

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-07-16

宏观策略

2025 年 07 月 16 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环境下，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

中矿资源 (002738)：2025 年中报业绩预告点评：锂价下跌盈利承压，铜冶炼有望减亏

盈利预测与投资评级：由于锂价底部区间震荡，铜冶炼业务阶段性亏损，我们下调公司 25-27 年盈利预测，预计公司 25-27 年归母净利润 4.0/9.6/19.3 亿元(原预测为 6.0/12.1/21.2 亿元)，同比-47%/+140%/+101%，对应 PE 为 60x/25x/12x，考虑公司铜锗即将放量，铯铷维持稳定增速，小金属利润将大幅增厚业绩，维持“买入”评级。 风险提示：产能释放不及预期，需求不及预期

李宁 (02331.HK)：25Q2 流水点评：折扣加深，库存改善，预计下半年增加费用投放

盈利预测与投资评级：展望下半年，我们预计销售仍面临挑战环境，折扣及毛利率可能承压，同时奥运+科技相关费用投放预计将加大。考虑下半年预期，我们将 25-27 年归母净利润从 24.5/27.1/30.2 下调至 23.1/26.0/29.3 亿元，对应 PE16/15/13X，长期看公司奥委会合作资源有望赋能品牌长期发展，维持“买入”评级。 风险提示：消费环境偏弱，费用投放效果不及预期。

361 度 (01361.HK)：25Q2 流水点评：超品店拓展顺利，保持领跑增长

盈利预测与投资评级：公司深耕下沉市场，今年以来加速超品店开店，同时持续推出高质性价比新品，驱动保持行业领先增速。维持预计 25-27 年归母净利润 13.0/14.6/16.2 亿元，PE 分别为 7/6/6X，维持“买入”评级。 风险提示：国内消费持续疲软，竞争加剧。

中熔电气 (301031)：2025 年 Q2 业绩预告点评：业绩持续亮眼，新能源车维持高增长

盈利预测与投资评级：考虑 25 年依赖国内电动车销量高增，公司新能源熔断器销量增势稳健，我们预计 25-27 年归母净利 3.4/4.8/6.3 亿(原预测值 3.2/4.5/6.0 亿元)，同增 83%/40%/32%，对应 PE 23/17/13 倍，考虑公司电力熔断器龙头地位，给予 26 年 25 倍 PE，目标价 122 元，维持“买入”评级。 风险提示：市场竞争加剧风险，电动车销量不及预期，原材料价格波动超市场预期。

震裕科技 (300953)：2025 年中报预告点评：Q2 业绩亮眼拐点已现，机器人业务持续推进

上修公司 2025-2027 年归母净利分别为 4.5/5.9/7.9 亿元(此前预期 4.1/5.8/7.9 亿元)，同比+77%/+31%/+35%，对应 PE 38/29/22 倍，给予主业 25 年 25X PE，机器人业务 30 年 10X PE，对应目标价 147 元，维持“买入”评级。

瀚蓝环境 (600323)：2025 中期业绩预告点评：粤丰整合露锋芒，内生提效超预期

盈利预测与投资评级：公司凭借优秀整合能力实现跨越发展，并购成长+协同增效促估值&ROE 双升。我们维持 2025-2027 年归母净利润预测 18.60、21.17、22.14 亿元，对应 PE 为 11/9/9 倍，维持“买入”评级。风险提示：应收回款不及预期，资本开支超预期上行，政策风险等。

华新水泥（600801）：2025 年半年度业绩预增点评：Q2 盈利超预期，海外增量+国内改善有望支撑中长期增长

Q2 单季盈利超预期高增长，预计得益于国内水泥盈利改善、海外盈利提升和汇兑损益负面影响的减小。按照业绩预告区间测算，公司 Q2 单季度实现归母净利润 8.62-8.98 亿元，实现扣非后归母净利润 8.26-8.60 亿元，同比分别增长 55.8%-62.4%、56.2%-62.6%。我们预计一方面得益于国内水泥业务盈利改善，3 月沿江等核心市场提价顺利落地，奠定良好的价格起点，虽然 5 月局部区域价格有所回落，但预计 Q2 国内水泥平均吨盈利改善明显。另一方面预计得益于海外工厂技改提产成效以及部分工厂价格上涨改善盈利。此外，公司 Q1 因汇兑损失导致单季财务费用同比增加 0.92 亿元，Q2 坦桑尼亚先令、尼泊尔卢比、美元等汇率风险敞口较大的币种币值较为稳定。盈利预测与投资评级：海外率先布局、并购持续落地彰显公司领先的国际化布局、经营能力。随着国内水泥行业供给自律加强、景气反弹，公司一体化及绿色低碳战略强化竞争力，海外持续拓展，支撑中长期发展动能。暂假设尼日利亚项目 2025 年内完成交割，基于 Q2 盈利超预期，“反内卷”导向有望强化行业供给自律，我们上调 2025-2027 年归母净利润至 28.8/32.2/35.6 亿元（前值为 27.4/30.6/33.3 亿元），对应市盈率 9/8/8 倍，维持“增持”评级。风险提示：尼日利亚项目并购完成时点的不确定性，市场竞争加剧、国内水泥需求超预期下行的风险。

