套餐上积累了大单品运作经验，2025年推新节奏进一步加快；并且尝试无人零售技术拉长营业时段。盈利端超预期，效率释放是核心因素。我们测算下来2025H1净利率/核心经营净利率同比+2-3pct/1-2pct。利润率的提升核心系规模效应下费用率的优化；此外公司自产比例也有提升，但这部分利润空间基本让利给下游门店和消费者，毛利率预计维稳。中长期逻辑持续兑现，管理层实干精神足。公司的中长期逻辑包括再拓万店和净利率优化。中报业绩预告证明了提升利润率的可行性，是对中长期逻辑的强化。拓店方面下半年是开店旺季，乡镇店型凭借供应链优势、下沉能力具备较强的吸引力，在旺季可关注开店动态。此外董事长近期仍在回购，证明对公司经营信息较强，业务方面还在为2-3年后的业务做储备，我们认为管理层实干精神强，立足当下、对远期也有筹划。盈利预测与投资评级：公司盈利水平持续优化，经营基本面稳健，我们上调盈利预测，预计公司2025-2027年的营收为72.9/83.8/95.4亿元（此前预期为72.8/83.4/94.4亿元），同比+13%/15%/14%；归母净利为4.0/4.7/5.6亿元（此前预期为3.3/4.0/4.9亿元），同比+71%/19%/18%；对应PE为21/18/15X。维持“买入”评级。风险提示：食品安全问题，行业竞争加剧，消费力改善不及预期。

(证券分析师: 苏钺 证券分析师: 李茵琦)

水井坊(600779): 2025H1 业绩预告点评: Q2 收入承压, 盈利波动加剧

投资要点 事件: 公司发布 2025 年半年度业绩预告, 经初步核算, 预计 25H1 实现营业收入约 14.98 亿元, 同比下滑约 12.8%; 实现归属于上市公司股东的净利润约 1.05 亿元, 同比下滑约 56.5%。对应 25Q2 营收同比下滑 31.4%, 归母净利同比下滑 251.2%。 25 财年平稳收官, Q2 强化库存管控, 稳健应对行业调整。公司 2025 财年平稳收官, 财年收入(24Q3~25Q2)同比略降 2.9%, 基本保持稳定。25Q2 公司营收同比下滑 31.4%, 1 是当前宏观环境下, 商务往来需求持续承压; 2 是 5 月以来宴席、聚饮场景亦有受创。弱势环境下公司适时调控发货, 优先稳定渠道秩序。 25Q2 开瓶营销保持较大力度, 短期拖累吨价及盈利表现。收入端, 我们预计 25Q2 主力产品臻酿八号、井台均同比下滑承压, 中档酒天号陈亦表现乏力。25Q2 公司继续对臻酿八号宴席、开瓶保持较大促销力度, “买六赠一”等活动继续强化公司产品的宴席场景流行性, 但货折放大对收入及吨价造成拖累, 25H1、Q2 公司酒类销量分别同比+14.5%、+8.6%; 吨价分别同比-19.0%、-25.8%。利润端, 25Q2 公司归母净利约为-0.85 亿元, 同比转亏, 我们预计 1 是开瓶费用支持导致货折增加拉低毛利, 2 是季度期间费用支出亦相对刚性。 适时停货稳定价盘, 优化渠道秩序, 坚守长期主义。针对局部区域窜货乱价现象, 公司明确稳定渠道价盘是工作核心, 一方面自 7 月 8 日起, 对全渠道臻酿八号 500ml 装执行停货, 并对电商渠道臻酿八号 520ml 装采取稳定价值链及买赠管控等措施; 另一方面加大重点区域人力、物力投入, 针对扰乱市场秩序、危害渠道利益的行为, 公司坚决查处(执行罚款、停播断链接及终止合作等处罚), 并以“应收尽收”原则, 回收市场上跨区跨渠道的违规流通产品。 盈利预测与投资评级: 公司产品矩阵定位清晰, 在 100~800 元区间各主力消费价位均有核心产品长期布局。需求承压阶段, 公司保持宴席、开瓶场景相关促销支持政策, 产品动销表现相对好于其他二线次高端酒企。参考 2025H1 预告数据和消费环境变化, 我们调整 2025~27 年归母净利润至 9.5、8.2、8.9 亿元(前值 13.5、14.3、16.1 亿元), 当前市值对应 2025~27 年 PE 为 22/25/23X, 考虑公司 PE 估值所处历史分位数, 维持“增持”评级。 风险提示: 宏观表现不及预期、次高端主力价位竞争加剧、品牌建设及消费者培育费用投放超预期。

