

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-07-15

宏观策略

2025 年 07 月 15 日

#海外经济:《大美丽法案》: 内容、影响与策略启示

核心观点:《大美丽法案》快速落地,由于法案存在较显著的分配效应,且剔除延长及扩展减税法案以外的条款给财政带来的是收紧效果,因此其对美国增长的拉动较为有限。法案“增赤在前、减赤在后”的特点,也隐含 2028 年前后“财政悬崖”的风险。短期看,我们认为无需过度担忧下半年美债发行给市场流动性和美债期限溢价带来的风险;长期看,美国政府债务不可持续的路径依赖使得美债利率的期限溢价易上难下。从下半年美债策略来看,大美丽法案落地后,美国财政政策难有增量,不确定性暂告一段落,美债的驱动因素再度转向关税、宏观经济与货币政策。

宏观量化经济指数周报 20250713: 关税豁免期延长或带动二次“抢转口”在银行体系流动性均衡宽松的态势下,货币政策“提早”操作的诉求并不强。

海外周报 20250713: 特朗普“对等关税 2.0”威胁延期至 8 月 1 日

核心观点:本周特朗普对等关税威胁再度来袭,美股小幅走低;而关税威胁带来的通胀压力也令市场降息预期进一步降温,美债利率上行,10 年期美债利率升 6.75bps 至 4.409%。本周公布的 6 月 FOMC 会议纪要再度释放鹰派信号,特朗普对等关税威胁也令部分鸽派联储官员对降息持谨慎态度。随着 7 月 9 日对等关税暂停截止日的到来,本周特朗普签署行政令,正式将截止日延期至 8 月 1 日,同时宣布了对 25 个国家和地区的新关税税率。但市场对此反应相对平静,参与者更多选择 TACO 交易策略,押注特朗普将再度延期甚至取消对等关税的执行。向前看,“对等关税 2.0”仍是特朗普在关税谈判中对贸易伙伴的施压手段,新设定的 8 月 1 日截止日期也存在再度后延的可能。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 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

晨会编辑 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

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

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。

行业

推荐个股及其他点评

万达电影（002739）：2025 年上半年业绩预告点评：上半年净利大增，多元化布局打造新增长点

盈利预测与投资评级：我们认为拓展电竞、演唱会直播等多元内容，并引入新消费品牌合作，有望丰富影院场景，提高非票业务收入，降低对票房的依赖风险，从而为公司业绩增长打造第二增长曲线。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测 10.0/12.4/14.4 亿元，当前股价对应 PE 分别为 24/19/17 倍，维持“买入”评级。 风险提示：行业竞争加剧风险，知

知识产权保护风险，海外业务拓展风险。

连连数字 (02598.HK): 全球化牌照与稳定币创新双轮驱动，跨境支付巨头迎盈利拐点

盈利预测与投资评级: 考虑到公司目前尚未开始全面盈利，仍处于业务拓展阶段，我们首先考虑采用 P/S 估值法，参考可比公司的 P/S 估值，我们认为 2025、2026 年连连数字合理 P/S 估值应在 8.0x、7.0x，首次覆盖，给予“买入”评级。 风险提示: 行业竞争加剧风险，政策合规风险，短期盈利风险。

有友食品 (603697): 2025H1 业绩预告点评: 成长性延续，利润端超预期

成长势能良好，考虑到效率提升和成本边际回落，我们上修此前盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 2.32/2.85/3.29 亿元（此前预测为 1.99/2.34/2.71 亿元），同比+47.2%/+23.2%/+15.3%，对应 PE 为 23/19/16X。维持“买入”评级。

佛燃能源 (002911): 2025H1 业绩快报点评: 业绩符合预期，经营性现金流高增

盈利预测与投资评级: 我们维持 2025-2027 年公司归母净利润为 8.72/9.22/9.76 亿元的盈利预测，同比+2.2%/+5.7%/+5.9%，对应 PE15.4/14.6/13.8 倍（估值日期 2025/7/11）。公司天然气供应业务持续稳定发展，新能源业务稳步增长，供应链、延伸、科技研发与装备制造业务多点开花；维持“买入”评级。

蔚蓝锂芯 (002245): 2025 年中报业绩预告点评: Q2 业绩超市场预期，锂电池盈利水平亮眼

盈利预测与投资评级: 考虑到公司业绩超预期，我们上修 25-27 年归母净利润预期 7.5/10.0/13.1 亿元（此前预期 6.5/8.2/10.5 亿元），同比+55%/+33%/+31%，对应 PE 为 21x/16x/12x，给予 25 年 30x PE，对应目标价 20 元，维持“买入”评级。 风险提示: 下游需求不及预期，原材料价格波动，市场竞争加剧。