泽璟制药-U（688266）：创新进入收获期，ZG006 及 ZG005 均有望成为

BIC

投资要点：公司重磅产品陆续上市，现金流趋于稳定，盈亏平衡在即；在研管线层次丰富，核心产品疗效数据优异。公司聚焦肿瘤与自免领域的研发，具备研、产、销一体化的能力，已成功实现从 Biotech 向 Biopharma 的转型。

亨通光电（600487）：光通信与能源主业双轮驱动，海缆成长动能十足

光通信龙头，海洋通信与能源业务起量促增长。公司成立于 1999 年，以光纤光缆业务起家。2006 年，公司定增募集资金研发光纤预制棒，2010 年研发成功实现量产；2020 年收购华为海洋 51% 股权，拓展海洋通信领域。能源业务方面，2009 年成立子公司亨通高压海缆公司布局电力传输业务，2013 年加强超高压电缆及海缆产品研发，同时布局海洋工程等业务。2024 年实现营业收入 600 亿元、同比增长 26%；净利润 27.7 亿元、同比增长 29%。公司建立长期激励机制。公司长达数十年执行激励方案，近期的激励方案包括：1）2022 年 11 月员工持股计划，参与对象 246 人，受让 960 万股。2）2024 年 9 月发布限制性股票激励计划（草案），拟授予 2155 万股股份，激励对象本计划公告时在公司或下属子公司任职的部分核心骨干人员。按照激励触发值计算，24~26 年度营业收入目标为 533.4、571.5、609.6 亿元，同比增速为 12.0%、7.1%、6.7%；24~26 年度归母净利润目标为 25.0、26.7、28.4 亿元，同比增速为 16.0%、6.9%、6.5%，对比 22 年员工持股目标进一步上调，彰显公司长期发展信心。

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票。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

中矿资源（002738）：2025年中报业绩预告点评：锂价下跌盈利承压，铜冶炼有望减亏

投资要点 公司发布25H1业绩预告，基本符合市场预期。25H1归母净利0.65-0.9亿元，同减81%-86%，扣非净利0.05-0.15亿元，同减97%-99%。其中25Q2归母净利-0.7~-0.45亿元，同比-115%~-109%，环比-152%~-133%；25Q2扣非净利-0.38~-0.28亿元，同比-108%~-106%，环比-188%~-165%，基本符合市场预期。25Q2锂盐销量环比持平，成本略降，锂价下跌及库存减值导致亏损。出货端，25H1公司实现自有锂盐产品销量约1.78万吨，同增6%，其中我们预计Q2销量近0.9万吨，环比持平；2.5万吨锂盐产线于6月底开始停产检修，停产时间约6个月，我们预计25全年销量有望达4.5万吨。盈利端，25Q2锂盐含税均价约6.3万元，我们预计单吨含税全成本6.8-6.9万元，环比略降，Q2预计亏损0.5亿左右。此外，我们预计Tanco矿山精矿库存减值有一定影响。25H1铯铷毛利同增44%，Q2利润环比持平。铯铷业务25H1实现营收约7.1亿元，同增51%，毛利4.9亿元，同增44%；其中Q2实现营收3.6亿元，环比略增，毛利2.6亿元，环增13%，我们预计贡献归母净利1.5亿元左右，环比基本持平。25Q2铜冶炼亏损1亿元，环比持平，Q3有望大幅减亏。25H1纳米比亚Tsumeb铜冶炼业务受全球铜精矿供应紧张导致行业加工费显著下降影响，造成净利润亏损2亿元，其中Q2亏损1亿元，环比持平；近期将关停铜冶炼产线，Q3减亏确定性较强。Tsumeb铜业务预计25Q4开始放量，形成新的利润增长点。盈利预测与投资评级：由于锂价底部区间震荡，铜冶炼业务阶段性亏损，我们下调公司25-27年盈利预测，预计公司25-27年归母净利润4.0/9.6/19.3亿元（原预测为6.0/12.1/21.2亿元），同比-47%/+140%/+101%，对应PE为60x/25x/12x，考虑公司铜锗即将放量，铯铷维持稳定增速，小金属