(证券分析师: 苏钺 证券分析师: 孙瑜)

新和成(002001): 营养品业务构筑基本盘, 香精香料、新材料提供发展动能

投资要点 新和成是国内精细化工领域的领先企业: 公司多年秉持创新驱动发展, 保持较高的研发投入, 拥有浙江新昌、浙江上虞, 山东潍坊, 黑龙江绥化四大生产基地。公司以维生素、蛋氨酸等营养品业务为基石, 发展香精香料、新材料业务, 一体化产业链保障产品生产稳定性, 提高产品竞争力。 维生素产品价格筑底, 新和成规模&产业链一体化优势凸现: 维生素行业供给极为集中, 截止 2025H1, 全球 VA 的 CR5=77%, VE 的 CR5=92%。截至 2025H1, 公司 VA 产能 8000 吨, VE(按粉计)产能 60000 吨, 分别占全球产能的 13%, 23%。新和成作为维生素行业头部企业, 打通整条产业链, 实现柠檬醛、芳樟醇等关键中间体完全自产, 已经成功达成中间体的降本工作, 且能够与香精香料、新材料等产业链协同, 一体化的优势使公司极具竞争力。蛋氨酸景气上行, 公司扩大产能贡献增量: 全球蛋氨酸供给呈现寡头垄断格局, 2024 年全球蛋氨酸 CR4 超 80%, 后续新增产能较少, 蛋

氨酸景气度提高。经多年的技术攻关，2024 年我国蛋氨酸产能占全球产能的 34%，其中新和成拥有固体蛋氨酸产能 37 万吨，并与中石化镇海炼化合作建设 18 万吨液体蛋氨酸产能，成本优势显著。新材料多板块协同布局，项目有序推进：公司使用营养品板块共同中间体联动生产多种新材料产品，既发挥技术优势，也节约生产成本。截至 2025H1，公司拥有 2.2 万吨 PPS 产能；新能源材料和环保新材料项目一期已投产，产品产能包括 IPDA 20000 吨、ADI 4000 吨、HDI 3000 吨；高端尼龙与光学项目持续推进。香精香料盈利持续向好，兼具规模与技术优势：公司是国内最大的香精香料公司，规模优势显著，并发挥一体化产业链的成本优势，积极开拓香精香料业务，不断丰富产品种类，成为公司未来盈利的重要增长点。盈利预测与投资评级：基于公司新项目开展情况，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别 60、69、73.5 亿元，同比增速分别 2%、16%、6%，按 2025 年 7 月 15 日收盘价计算，对应 PE 为 11.0、9.5、9.0 倍。考虑到公司固蛋项目改扩建完成，液蛋项目有序推进，新材料项目逐步投产，我们看好公司发展前景，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：宏观经济风险；市场竞争加剧风险；新产能投放不及预期风险。

（证券分析师：陈淑娴 证券分析师：周少玟）

博瑞医药（688166）：在研管线进展点评：BGM0504 片 IND 申请获受理，稀缺双靶点口服多肽即将进入临床

投资要点 事件：7 月 10 日，CDE 官网公布，博瑞医药的双靶点 GLP-1/GIP 受体激动剂 BGM0504 片 IND 申请已获受理。注射剂数据珠玉在前，口服同样具备 BIC 潜力。根据 2025 年美国糖尿病协会年会上发布的数据，BGM0504 注射液在非 2 型糖尿病的超重或肥胖受试者中，24 周 15mg 剂量组经安慰剂调整后减重 19.78%，数据惊艳，为现有 GLP-1/GIP 双靶点减重药物中疗效最佳的管线之一。公司 BGM0504 片为口服剂型，分子与 BGM0504 注射液相同，IND 申请获受理后，我们预期其有望在年内进入临床 1 期。口服剂型相比注射液具备依从性优势，有望实现更高的渗透率。同时，口服双靶点多肽具有稀缺性，截至 2025 年 7 月全球暂无已上市口服双靶点多肽，在研管线仅恒瑞医药的 HRS9531 片等。我们认为由于 BGM0504 注射液已经显现优越疗效，相同分子的 BGM0504 片同样具备成为 BIC 的潜力。Amylin 潜力巨大且竞争格局良好，公司管线具备潜在联用可能性。BGM1812 为一种长效胰淀素（amylin）类似物，目前处于临床前阶段。目前唯一上市的 amylin 药物为阿斯利康的普兰林肽，仅获批糖尿病适应症，减重处在 2 期临床。此外，诺和诺德 cagrilintide 与司美联用处在 3 期临床，REDEFINE 1 的结果数据显示 68 周减重 22.7%。2025 年以来多家大 MNC 布局 amylin，艾伯维与 Gubra 达成 3.5 亿美元首付款，总金额 22.25 亿美金的 BD，罗氏与 Zealand Pharma 达成 16.5 亿美元首付款，总金额 53 亿美元的 BD，彰显 amylin 的潜力。截至 2025 年 7 月，公司 BGM1812 处在临床前阶段。根据医药魔方数据，Amylin 在研管线同样稀缺，国内仅博瑞医药与九源基因处在临床前阶段。BGM1812 能够联用公司现有的 BGM0504，参考 cagrisema，有望实现更佳的疗效和公司产品内部的协同。盈利预测与投资评级：我们维持原有预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 2.6/3.0/4.3 亿元；对应当前市值 P/E 估值 112/97/67X。考虑到公司管线逐步进入临床阶段，确定性增加，我们上调公司评级至“买入”评级。风险提示：原料药下游需求不及预期；新药研发进展不及预期；资金链断裂风险。