思源电气 (002028): 2025 年中报业绩快报点评: 业绩大超市场预期，出海兑现盈利大幅提升

事件: 公司发布 25H1 业绩快报，实现营收 84.97 亿元，同比+38%，归母净利润 12.93 亿元，同比+46%，扣非归母净利润 12.38 亿元，同比+47%；其中 Q2 实现营收 52.70 亿元，同比+50%，归母净利润 8.47 亿元，同比+62%，扣非归母净利润 8.01 亿元，同比+60%。H1 实现归母净利率 15.22%，同比+0.83pct，Q2 实现归母净利率 16.07%，同比+1.14pct。盈利能力大幅提升，业绩大超市场预期。 根据海关出口数据，1-5 月变压器/高压开关出口金额约 225/150 亿元，同比+35%/32%，在全球关税战的背景下，海外电力设备市场仍旧供不应求，截至 25 年 5 月，美国/韩国/德国的变压器 PPI 相比 24 年分别提升了 3.07/7.00/2.92pct，开关设备 PPI 相比 24 年分别提升了 11.20/9.19/3.78pct，思源作为国内高压电力设备出海的领军企业，实现了欧洲、中东、中南美洲、亚洲、非洲等地区市场的突破，凭借产能及交付优势，不断缩小与海外头部公司的差距，折价销售有望成为历史。24 年我们估计公司新签海外订单同增超 80%，其中欧洲、中南美洲、中东等市场订单实现翻倍以上增长，25M1-5 海外订单有望保持高速增长，持续兑现出海竞争力。25Q2 公司归母净利率提升 1.14pct，我们认为主要系 Q2 海外优质订单陆续交付拉动盈利能力提升。随着海外

市场份额逐渐提升，公司盈利能力仍有较大提升的空间。根据 25 年前三批国网输变电物资招标结果，公司累计中标 38.6 亿元，同比+94%，国网市场份额大幅提升，主要系公司连续中标 22 间隔 750kV 组合电器，实现高端产品在国网系统中标的突破，为后续进军 1000kV 领域打下坚实基础。除传统主业外，公司储能+超级电容业务发展较快，公司储能电池业务出口欧洲市场，覆盖德国、波兰等 10 余个欧洲国家，生产计划已排至年底；超级电容业务从储能和汽车电子向 AIDC 领域延伸，未来有望成为公司远期发展新增量。盈利预测与投资评级：我们上修公司 25-27 年归母净利润分别为 28.2（+0.9）/38.0（+2.6）/50.0（+4.4）亿元，同比+38%/35%/32，现价对应 PE 分别为 19x、14x、11x，维持“买入”评级。风险提示：电网投资不及预期，海外市场拓展不及预期，竞争加剧等。

建投能源（000600）：2025 半年报预告点评：业绩略超预期，受益于无核贫水，Q2 上网电量同比+1%

事件：公司发布 2025 年半年报预告和上半年销售电量数据，2025 年上半年公司实现归母净利润约 8.8 亿元，同比+153.4%；实现扣非后归母净利润约 8.62 亿元，同比+176.8%，业绩略超预期。值得注意的是，公司实现第二季度上网电量 107.64 亿千瓦时，同比+1%。盈利预测与投资评级：我们维持预计 2025-2027 年公司实现归母净利润为 13.40 亿元、15.59 亿元、15.95 亿元，同比增速为 152.2%、16.4%、2.3%；对应 2025-2027 年 PE 为 10、9、9 倍，维持“买入”评级。风险提示：并购进度不及预期的风险，电力需求超预期下降的风险，减值风险等

中国中车（601766）：2025 半年度业绩预告点评：业绩高增，预计 25H1 归母净利润同比+60%-80%

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 138.08/148.80/160.34 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 15/14/13 倍，考虑到铁路固定资产投资复苏向好，公司作为国内唯一动车组整车生产商将同步受益，维持公司“买入”评级。风险提示：铁路固定资产投资不及预期，动车组招标不及预期，宏观经济风险。

柳工（000528）：2025 半年度业绩预告点评：归母净利润同比+20%~30% 超市场预期，看好公司全年业绩高增

盈利预测与投资评级：工程机械内销韧性足，海外新兴市场景气度较高，我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 20.7/28.9/37.9 亿元，当前市值对应 PE 分别为 10/7/5x，维持“买入”评级。风险提示：国内行业需求不及预期，政策不及预期，出海不及预期等

中国船舶（600150）：2025 年半年度业绩预增：25H1 归母净利润同比+98%~119%，在手订单兑现业绩超预期

盈利预测与投资评级：业绩预增超市场预期，全球造船业领先地位稳固。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 74/99/124 亿元，对应当前市值 PE 分别为 21/16/13x，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济波动、地缘政治风险、原油价格波动等。

东鹏饮料（605499）：2025H1 业绩预增公告点评：收入符合预期，成长底色依旧

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，短期增速略有回落不改长期增长势头，我们基本维持 2025-2027 归母净利润

为 46.5/60.2/73.5 亿元,同比+40%、29%、22%,当前市值对应 PE 为 32、25、21 倍,维持“买入”评级。

上纬新材 (688585): 环保树脂领军者, 智元系入主谱写具身智能成长新篇章

环保高性能耐腐蚀材料: 深耕重防腐赛道, 稳健拓展多元应用场景 1) 公司产品完善: 深耕防腐树脂三十余年, 产品体系完善, 性能稳定, 广泛应用于重防腐等高端领域。2) 市场需求稳中有增: 环保高性能耐腐蚀材料受益于基建投资与设备更新, 市场需求稳中有增, 全球乙烯基酯树脂市场规模预计在 2024 年达到 10.5 亿美元, 过去十年保持温和上升趋势。