利润将大幅增厚业绩，维持“买入”评级。 风险提示：产能释放不及预期，需求不及预期

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕
 证券分析师：岳斯瑶 研究助理：胡锦芸)

李宁 (02331.HK): 25Q2 流水点评: 折扣加深, 库存改善, 预计下半年增加费用投放

投资要点 公司公布 2025Q2 经营数据: 李宁 (不含 young) 全渠道零售流水同比增长低单位数, 其中线下/电商渠道流水分别同比下滑低单位数/增长中单位数, 线下渠道中直营/批发分别同比下滑中单位数/增长低单位数。截止 25Q2 末, 李宁主品牌店铺数量 6099 个, 较上季末净增 11 个, 较上年末净减 18 个; 其中直营店铺 1278 家, 较上年末净减 19 家; 批发店铺 4821 家, 较上年末净增 1 家; 李宁 young 店铺数量 1435 个, 较上季末净减 18 个, 较上年末净减 33 个, 上半年店铺数量基本符合预期, 预计下半年增加新开店。 分品类看, 跑步、健身表现较好, 篮球仍承压, 期待签约球星杨瀚森加入 NBA 提振篮球品类表现。分品类看, 25Q2 跑步、健身品类销售额同比增长高单位数, 运动生活同比持平, 篮球同比下滑 20%, 户外及羽毛球等细分品类增势较好。6 月公司签约球星杨瀚森入选 NBA 波特兰开拓者队, 公司将跟进杨瀚森在 NBA 首个赛季的动向, 目前已规划 NBA 夏季联赛 (7 月)、NBA 常规赛 (10 月份开赛季)、NBA 全明星赛事 (2026 年 2 月份) 等重要里程碑匹配相关产品, 并体现个人 logo, 未来篮球品类销售有望提振。 预计下半年-2026 年加大奥运+科技相关营销和研发投入。2025 年 1 月公司签约成为中国奥委会官方合作伙伴, 预计下半年将增加奥委会合作相关、成都世界运动会、米兰冬奥会出征等相关费用投放, 升级迭代科技产品矩阵, 进入 2026 年预计在奥委会资源加持下进一步发力。 折扣同比加深, 库存环比降低。1) 折扣方面, 基于销售承压环境, 25Q2 加深折扣带动销售, 预计下半年这一趋势将延续。1) 库存方面, 25Q2 库销比 4 个月左右、环比降低, 库存控制良好。 盈利预测与投资评级: 展望下半年, 我们预计销售仍面临挑战环境, 折扣及毛利率可能承压, 同时奥运+科技相关费用投放预计将加大。考虑下半年预期, 我们将 25-27 年归母净利润从 24.5/27.1/30.2 下调至 23.1/26.0/29.3 亿元, 对应 PE16/15/13X, 长期看公司奥委会合作资源有望赋能品牌长期发展, 维持“买入”评级。 风险提示: 消费环境偏弱, 费用投放效果不及预期。

(证券分析师：汤军 证券分析师：赵艺原)

361 度 (01361.HK): 25Q2 流水点评: 超品店拓展顺利, 保持领跑增长

投资要点 公司发布 2025Q2 经营数据: 1) 流水: 主品牌线下/童装线下/电商流水分别同比增长约 10%/约 10%/约 20%。2) 折扣: 约为 7.1 折, 保持相对平稳。3) 库存: 24Q4 库销比 4.5-5 倍, 保持平稳表现。新业态超品店顺利快速开店。2024 年 12 月公司推出全新业态“361 度超品店”, 截至 25H1 合计新开 49 家, 全年目标开设 80-100 家。超品店单店面积 900-1000 平, SKU 数量 700-800 个, 较常规店铺均有大幅提升。以当前开设的超品店分布情况来看, 一线城市/二线城市/三线及以下城市占比分别为 6%/40%/54%, 百货购物中心/奥莱/街铺占比分别为 55%/25%/20%, 相较常规店铺增加了一二线城市及非街铺业态布局, 我们预计客流量、客单价、连带率等指标有望显著提升。上半年虽然常规店铺数量减少, 但整体面积和单店面积提升。 跑步、篮球品类均保持较快增长, 积极布局更多细分领域。跑步品类中飞燃系列引领增长, 25Q2 新推出专业竞速跑鞋“飞飏 future2”, 注碳训练跑鞋