（证券分析师：朱国广）

炬芯科技（688049）：2025 年中报业绩预告点评：Q2 再创历史新高，

端侧产品 AI 化转型效果亮眼

投资要点 Q2 业绩进一步高增，创单季历史新高。据公司 25Q2 业绩预告，25Q2 公司实现营收 2.58 亿元，yoy+59%，qoq+35%；实现归母净利润 0.50 亿元，yoy+53%，qoq+20%。公司厚积薄发，在 AI 技术的强劲驱动下实现整体价值加速跃升。通过持续优化产品和客户销售结构，经营业绩呈现高速增长。在 25Q1 业绩高增的基础上，25Q2 业绩进一步上台阶，接连创下了单季度的历史新高，可见公司主业成长趋势强劲。公司大力投入研发，第二代存算芯片提上日程。25Q2 公司净利率达到 19.3%，yoy-0.7pcts，qoq-2.4pcts。虽然净利率同环比略降，但整体仍维持高利润率水平。费用角度来看，单 25Q2 研发费用投入逾 7,000 万元，同比、环比均显著增长。公司已着手第二代存内计算 CIM 技术的相关 IP 研发工作，目标是将 NPU 单核算力和能效比大幅提升，并直接支持 Transformer 模型。端侧产品 AI 化转型效果亮眼，下游需求持续旺盛。公司基于第一代存内计算技术的端侧 AI 音频芯片推广成效显著，已成功导入多家头部品牌立项，其中面向低延时私有无无线音频领域的客户终端产品率先实现量产，带动新品快速起量。在端侧产品 AI 化浪潮的推动下，公司产品矩阵持续突破：1) 端侧 AI 处理器芯片成功落地头部音频品牌的高端音箱、Party 音箱等产品，渗透率显著提升，销售收入实现数倍增长；2) 低延迟高音质无线音频产品市场需求爆发，销售额高速攀升；3) 蓝牙音箱 SoC 芯片系列在头部音频品牌渗透率持续上升，成长潜力进一步释放，头部品牌客户的产品价值量和合作深度同步提升。盈利预测与投资评级：基于公司 25Q2 业绩预告，我们略上调公司 2025-2027 年营业收入分别为 9.25/11.87/14.85 亿元（前值：9.03/11.85/14.83 亿元），归母净利润分别为 1.9/2.7/3.7 亿元（前值：1.8/2.6/3.6 亿元），对应当前 P/E 倍数为 44/31/22 倍。考虑到公司在技术积累和客户资源等方面具备显著优势，叠加产品多矩阵布局带来的业绩弹性。维持“买入”评级。风险提示：宏观环境风险，行业竞争和需求风险，研发失败风险。