智元系入主公司, 公司转型为人形机器人平台化公司 1) 智元收购公司: 智元系或支付超 21 亿, 收购公司至多 66.99% 的股权, 原前两大股东放弃表决权。2) 智元综合实力雄厚: 创始团队方面, 华为系孵化, 兼具技术实力和资本市场经验; 商业化进展方面, 具备机器人全栈技术, 国内出货量第一; 硬件方面: 四大系列机器人, 覆盖多种应用落地场景; 软件方面: 开创性使用 ViLLA 架构, GO-1 实现小样本快速泛化; 资本市场方面: 成立合资公司/投资创业公司, 构建产业生态。 盈利预测与投资评级: 主业基本盘稳, 是公司的现金奶牛, 暂不考虑收购影响, 我们预计公司 2025-2027 年的归母净利润分别为 0.95/1.08/1.17 亿元, 当前股价对应动态 PE 分别为 44x/35x/33x/29x, 首次覆盖, 给予公司“增持”评级。 风险提示: 下游风电行业竞争加剧风险, 人形机器人产业化进程不及预期, 重大股权调整带来相应风险。

联邦制药 (03933.HK): 创新突破, 三靶点战略联姻诺和诺德

UBT251 与诺和诺德达成 20 亿美金 BD, 三靶点研发进展全球领先: 2025 年 2 月, 联邦制药就 UBT251 与诺和诺德达成 2 亿美元首付款, 总金额 20 亿美元的 BD。UBT251 为 GLP-1/GIP/GCGR 三靶点减重药物, GCG 具有一定的减少食物摄入、增加脂肪组织能量消耗、降低体脂的作用。适当的 GCG 具有提高血糖的作用, 可以反馈胰岛素的调节, 减少低血糖事件的发生。礼来同靶点的 Retatrutide 海外已启动头对头替尔泊肽的 3 期临床, 2 期数据显示 12mg 剂量 48 周减重 24.2%, 24 周减重 17.5%。而 UBT251 中国 1b 期临床试验 1mg/3mg/6mg 剂量组 12 周平均体重较基线下降 15.1%, 扣除安慰剂效应后减重 16.6%, 起效速度更快, 极有可能实现超越 Retatrutide 的疗效。 联邦生物在研管线丰富, 创新布局将成新增长极: 公司在研管线丰富, 小分子布局自身免疫、代谢、眼科、抗感染等领域, JAK1 抑制剂 TUL01101 片剂和软膏剂的特应性皮炎适应症处在临床 2 期; 生物药布局聚焦内分泌/代谢、自身免疫领域, 拥有完善的糖尿病、体重管理研发管线, 德谷胰岛素和司美格鲁肽生物类似药已申报 BLA, UBT251 的肥胖、MAFLD、CKD 适应症处在临床 2 期。二代胃肠道激素 UBT37034 7 月 4 日获 FDA 减重临床许可, 联用 UBT251 具备更大想象空间。 盈利预测与投资评级: 我们预计公司 2025-2027 营业收入为 138.6/150.0/162.6 亿元, 同比增速为 0.7%/8.2%/8.4%; 净利润分别为 31.1/31.0/33.8 亿元, 同比增速为 17.0%/-0.3%/9.1%; 对应 PE 分别为 8/8/7 倍。基于公司 1) UBT251 研发进展顺利, 在研管线布局丰富; 2) 胰岛素与动保制剂快速放量; 3) 抗生素原料药和中间体价格趋稳, 首次覆盖, 给予“买入”评级。 风险提示: 研发进度不及预期风险、制剂集采风险、原料药需求不及预期风险。

广电计量 (002967): 2025 年半年报业绩预告点评: 归母净利同比+20%,

战略转型与政策拉动共振增长

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 4.0/4.5/5.2 亿元，当前市值对应 PE 为 26/23/20X，维持“增持”评级。风险提示：宏观经济波动、竞争格局恶化等

宏观策略

#海外经济：《大美丽法案》：内容、影响与策略启示

核心观点：《大美丽法案》快速落地，由于法案存在较显著的分配效应，且剔除延长及扩展减税法案以外的条款给财政带来的是收紧效果，因此其对美国增长的拉动较为有限。法案“增赤在前、减赤在后”的特点，也隐含 2028 年前后“财政悬崖”的风险。短期看，我们认为无需过度担忧下半年美债发行给市场流动性和美债期限溢价带来的风险；长期看，美国政府债务不可持续的路径依赖使得美债利率的期限溢价易上难下。从下半年美债策略来看，大美丽法案落地后，美国财政政策难有增量，不确定性暂告一段落，美债的驱动因素再度转向关税、宏观经济与货币政策。