“千行 1.0”，堆量训练跑鞋“疾风 Q 弹超 6 代”等新品，同时通过赞助青岛马拉松赛事及在多地举办品牌 IP “三号赛道”赛事提升品牌专业形象。篮球品类延续快速增长，阿隆·戈登穿着“禅 7”篮球鞋在美国职业篮球联赛季后赛中表现优异，引发热议，同时 25Q2 公司也推出篮球新品阿隆·戈登战靴“狂飙 2”。此外，在羽毛球鞋、防晒衣、女子网球等领域公司也推出高质价比新品，实现快速增长。 盈利预测与投资评级：公司深耕下沉市场，今年以来加速超品店开店，同时持续推出高质价比新品，驱动保持行业领先增速。维持预计 25-27 年归母净利润 13.0/14.6/16.2 亿元，PE 分别为 7/6/6X，维持“买入”评级。 风险提示：国内消费持续疲软，竞争加剧。

（证券分析师：汤军 证券分析师：赵艺原）

中熔电气（301031）：2025 年 Q2 业绩预告点评：业绩持续亮眼，新能源车维持高增长

投资要点 25Q2 业绩略亮眼、略超预期：公司预告 25H1 归母净利润 1.2-1.5 亿元，同比+85%~130%；扣非净利润 1.18-1.48 亿元，同比+85%~132%。其中 Q2 归母净利润 0.62~0.92 亿元，同比增 64%~143%，环比增 6%~57%，中值为 0.77 亿元，同环比增 103%/32%。 国内电动车 25H1 销量高增、且激励熔断器渗透率不断提升：25H1 国内电动车累计销量 694 万辆，同比增 40%，其中 Q2 销量 386 万辆，同环比增 35%/26%，受益于行业高增。同时，考虑高压快充车型渗透率持续提升，公司 25 年激励熔断器仍有望保持翻番以上增速，且欧洲电动车销量增速恢复，25 年 1-5 月销量 142.3 万辆，同比+25%，公司海外熔断器定点开始逐步起量，我们预计 Q2 公司车端熔断器收入增长 50%+，且随着稼动率提升，净利率大幅提升。 国内 25H1 储能强劲、且 2H 依旧稳健、预计公司新能源熔断器稳健增长：25 年 1-5 月国内新增光伏装机 198GW，同比增长 150%，储能装机 47GWh，同比翻番。我们预计 25 年光伏预计装机 290GW，同比+5%；储能 120-130GWh，同比增 20%，强制配储取消后，内蒙、河北等地区共享储能需求旺盛，2H 预计储能需求环比仍可稳健向上，且公司供货特斯拉上海工厂，已稳健爬坡。公司聚焦高盈利产品，预计全年新能源营收和毛利率基本稳定。 盈利预测与投资评级：考虑 25 年依赖国内电动车销量高增，公司新能源熔断器销量增势稳健，我们预计 25-27 年归母净利 3.4/4.8/6.3 亿（原预测值 3.2/4.5/6.0 亿元），同增 83%/40%/32%，对应 PE 23/17/13 倍，考虑公司电力熔断器龙头地位，给予 26 年 25 倍 PE，目标价 122 元，维持“买入”评级。 风险提示：市场竞争加剧风险，电动车销量不及预期，原材料价格波动超市场预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕）

震裕科技（300953）：2025 年中报预告点评：Q2 业绩亮眼拐点已现，机器人业务持续推进

投资要点 25Q2 业绩亮眼、超市场预期。公司预告 25H1 归母净利润 1.85-2.12 亿元，同比+40%~61%；扣非净利润 1.75-2 亿元，同比+46%~67%。其中 Q2 归母净利 1.12~1.39 亿元，同比增 42%~76%，环比增 54%~91%，中值为 1.26 亿元，同环比增 59%/72%。 主业稳健增长、结构件盈利拐点已现。公司结构件业务 25H1 我们预计收入 25 亿元+，同增 40%+，全年我们预计收入 40%+增长至 60 亿元左右，且通过提高自动化率将净利率提升至 2-3%，贡献 1.5-2 亿元利润，盈利拐点明确；铁芯 25 年我们预计收入稳定在 15 亿元左右，毛利率提升至 20%，我们预计模具 25H1 收入 2 亿+，毛利率维持 50%+，25 年模具预计营收维持同比增长，盈利水平稳定。 机器人客户持续推进、远期利润弹性明显。公司完成开发整套人形机器人丝杠产品，精度覆