（证券分析师：陈海进 研究助理：李雅文）

美图公司 (01357.HK)：业务多点开花，AI 赋能驱动业绩稳步增长

投资要点 事件：近期，公司生活场景出海、生产力场景开拓均取得较大进展：1) 2025 年 7 月 14 日，公司官宣“一句话搞定影像生产力”AI Agent “RoboNeo”；2) 2025 年 5 月 20 日公司公告与阿里巴巴开展战略合作；3) 2025 年 6 月美图秀秀更新“AI 闪光灯”功能，登顶 11 国 iOS 摄像与录像免费榜第一名，并取得欧洲市场突破。生活场景：AI 提升用户体验，促进付费转化，付费率稳步提升。截至 2024 年 12 月，公司生活场景应用 MAU 达 2.44 亿，同比增长 5.2%，其中中国内地以外的国家及地区 MAU 达 0.95 亿，同比增长 21.7%，为主要驱动。付费率方面，截至 2024 年 12 月，公司生活场景应用+生产力工具付费用户合计 1261 万，付费渗透率达 4.7%。公司持续通过 AI 技术提升产品效果，优化用户体验，2023 年以来美图秀秀及美颜相机的“AI 瘦身”、“AI 去双下巴”、“AI 换装”、“AI 闪光灯”等 AI 功能相继出圈，推动出海 MAU 高速增长及总体付费率提升。展望后续，我们看好公司依托 2.44 亿的用户基本盘，不断推出 AI 爆款功能，同时公司出海策略逐步成熟，2025H1 “AI 换装”“AI 闪光灯”爆款功能持续验证公司“产品驱动增长+社媒放大”增长策略的可行性，期待后续更多具有全球传播力的功能推出，带动总体用户规模、付费率稳步上行。生产力工具：AI Agent 验证产品力，战略合作阿里巴巴+布局出海，有望成为业绩新增长曲线。截至 2024 年 12 月，公司生产力工具 MAU 达 2219 万，同比增长 25.6%。其中，“美图设计室”的“AI

商品图”功能在 AI 生图模型能力上，针对家居、珠宝、数码等垂直电商场景进行调优，生成兼具设计美学与销售转化力的商品图，截至 2024 年 12 月，“美图设计室”付费用户达 113 万，同比增长约 29.9%，单产品收入约 2 亿元，同比翻倍，此外聚焦口播视频制作的“开拍”用户数已突破百万。2025 年公司正式推出“一句话搞定影像生产力”AI Agent，用户通过自然语言即可实现商业化精修效果的 P 图、海报生成、品牌设计、电商平面图及宣传视频制作等，生成效果的物理规律、光影细节处理出色，持续验证公司将大模型产品化的落地能力。展望后续，我们看好公司战略合作阿里巴巴，基于阿里巴巴生态持续调优产品、加速用户扩展，同时推进生产力工具出海，看好其成为继广告、生活场景应用后的第三条增长曲线，打开业绩天花板。盈利预测与投资评级：考虑到公司生活场景出海营销投入、生产力工具研发投入及推广，我们小幅下修盈利预测，预计 2025-2027 年经调整归母净利润分别为 8.54/11.77/14.74 亿元(前值为 9.14/12.02/15.56 亿元)，对应当前股价 PE 分别为 50/36/29X。我们看好公司作为 AI 应用稀缺标的，AI 驱动营收和利润高增，有望享受估值溢价，维持“买入”评级。风险提示：AI 技术及应用不及预期，生产力与全球化战略不及预期风险

(证券分析师：张良卫 证券分析师：陈欣)

安踏体育 (02020.HK)：25Q2 流水点评：安踏品牌推进渠道升级，户外品牌引领增长

投资要点 公司公布 25Q2 及上半年零售流水：1) 25Q2：安踏品牌、FILA、其他品牌零售流水分别同比增长低单位数、中单位数、50-55%。2) 25H1：安踏品牌、FILA、其他品牌零售流水分别同比增长中单位数、高单位数、60-65%。安踏品牌：Q2 表现略低于市场预期，主因线下推进门店改造，线上竞争激烈、品牌控制折扣及更换电商负责人。25Q2 安踏品牌流水同比增长低单位数，其中成人/儿童流水均增长低单位数。运营层面库销比维持 5 个月左右，线下折扣 73 折、线上 55 折（同比略有加深）。Q2 安踏品牌推进线下渠道升级及门店改造，借鉴一二线城市旗舰店的成功经验，携手核心加盟商启动“灯塔店计划”，加快低线城市门店形象的创新，短期对销售形成一定影响。线上 618 竞争激烈，公司控制折扣牺牲一定销量，此外线上商品规划管理存在提升空间，各平台尚未打通，6 月任命新的电商负责人推动商品分销系统统一管理。我们认为上述举措短期影响销售，但下半年有望带动品牌恢复较快增长，公司保持全年流水高单位数增长目标。FILA：增长符合预期，折扣同比加深，库销比优化。25Q2FILA 流水同比增长中单位数，其中线上同比增长低双位数；分系列看，大货/儿童/潮牌流水分别同比增长高单位数/中单位数/中单位数，高尔夫和网球运动系列增长亮眼，体现品牌号召力依旧强劲。上半年 FILA 折扣同比加深 2 个百分点，带动库销比优化至 5 个月。其他品牌：保持快速增长。25Q2 其他品牌流水同比增长 50-55%，其中迪桑特/可隆分别同比增长 40%+/70%+，随冬季运动和户外休闲升温，下半年有望延续良好势头；MAIA 同比增长 30%+，其中线下增长快于线上，线下店效同比增长中双位数，渠道结构调整成效显著，MAIA 新签品牌代言人虞书欣，大幅提升品牌全平台曝光率。盈利预测与投资评级：多品牌组合策略与 DTC 直营模式的协同推进下，上半年集团整体表现稳步向好，维持预测 25-27 归母净利润 132.3/147.6/164.3 亿元，对应 PE 为 17/16/14X，维持“买入”评级。风险提示：国内消费环境低迷、门店调整效果不及预期。