立法流程：法案为何能迅速落地？《大美丽法案》从提交国会议案到 7 月 4 日总统签署仅历时 45 天，落地速度超出市场普遍预期。从立法流程来看，法案的顺利落地主要因为特朗普在共和党内的强大影响力和对立法规则的充分利用。

法案概览：存量政策的延长为宽松，增量政策的变化为紧缩。根据 CBO，《大美丽法案》的赤字影响可分为两部分：①延长原定于今年年底到期的 TCJA，这将给未来十年带来额外 3.85 万亿美元的财政赤字；②增量的政策，包括额外的减税、对医保与学生贷款的削减等将合计给未来十年带来额外 0.49 万亿美元的财政盈余，边际效果上体现为紧财政。由于 CBO 是以 TCJA 不延期作为测算基准，因此将其剔除后，《大美丽法案》给美国经济的影响并没有原本测算的那般显著。

法案的预算和经济效应评估：在财政预算上，法案为市场所担忧之处有二：其一，法案进一步加剧了对美国公共债务可持续性的挑战；其二，法案“增赤在前、减赤在后”的特点，将削减赤字的难题后移，在 2028 年前后易引发“财政悬崖”风险。在经济影响上，由于实质性的财政增支项目并不多，法案对增长的刺激效应将十分有限。不同机构的测算显示，十年维度上，法案对美国 GDP 水平的累计影响平均仅为仅有 0.1%，且存在显著的分配效应，低收入群体收到的负面冲击更大。2025 年增量的关税收入能在一定程度上对冲《大美丽法案》的巨额赤字缺口。CBO 测算，在考虑了关税对经济的影响后，未来十年关税收入将使财政赤字减少 2.8 万亿美元，大约能对冲 68% 的法案总成本。但考虑到特朗普关税政策及其对经济影响的不确定性，真实的对冲效果可能和预期有较大偏差。

《大美丽法案》后，需要担忧美债供给冲击吗？我们从三个时间维度分析。①当下来看，法案对美国债务可持续性的影响已在 5 月初众议院过会时开始被市场关注，因此 OBBB 的落地更可能意味着“买预期、卖现实”的交易进入后半程，30 年期美债利率或 10s30s 期限利差的上行或告一段落。②短期来看，法案将债务上限提升 5 万亿美元，财政部将在 2025H2 补发上半年未发的国债。从近期财政部的发债思路以及 TGA 账户的趋势来看，我们认为短债发行给市场带来流动性冲击、长债供给大幅推升期限溢价的压力在今年三季度均较为可控。③从中长期看，法案的顺利落地意味着美国政府债务的扩张有着较强的“路径依赖”，这意味着长期美债利率的期限溢价易上难下。从下半年的美债策略来看，大美丽法案落地后，美国财政政策难有增量，不确定性暂告一段落，美债的驱动因素再度转向关税、宏观经济与货币政策。

风险提示：美国关税政策不确定性风险；美国财政赤字失速引发债务可持续性担忧；金融市场流动性风险再发酵。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：张佳炜 证

券分析师：韦祎 研究助理：王茁）

宏观量化经济指数周报 20250713：关税豁免期延长或带动二次“抢转口”

观点 周度 ECI 指数：从周度数据来看，截至 2025 年 7 月 13 日，本周 ECI 供给指数为 50.14%，较上周回升 0.04 个百分点；ECI 需求指数为 49.92%，较上周回落 0.01 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 49.96%，较上周回落 0.02 个百分点；ECI 消费指数为 49.70%，较上周回落 0.01 个百分点；ECI 出口指数为 50.22%，较上周环比持平。

月度 ECI 指数：从 7 月前两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 49.93%，较 6 月环比持平。从分项来看，ECI 投资指数为 49.97%，较 6 月环比持平；ECI 消费指数为 49.70%，较 6 月回落 0.05 个百分点；ECI 出口指数为 50.22%，较 6 月回升 0.02 个百分点。从 ECI 指数来看，受到天气和生产淡季的影响，工业生产景气度边际有所回落，且主要行业开工率也弱于去年同期，而需求端则整体保持较为平稳的态势，暑期服务消费表现较为亮眼，出口有所回落但仍旧保持一定韧性，需警惕地产销售再度走弱以及汽车、电子产品等以旧换新品类增速下行的风险。工业生产方面，进入生产淡季，主要行业开工率有所回落，且同比整体弱于去年同期，侧面反映出需求端仍存缺口，此外受高温天气影响，沿海电厂负荷率续创新高；地产方面，截至 7 月前 12 日，30 大中城市地产销售面积同比增速录得-26.5%，较 6 月整月的-10.6%有所走弱，从结构来看二手房表现仍优于新房；出口方面，7 月初监测港口货物吞吐量有所下行，但较去年同期增长明显，随着美国对等关税豁免期的延长，7 月份或出现小幅度的“抢出口”和“抢转口”现象，短期来看出口大幅下行的风险相对较小。