盖 C3/C5，并开发线性执行器产品，目前国内机器人客户已导入执行器产品，海外大客户已成功送样，公司对国内外十家左右线性关节本体厂均有对接，当前半自动线产能 100 套/天，年底将投产全自动行星滚柱丝杠产线，公司客户稳步推进，远期利润弹性明显。 盈利预测与投资评级：上修公司 2025-2027 年归母净利润分别为 4.5/5.9/7.9 亿元（此前预期 4.1/5.8/7.9 亿元），同比+77%/+31%/+35%，对应 PE 38/29/22 倍，给予主业 25 年 25X PE，机器人业务 30 年 10X PE，对应目标价 147 元，维持“买入”评级。 风险提示：行业竞争加剧，下游需求不及预期，原材料价格波动。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕
证券分析师：岳斯瑶）

瀚蓝环境（600323）：2025 中期业绩预告点评：粤丰整合露锋芒，内生提效超预期

投资要点 事件：2025 年 7 月 14 日，公司发布 2025 年半年度业绩预增公告。 粤丰并表&降本增效&业绩赔偿，25H1 业绩超预期。2025H1 公司归母净利润 9.67 亿元，同比增加约 7,982 万元，同比增幅约 9.00%，剔除上年同期一次性收益影响 1.3 亿元（济宁固废电费、金沙城北污水厂扩容项目污水处理费），同比增加约 2.1 亿元，同比增幅约 27.71%；2025H1 扣非归母净利润 9.06 亿元，同比增加约 3,434 万元，同比增幅约 3.94%，剔除上年同期 1.3 亿元一次性收益影响，同比增加约 1.6 亿元，同比增幅约 22.17%。业绩预增主要系：1）2025 年 6 月起新增并表粤丰（持股 52.44%），增加 6 月归母净利润约 5000 万元；2）持续落实降本增效举措，保持较高运营效率；3）2025H1 新增确认江西瀚蓝能源原股东业绩赔偿收入。 粤丰整合露锋芒，单月利润贡献超 24 年水平。2024 年粤丰环保表观归母净利润 8.02 亿元，单月贡献约 0.67 亿元，若剔除根据并购剥离的停车业务和香港办公楼的影响，则归母净利润为 9.21 亿元（对应 10.12 亿港元），单月贡献约 0.77 亿元。25 年 6 月粤丰并表增加归母净利润约 0.50 亿元，则粤丰单月归母净利润为 0.95 亿元，显著高于 24 年水平。 内生提效增长强劲，25Q2 瀚蓝内生业绩增速 18%。2024Q2 公司扣非归母净利润 5.01 亿元，扣除 1.3 亿元一次性收益后扣非归母为 3.71 亿元。2025Q1 公司扣非归母净利润 4.18 亿元，同增 12.80%，根据业绩预告，2025Q2 扣非归母净利润 4.88 亿元，扣除粤丰并表增厚 0.50 亿元后扣非 4.38 亿元，较上年同期扣除一次性收益后扣非 3.71 亿元增长 18%。 大固废整合佼佼者，并购跨越发展+协同增效，促估值&ROE 双升。1）并购协同带来跨越式成长：公司数次跨越式发展均是通过战略并购而实现，参照并购创冠，其盈利能力持续提升，ROE 从 14 年 5.1%提至 24 年 10.7%。此次并购粤丰后，依靠供热挖潜、债务优化、管理协同，提质增效空间大。25 年 6 月粤丰并表单月业绩贡献 5000 万元超预期；2）内生增长强劲：25Q1 公司收入 26.01 亿元（同比-4%），归母 4.20 亿元（同比+10%），具备内生增长潜力。25Q1 吨发 397 度（同比+5%），吨上网 349 度（同比+6%），供汽量 48.23 万吨（同比+59%）。根据 25Q2 业绩预告测算，25Q2 内生扣非归母增速 18%。3）现金流分红大增：化债持续推进，2024 全年解决存量应收 24 亿元，超出原 20 亿元计划规模，2025 年公司争取收回存量应收不少于 20 亿元。垃圾焚烧及污水处理有望推进居民端收费，商业模式 C 端理顺。公司资本开支持续下降，自由现金流增厚。24 年公司每股派息同比+67%，承诺 2024-2026 年每股派息同比增长不低于 10%。 盈利预测与投资评级：公司凭借优秀整合能力实现跨越发展，并购成长+协同增效促估值&ROE 双升。我们维持 2025-2027 年归母净利润预测 18.60、21.17、22.14 亿元，对