(证券分析师：汤军 证券分析师：赵艺原)

完美世界（002624）：2025H1 业绩预告点评：业绩符合预期，重点关注《异环》上线进展

投资要点 事件：公司预计 2025H1 实现归母净利润 4.80-5.20 亿元，扣非归母净利润 2.90-3.30 亿元，同比均大幅扭亏，其中 2025Q2 实现归母净利润 1.78-2.18 亿元，同比扭亏，环比下降 41.16%~27.92%，主要系 2025Q1 出售工作室带来非经收益致归母基数较高，扣非归母净利润 1.27-1.67 亿元，同比扭亏，环比变动-22.37%~+2.13%，业绩符合我们预期。《诛仙世界》利润稳步释放，降本增效成效显著。2025H1 公司游戏业务实现归母净利润 4.80-5.20 亿元，扣非归母净利润 3.20-3.60 亿元，同比均扭亏，其中 2025Q2 实现扣非归母净利润 1.57-1.97 亿元，环比变动-3.14%~21.47%，主要受益于：1）端游《诛仙世界》于 2024 年 12 月上线，利润稳步释放；2）公司推行一系列调整优化措施，降本增效初见成效；3）电竞业务稳健发展，贡献稳定业务。展望后续，关注《诛仙世界》新赛季用户回流及流水表现，有望成为公司又一款长线运营端游，稳健贡献业绩，同时关注降本增效有望带来费用端进一步降低。《异环》二测表现出色，积极关注上线节奏。公司新游相继上线：1）2025 年 6 月末至 7 月初，公司自研的《女神异闻录：夜幕魅影》相继于日本、欧美、东南亚等海外区域公测，iOS 游戏畅销榜表现出色，公司作为研发方，流水分成将增厚 2025Q3 业绩，持续关注产品长线表现；2）自研 MMO 游戏《诛仙 2》将于 2025 年 8 月 7 日在国内公测；3）重点自研超自然都市开放世界 RPG 游戏《异环》于 6 月底、7 月初在国内二测、海外首测，产品相比国内首测有明显优化提升，我们认为本轮测试总体较为顺利，预计产品有望于 2025Q4 开启三测，持续关注三测时间、表现，及公测定档。截至 2025/7/15，《异环》B 站首曝 PV、二测 PV 播放量超 1034、581 万，TapTap 期待值 8.9 分，314 万人预约，产品广受玩家期待，看好《异环》上线将为公司带来显著业绩弹性。影视聚焦提质减量，布局短剧赛道。2025H1 影视业务实现归母净利润约 0.40 亿元，扣非归母净利润约 0.20 亿元，其中 2025Q2 分别为 0.14、0.04 亿元，环比变动主要系剧集播出、确认节奏影响。公司延续“提质减量”策略，截至 2025H1，储备的《夜色正浓》《云雀叫天录》《云襄传之将进酒》等作品正在后期制作、排播过程中，同时发力确定性更强的短剧赛道。盈利预测与投资评级：我们考虑到《女神异闻录：夜幕魅影》表现出色，同时公司费用端有望进一步下降，上调此前盈利预测，预计 2025-2027 年 EPS 为 0.40/0.74/0.90 元（前值为 0.36/0.67/0.81 元），对应当前股价 PE 分别为 36/20/16 倍。看好公司新游周期驱动业绩重启增长，维持“买入”评级。风险提示：老游流水超预期下滑，新游流水不及预期，行业监管风险。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖
证券分析师：陈欣）

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>