ELI 指数：截至 2025 年 7 月 13 日，本周 ELI 指数为-0.97%，较上周回落 0.12 个百分点。关注本月买断式逆回购和中期借贷便利投放。7 月份流动性扰动因素较少，从资金需求来看：（1）作为三季度首月，贷款投放或季节性回落，5 月份“降准降息”对存量贷款利率的重置效应将在 7 月份继续传导；（2）政府债券融资或维持一定强度，根据 Wind 统计口径，截至 7 月 13 日国债与地方政府债已披露发行合计 1.29 万亿，净融资额为 1050 亿元，预计全月或与去年同期持平，净融资规模低于今年 5 月份 1.49 万亿和 6 月份 1.41 万亿的体量；（3）从货币政策工具到期量来看，本月将有约 1.2 万亿买断式逆回购到期，由于去年 7 月份央行在月内开展 2 次 MLF 操作，导致本月将有两笔合计 3000 亿元的 MLF 到期，货币政策工具到期量约 1.5 万亿。从各方资金需求来看，7 月份流动性扰动低于 6 月份，这也造成 7 月迄今银行体系流动性保持均衡宽松的态势，而与 6 月份不同的是，同样面临 1.2 万亿买断式逆回购到期，6 月初央行即公开招标 1 万亿规模的操作，6 月份中旬当月买断式逆回购已全部招标，可 7 月份已临近中旬，尚未见到买断式逆回购的招标操作，从侧面或也表明，在银行体系流动性均衡宽松的态势下，货币政策“提早”操作的诉求并不强。7 月 15 日将有本月第一笔 1000 亿元 MLF 到期，且 7 月份税期走款将近，关注买断式逆回购和 MLF 的招投标操作。

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 20250713：特朗普“对等关税 2.0”威胁延期至 8 月 1 日

核心观点：本周特朗普对等关税威胁再度来袭，美股小幅走低；而关税威胁带来的通胀压力也令市场降息预期进一步降温，美债利率上

行，10 年期美债利率升 6.75bps 至 4.409%。本周公布的 6 月 FOMC 会议纪要再度释放鹰派信号，特朗普对等关税威胁也令部分鸽派联储官员对降息持谨慎态度。随着 7 月 9 日对等关税暂停截止日的到来，本周特朗普签署行政令，正式将截止日延期至 8 月 1 日，同时宣布了对 25 个国家和地区的新关税税率。但市场对此反应相对平静，参与者更多选择 TACO 交易策略，押注特朗普将再度延期甚至取消对等关税的执行。向前看，“对等关税 2.0”仍是特朗普在关税谈判中对贸易伙伴的施压手段，新设定的 8 月 1 日截止日期也存在再度后延的可能。

大类资产：特朗普对等关税威胁再度来袭，美股小幅走低；再通胀压力令降息预期降温，美债利率走高。本周特朗普宣布将于 8 月 1 日起对多个贸易伙伴开始征收对等关税，贸易局势再度升级令美股有所回落；而关税威胁带来的通胀压力也令市场降息预期进一步降温，美债利率上行。整体来看，全周（7 月 7 日至 7 月 11 日）10 年期美债利率升 6.75bps 至 4.409%，2 年期美债利率升 0.50bps 至 3.885%，美元指数升 0.69% 至 97.85；标普 500、纳斯达克指数分别收跌 0.31%、0.08%；现货黄金价格收涨 0.55% 至 3355 美元/盎司。

海外经济：6 月 FOMC 会议纪要再度释放鹰派信号，特朗普对等关税威胁令部分鸽派联储官员对降息持谨慎态度。美国 6 月 NFIB 小企业乐观指数录得 98.6，持平预期，前值 98.8。纽约联储 6 月消费者调查未来一年的通胀预期 3.02%，预期 3.13%，前值 3.2%。货币政策方面，本周公布的 6 月 FOMC 会议纪要显示，虽然一些与会者认为关税带来的只是一次性的物价上涨而不会影响长期通胀预期，但大多数与会者表示关税可能对通胀产生更持久的影响。相较于经济增长放缓，多数官员目前依旧更担忧通胀风险。尽管在通胀和经济前景的不确定性有所减少，但在对货币政策进行调整时仍应采取审慎态度。此外，此前态度一直偏鸽的芝加哥联储主席古尔斯比本周态度意外转鹰，他表示特朗普新公布的对等关税进一步加剧了通胀前景的不确定性，这使得他难以支持其近期反复呼吁的降息举措。增长方面，截至 7 月 9 日，亚特兰大联储 GDPNow 模型对 25Q2 美国 GDP 最新预测值为+2.6%；截至 7 月 11 日，纽约联储 Nowcast 模型对 25Q2 美国 GDP 预测值为+1.56%。