应 PE 为 11/9/9 倍，维持“买入”评级。 风险提示：应收回款不及预期，资本开支超预期上行，政策风险等。

（证券分析师：袁理 证券分析师：陈孜文）

华新水泥（600801）：2025 年半年度业绩预增点评：Q2 盈利超预期，海外增量+国内改善有望支撑中长期增长

投资要点 公司发布 2025 年半年度业绩预增公告：预计 2025 年半年度实现归属于母公司所有者的净利润为 109,583.00 万元至 113,236.00 万元，同比增加 50%到 55%；实现归属于母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润为 106,126.00 万元至 109,528.00 万元，同比增加 56%到 61%。 Q2 单季盈利超预期高增长，预计得益于国内水泥盈利改善、海外盈利提升和汇兑损益负面影响的减小。按照业绩预告区间测算，公司 Q2 单季度实现归母净利润 8.62-8.98 亿元，实现扣非后归母净利润 8.26-8.60 亿元，同比分别增长 55.8%-62.4%、56.2%-62.6%。我们预计一方面得益于国内水泥业务盈利改善，3 月沿江等核心市场提价顺利落地，奠定良好的价格起点，虽然 5 月局部区域价格有所回落，但预计 Q2 国内水泥平均吨盈利改善明显。另一方面预计得益于海外工厂技改提产成效以及部分工厂价格上涨改善盈利。此外，公司 Q1 因汇兑损失导致单季财务费用同比增加 0.92 亿元，Q2 坦桑尼亚先令、尼泊尔卢比、美元等汇率风险敞口较大的币种币值较为稳定。 海外布局不断完善、业务版图持续扩大，形成新增长极。2024 年前三季度公司海外水泥平均吨净利达到 70 元人民币，显著优于国内市场，反映公司海外并购技改提产提效获得的良好投资回报率。截至 2024 年底海外水泥产能超 2250 万吨/年，同比增长 8%，公司持续推进海外现有工厂技改降本提产，赞比亚恩多拉工厂、南非 Simuma 工厂升级改造项目于 2025 年 6 月正式投产。此外公司 2024 年内签约尼日利亚产能 1060 万吨/年水泥项目、巴西产能 880 万吨/年骨料项目两项并购，分别填补了西非区域和南美市场的空白，巴西项目已于 2025 年 3 月完成收购。 “反内卷”导向下行业供给自律共识有望进一步强化，国内水泥盈利中枢有望回升。尽管国内水泥行业 Q2 因需求波动或错峰执行问题供需阶段性失衡、价格出现回落，但今年行业在主导企业引领下维护利润的意愿显著增强，我们认为供需再平衡时间仍然会明显好于去年，全年盈利中枢有望高于去年。短期沿江等核心市场价格已接近前期底部，Q3 随着供给自律的强化和需求季节性改善，价格有望迎来显著反弹。 盈利预测与投资评级：海外率先布局、并购持续落地彰显公司领先的国际化布局、经营能力。随着国内水泥行业供给自律加强、景气反弹，公司一体化及绿色低碳战略强化竞争力，海外持续拓展，支撑中长期发展动能。暂假设尼日利亚项目 2025 年内完成交割，基于 Q2 盈利超预期，“反内卷”导向有望强化行业供给自律，我们上调 2025-2027 年归母净利润至 28.8/32.2/35.6 亿元（前值为 27.4/30.6/33.3 亿元），对应市盈率 9/8/8 倍，维持“增持”评级。 风险提示：尼日利亚项目并购完成时点的不确定性，市场竞争加剧、国内水泥需求超预期下行的风险。

（证券分析师：黄诗涛 证券分析师：石峰源）

泽璟制药-U（688266）：创新进入收获期，ZG006 及 ZG005 均有望成为 BIC

投资要点 ZG006（CD3/DLL3/DLL3）疗效数据优异，打造小细胞肺癌基石疗法。ZG006 为结构新颖的 DLL3 三抗，2025ASCO 数据亮眼，针对三线及以上 SCLC II 期剂量优化试验中，10mg 与 30mg 组 ORR 分别为 62.5%和 58.3%，DCR 分别为 70.8%和 66.7%。此外在神经内分泌癌患者中也展现显著抗肿瘤活性及良好的安全性。未来 ZG006