海外政治：“对等关税 2.0”延期至 8 月 1 日，市场反应相对平静。随着 7 月 9 日对等关税暂停截止日的到来，本周特朗普签署行政令，正式将截止日延期至 8 月 1 日。同时自 8 月 1 日起，特朗普将对各贸易伙伴按新设定的税率征收对等关税。目前已经正式宣布关税税率的共有 25 个国家和地区（详见图 18），其中较为重要的贸易伙伴包括日本（25%）、韩国（25%）、巴西（50%）、加拿大（35%）、墨西哥（30%）和欧盟（30%）。但值得注意的是，面对本轮特朗普对等关税 2.0 的威胁，市场波动较小，反应相对平静。究其原因，当前市场已经对特朗普的关税威胁消息存在一定程度的“脱敏”，市场更多选择 TACO 交易策略，押注特朗普将再度延期甚至取消对等关税的执行。总体来看，结合财长贝森特近期贸易谈判正在持续进行等言论，当前“对等关税 2.0”或仍是特朗普在关税谈判中对贸易伙伴的施压手段，8 月 1 日的新截止日期也存在再度延期的可能。不过需要注意的是，由于特朗普在关税问题上反复无常的态度，“对等关税 2.0”仍存在于 8 月 1 日落地执行一段时间后再延期的可能，届时市场可能因超预期的对等关税落地而在短时间内产生震荡。

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 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）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）

行业

推荐个股及其他点评

万达电影（002739）：2025 年上半年业绩预告点评：上半年净利大增，多元化布局打造新增长点

投资要点 事件：公司发布 2025 上半年业绩预告。2025H1 公司归母净利润预计 5~5.6 亿元人民币，同比增长 3.4~3.9 倍；扣非归母净利润预计 4.5~5.1 亿元，同比增长 4.2~4.9 倍。这一强劲表现主要得益于 2025Q1 电影市场的推动，《唐探 1900》等影片的良好投资回报、游戏业务的稳定增长以及公司整体经营质量的提升。 影院业务方面，面对票房市场的波动，万达电影正积极推进战略转型，旨在降低对传统影院收入的依赖。公司将“超级娱乐空间”升级为“1+2+5”战略版图，以一个核心、两大市场（国内与海外）、五大业务板块（院线、影视、投资、潮玩、游戏）联动，构建可持续的内容消费新生态。在核心的院线板块，公司上半年国内直营影院实现票房 42.07 亿元，市场份额为 14.4%，并通过提升卖品毛利率和降低费用来优化盈利能力；其澳洲院线 HOYTS 也实现了扭亏为盈。为打造线下综合性娱乐空间，公司持续升级放映设备，计划到 2026 年底完成五星级影城的全激光部署，并深入发展“影院+”模式，通过与《第五人格》等知名 IP 的联名活动及拓展电竞赛事、演唱会直播等多元内容，吸引更广泛的消费群体，提升非票收入。截至 2025 年 6 月 30 日，公司在国内拥有 705 家影院，在海外拥有 62 家 HOYTS 影院。 内容制作方面，万达电影坚持“内容+人才”双核驱动，构建了丰富的影视项目储备。电影方面，暑期档将有《恶意》、《长安的荔枝》等多部影片上映，而《寒战 1994》、《流浪地球 3》等备受期待的大制作也在后续片单中。剧集方面，《检察官与少年》等已进入待播阶段，《折叠城市》等项目正在筹备中。同时，公司的战略投资板块利用场景和 IP 优势，与“好运椰”、“52TOYS”等新消费品牌展开股权合作，并计划引入互动娱乐设施以丰富影院业态。此外，公司还推出了自研的零食和饮品品牌“三口小时光”与“H2OTALKS 与水说”，旨在拓展影院外的零售渠道，围绕产业生态进行协同，孵化超级品牌。 在新兴业务领域，万达电影正加速布局

潮玩与游戏，以打造新的增长引擎。旗下潮玩品牌影时光已构建了包括自有 IP、授权 IP 和原创 IP 在内的多元化资源库，并推出了“毛绒色界”等全新品牌线以及原创 IP “MOMO&FRIENDS”和虚拟偶像团体“Vexel”，还将上线专为潮玩设计的数字确权平台 Rtime LinK。游戏板块则依托公司全产业链资源，以文化出海为战略，积极推动《变形金刚：新纪元》、《乔乔的奇妙冒险》等多款 IP 游戏的全球发行，并持续深化影游联动。 盈利预测与投资评级：我们认为拓展电竞、演唱会直播等多元内容，并引入新消费品牌合作，有望丰富影院场景，提高非票业务收入，降低对票房的依赖风险，从而为公司业绩增长打造第二增长曲线。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测 10.0/12.4/14.4 亿元，当前股价对应 PE 分别为 24/19/17 倍，维持“买入”评级。 风险提示：行业竞争加剧风险，知识产权保护风险，海外业务拓展风险。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖

证券分析师：郭若娜 证券分析师：张文雨）

连连数字（02598.HK）：全球化牌照与稳定币创新双轮驱动，跨境支付巨头迎盈利拐点

投资要点 连连数字作为中国领先的跨境数字支付平台，通过全球化布局和技术创新实现了稳健发展。①公司自 2009 年成立以来，已构建覆盖全球七大核心市场的支付网络，2024 年港交所上市后进一步强化国际竞争力；②在财务表现方面，2020-2024 年营收 CAGR 达 22%，核心的全球支付业务毛利率稳定在 70%以上，虽因业务结构调整导致整体毛利率短期承压，但亏损持续收窄；③公司股权结构稳定且集中，董事会由具备金融科技复合背景的专业人士组成，实控人章征宇通过集中股权和股权激励平衡公司治理。 政策与市场双轮驱动下，支付行业迎来合规化与数字化发展新阶段。①2023 年国务院出台《非银行支付机构监督管理条例》，通过提高准入门槛和强化监管推动行业整合，促使资本充足的企业占据优势；②据弗若斯特沙利文预计，全球跨境电商 GMV 预计将以 19.3%的复合增速增长，中国数字支付市场 TPV 到 2027 年将达 354.1 万亿元，增值服务收入突破 885 亿元，展现出强劲增长潜力。③连连数字作为国内最大独立支付供应商，凭借牌照优势在细分市场占据 9.1%份额；④香港《稳定币条例草案》的通过进一步推动行业创新，通过低成本、高效率的跨境支付解决方案削弱美元主导地位，为商户提供费率优化与商业闭环的新机遇。 连连数字凭借全球化牌照布局和技术创新，构建了涵盖全球支付、境内支付及增值服务的综合数字支付生态。①2024 年公司总营收达 13.15 亿元，其中全球支付业务表现突出，收入同比增长 23.1%至 8.08 亿元，TPV 突破 2815 亿元；②境内支付业务 TPV 达 3 万亿元，增值服务收入 1.46 亿元，虚拟银行卡“越达卡”等创新产品推动业务多元化发展。③通过持续高研发投入和战略合作，公司强化了在跨境支付领域的领先优势，同时借助 Web3.0 和稳定币技术探索下一代支付解决方案，展现出从支付服务商向数字化生态平台升级的战略路径。 盈利预测与投资评级：考虑到公司目前尚未开始全面盈利，仍处于业务拓展阶段，我们首先考虑采用 P/S 估值法，参考可比公司的 P/S 估值，我们认为 2025、2026 年连连数字合理 P/S 估值应在 8.0x、7.0x，首次覆盖，给予“买入”评级。 风险提示：行业竞争加剧风险，政策合规风险，短期盈利风险。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：武欣姝）

有友食品（603697）：2025H1 业绩预告点评：成长性延续，利润端超预期

投资要点 事件：2025H1 公司预计实现营收 7.46-7.98 亿元，同比增加 40.9%-50.8%；实现归母净利润 1.05-1.12 亿元，同比增加 37.9%-47.6%；实现扣非净利润 0.89-0.97 亿元，同比增加 46.8%-58.9%。我们测算，2025Q2 预计实现营收 3.63-4.15 亿元，同比增加 42.7%-63.2%，实现归母净利润 0.55-0.62 亿元，同比增加 66.5%-88.8%；实现扣非净利润 0.45-0.53 亿元，同比增加 74.6%-102.7%。按照中值计算，25Q2 归母净利率 15.0%，同比+2.1pct，环比+1.9pct。扣非归母净利率 12.7%，同比+2.4pct，环比+1.3pct。收入符合预期，新兴渠道贡献增量。我们预计会员制商超、零食量贩、电商渠道均有增长，传统渠道有压力。公司会员制商超上新频率较快，预计脱骨鸭掌保持良好增势，Q2 新增 2 款新品，素菜 4 月下旬上新，酸汤产品 6 月初上新，仍处于爬坡阶段，利润率超预期，效率提升是核心。2025Q2 净利率环比同比均有提升，主因规模效应释放较好，其次鸡爪成本边际有回落。再次验证公司生产效率持续有提升，可以对冲渠道结构变动的的影响。盈利预测与投资评级：成长势能良好，考虑到效率提升和成本边际回落，我们上修此前盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 2.32/2.85/3.29 亿元（此前预测为 1.99/2.34/2.71 亿元），同比+47.2%/+23.2%/+15.3%，对应 PE 为 23/19/16X。维持“买入”评级。风险提示：食品安全风险，原材料价格波动，行业竞争加剧。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：李茵琦）