针对后线 SCLC 及一线联合都将开展注册临床,全面布局小细胞肺癌赛道,打造基石疗法。海外临床获得 FDA 同意,有望近期入组患者。我们预计 ZG006 小细胞肺癌适应症国内销售峰值约 20 亿人民币、海外销售峰值约 30 亿美金,由于产品创新性强,初步数据优异,海外授权潜力较大。ZG005 (PD-1/TIGIT) 初步疗效已验证,泛瘤种潜力有望成为重磅炸弹产品。ZG005 在既往未接受过免疫检查点抑制剂治疗的二线及以上宫颈癌患者中,20mg/kg 组基于 IRC 评估的确认 ORR 为 40.9%,DCR 为 68.2%。基于研究者评估,20mg/kg 组 mPFS 已超过 11 个月。而在一线晚期宫颈癌患者中同样显示优异的有效性和安全性(20mg、10mg/kg 组未确认 ORR 分别为 82.1%和 65.4%,DCR 分别为 96.4%和 96.2%)。我们预计 ZG005 宫颈癌及肝癌适应症国内销售峰值约 30 亿人民币。此外,研究表明 ZG005 与化疗、ADC、TCE 等治疗手段具备广泛联用潜力,且适应症拓展潜力较大,有望成为下一个重磅品种。公司重磅产品陆续上市,进入商业化新阶段。吉卡昔替尼骨髓纤维化适应症成功获批上市,其最佳脾缓解率为 80.9%,远高于芦可替尼,有望成为 BIC 药物;重组人凝血酶具备突出的临床止血效果及良好的安全性,已与远大生命达成独家商业化合作,未来有望快速放量;多纳非尼肝癌、RAIR-DTC 两款适应症均纳入医保,销售额稳健增长;重组人促甲状腺激素(rhTSH)甲状腺癌术后诊断适应症已递交上市申请,研发进展处于国内前列,填补甲状腺诊疗空白,并与德国默克达成独家商业化合作,获得总授权 2.5 亿元。随着重磅产品陆续上市,公司销售收入有望大幅增长,贡献稳定现金流。

盈利预测与投资评级:公司多款产品成功商业化,在研管线层次丰富,已实现从 Biotech 向 Biopharma 转型。预计公司已商业化产品(多纳非尼、吉卡昔替尼、重组人凝血酶)合计销售峰值 50 亿元(给予 3 倍 PS),在研核心产品(rhTSH、ZG006、ZG005)国内销售峰值约 60 亿元(给予 3 倍 PS),ZG006 海外销售峰值约 30 亿美金(考虑 BD 后销售分成给予 10 倍 PE),可支撑公司市值 530 亿元。我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 8.18/17.14/28.46 亿元,对应当前市值的 PS 为 41/19/12 倍,首次覆盖,给予“买入”评级。风险提示:新药研发进展不及预期风险、药品销售不及预期风险、海外交易不及预期风险。

(证券分析师:朱国广 证券分析师:张翀霁

证券分析师:苏丰)

亨通光电(600487):光通信与能源主业双轮驱动,海缆成长动能十足

投资要点 光通信龙头,海洋通信与能源业务起量促增长。公司成立于 1999 年,以光纤光缆业务起家。2006 年,公司定增募集资金研发光纤预制棒,2010 年研发成功实现量产;2020 年收购华为海洋 51% 股权,拓展海洋通信领域。能源业务方面,2009 年成立子公司亨通高压海缆公司布局电力传输业务,2013 年加强超高压电缆及海缆产品研发,同时布局海洋工程等业务。2024 年实现营业收入 600 亿元、同比增长 26%;净利润 27.7 亿元、同比增长 29%。公司建立长期激励机制。公司长达数十年执行激励方案,近期的激励方案包括:1)2022 年 11 月员工持股计划,参与对象 246 人,受让 960 万股。2)2024 年 9 月发布限制性股票激励计划(草案),拟授予 2155 万股股份,激励对象本计划公告时在公司或下属子公司任职的部分核心骨干人员。按照激励触发值计算,24~26 年度营业收入目标为 533.4、571.5、609.6 亿元,同比增速为 12.0%、7.1%、6.7%;24~26 年度归母净利润目标为 25.0、26.7、28.4 亿元,同比增速为 16.0%、6.9%、6.5%,对比 22 年员工持股目标进一步上调,彰显公司长期发展信心。海风:深远海海风开发潜力大,欧洲海风打开空间。世界银行集团报告显示我国海

风发展潜力达到 2982GW，其中固定式 1400GW、漂浮式 1582GW。近 2~3 年受江苏、广东标志性项目影响，海风装机有所放缓；24 年装机仅 4GW 同比下滑，预计 25 年相关标志性项目进入实质性拐点，海风装机有望起量至装机 10~12GW，同比翻倍以上。随着深远海规划落地、国管海域相关管理办法出台，深远海项目的开发有望加速，深远海空间较大。欧洲方面，2022 年碳中和大背景下，俄乌冲突引发能源危机，海外各国纷纷加码海上风电。历年欧洲海风装机单年新增规模约 2~3GW；根据 Wind Europe 预测，预计 25 年欧洲海风装机 4.5GW，同比增长 74%，26~28 年分别达到 8.4、6.5、6.7GW，30 年达到 11.8GW，25~30 年年均复合增速达 21%。海缆：深远海趋势带动海缆价值量提升，高壁垒铸就稳定竞争格局。深远海发展之下，离岸距离提升将带来海缆用量提升。此外，超高电压等级产品 500kV 交流、±500kV 柔性直流将成为深远海项目的趋势，即使考虑柔直海缆价值量下降的问题，我们测算 2024、2025 年海缆市场规模 71、141 亿元，同比增长 7%、99%；2030 年海缆市场规模达到 323 亿元，2025~2030 年年均复合增速 18%，与海风装机复合增速基本一致。海缆对码头资源、敷设和运输专业设备有较高要求，具有较高的准入壁垒；而目前仅一线企业具备高电压等级产品生产经验，以及软接头经验，一线企业格局稳定向上。光通信：国内需求稳定，海外市场带来增量。国内方面，我国三大电信运营商资本开支稳定。近几年三大运营商资本开支保持稳步增长的趋势。5G 网络建设稳步推进，千兆光纤网络加快发展，渗透率快速提升，促进光通信业务稳步发展。海外方面，全球数字化进程加速，各国不断强化对通信网络基础设施建设投资。Reports and Data 报告显示，预计到 2030 年，全球光纤市场规模将达到 111.8 亿美元，年均复合增速 9.3%。智能电网：用电需求稳中有升，智能电网占比提升。我国电力消费规模逐年增长，全社会用电量由 2011 年的 4.69 万亿千瓦时增长至 2023 的 9.22 万亿千瓦时，预计 2024 年全社会用电量 9.8 万亿千瓦时，同比增长 6%，用电需求稳步增长。预计智能电网传输在电网建设中份额不断提升；新能源装机不断增加，同样催生特高压电网的电缆需求。公司竞争优势：跻身海缆龙头地位，横向拓展海工业务。24 年期间，公司加快推进江苏射阳海底电缆生产基地一期产能提升；同时，积极推动射阳基地二期和揭阳海洋能源生产基地的项目建设。施工能力方面，公司拥有多艘海上施工船，拥有海上风电系统解决方案及服务能力，是国内能够提供完整生命周期服务的海底电缆厂商之一。截至 24 年底，公司拥有海底电缆、海洋工程及陆缆产品等能源互联领域在手订单金额约 180 亿元。海洋通信方面，公司是全球前三具备海底光缆、海底接驳盒、中继器、分支器研发生产制造能力、跨洋通信网络系统解决方案提供能力以及跨洋通信网络系统建设能力的全产业链公司。公司紧抓深海科技发展战略，打造全球跨洋通信系统集成业务领导者。截至 24 年底，公司拥有海洋通信业务相关在手订单金额约 55 亿元。盈利预测与投资评级：我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 33.8/38.5/43.0 亿元（2025~2026 年预测前值为 34.5/39.5 亿元），同比+22%/+14%/+12%，对应 PE 为 11.2/9.8/8.8x。考虑到公司海缆/光缆业务均处于龙头位置，客户积累深厚，具备成长空间，给予公司 25 年 16xPE，对应目标价 21.92 元/股，维持“买入”评级。风险提示：上游原材料价格波动风险、光纤光缆需求不及预期风险、国际贸易格局变化风险、市场竞争加剧风险。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男
 证券分析师：胡隽颖）

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>