佛燃能源（002911）：2025H1 业绩快报点评：业绩符合预期，经营性现金流高增

投资要点 事件：2025/7/12，公司发布 2025 年半年度业绩快报，公司 2025H1 归属于上市公司股东的净利润为 3.09 亿元，同比增加 7.13%；扣除非经常性损益后的归属于上市公司股东的净利润为 3.08 亿元，同比增加 12.18%。25H1 业绩符合预期，经营性现金流高增：2025 年上半年，公司营业总收入 153.38 亿元，同比增长 8.59%；利润总额 5.13 亿元，同比增加 0.39%，符合我们预期；归属于上市公司股东的净利润为 3.09 亿元，同比增加 7.13%；扣除非经常性损益后的归属于上市公司股东的净利润为 3.08 亿元，同比增加 12.18%。2025 年上半年，公司经营活动产生的现金流量净额 6.85 亿元，同比增加 601.92%，主要系 2024H1 公司购买商品产生的现金净流同比大幅增加所致，2025H1 经营性现金流明显恢复。供应链及其他业务收入高增，多元业务打开成长空间：2025 年上半年，公司营业总收入 153.38 亿元，同比增长 8.59%；其中，城市燃气收入 65.77 亿元，同比减少 4.88%，判断主要系国内需求&气价偏弱所致；供应链及其他业务收入 87.61 亿元，同比增长 21.52%。公司发挥产业链优势，供应链业务持续发力；围绕工程服务与生活服务，积极拓展延伸业务；深入开拓科技研发与装备制造业务，大力投入科技研发；实现供应链、延伸、科技研发与装备制造业务多点开花，用多元业务打开成长空间。股权激励目标锁定利润稳增，高分红构筑安全边际。公司股权激励目标为 2025 年每股收益达到 0.9 元（股本按照 2022 年底总股本 9.52 亿股计算），即 2025 年归母净利润不低于 8.57 亿元，锁定 2025 年利润稳增。2020-2024 年公司分红比例均值超 70%，假设 2025 年维持 2024 年 73%的分红比例，按照 2025 年 8.72 亿元的盈利预测，对应股息率 4.7%（2025/7/11）。盈利预测与投资评级：我们维持 2025-2027 年公司归母净利润为 8.72/9.22/9.76 亿元的盈利预测，同比+2.2%/+5.7%/+5.9%，对应 PE15.4/14.6/13.8 倍（估值日期 2025/7/11）。公司天然气供应业务持续稳定发展，新能源业务稳步增长，供应链、延伸、科技研发与装备制造业务多点开花；维持“买入”评级。风险提示：经济增速不

及预期，极端天气&国际局势变化，安全经营风险，商誉减值风险

(证券分析师：袁理 证券分析师：谷玥)

蔚蓝锂芯 (002245): 2025 年中报预告点评: Q2 业绩超市场预期, 锂电池盈利水平亮眼

投资要点 公司 Q2 业绩超市场预期。公司 H1 实现归母净利 3.0-3.6 亿元，同增 79%~115%，扣非净利 3.2-3.8 亿元，同增 156%~204%；其中 Q2 实现归母净利 1.6-2.2 亿元，同增 63%~125%，环增 11%~54%，扣非净利 1.7-2.3 亿元，同增 124%~203%，环增 15%~55%，Q2 业绩超市场预期。 Q2 出货近 1.8 亿颗，环增 30%，单颗盈利升至 0.6 元。传统锂电端，出货方面，25 年 H1 出货超 2 亿颗，同增 20%，其中 Q2 出货 1.7-1.8 亿颗，同环比+75%/+30%，我们预计全年出货 7 亿颗，同增 60%。盈利方面，锂电 Q2 贡献利润 1 亿+，单颗盈利增至 0.6 元，环增 50-60%，表现超市场预期，系产品涨价+稼动率提升，随着马来工厂 Q3 产能释放，我们预计全年单颗盈利 0.5 元+，贡献利润 4 亿元。 新领域布局放量在即，推出半固态圆柱新品。锂电新品端，公司 BBU 成功适配 GB300，25 年预计出货 100 万颗，27 年预计出货破千万颗。公司 7 月推出半固态圆柱新品，能量密度 350wh/kg，循环寿命超 8000 次，支持 1C/3C 充放电，量产验证预计年底完成，后续计划 27 年量产 500Wh/kg 的全固态圆柱电池。新领域看，BBU、机器人、Evtol 等预计 26-27 年开启放量，产品盈利能力大幅优于传统主业，公司锂电板块有望迎来第二增长曲线。 LED 业务盈利亮眼，金属物流保持稳健。公司 LED 业务 25Q2 贡献利润超 5 千万元，环增 15%，盈利表现亮眼，随着下游需求持续回暖，高端产品占比提升，我们预计全年贡献利润 1.5-2.0 亿元，同增 35%+，此外公司已推出 CSP 芯片级封装产品，26-27 年有望贡献增长点；公司金属物流业务 25Q2 贡献利润 4 千万元，环比微增，我们预计 25 年有望贡献利润 1.7 亿元+，持续贡献稳定现金流。 盈利预测与投资评级：考虑到公司业绩超预期，我们上修 25-27 年归母净利预期 7.5/10.0/13.1 亿元（此前预期 6.5/8.2/10.5 亿元），同比+55%/+33%/+31%，对应 PE 为 21x/16x/12x，给予 25 年 30x PE，对应目标价 20 元，维持“买入”评级。 风险提示：下游需求不及预期，原材料价格波动，市场竞争加剧。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕
证券分析师：朱家佟)

思源电气 (002028): 2025 年中报业绩快报点评: 业绩大超市场预期, 出海兑现盈利大幅提升

投资要点 事件：公司发布 25H1 业绩快报，实现营收 84.97 亿元，同比+38%，归母净利润 12.93 亿元，同比+46%，扣非归母净利润 12.38 亿元，同比+47%；其中 Q2 实现营收 52.70 亿元，同比+50%，归母净利润 8.47 亿元，同比+62%，扣非归母净利润 8.01 亿元，同比+60%。H1 实现归母净利率 15.22%，同比+0.83pct，Q2 实现归母净利率 16.07%，同比+1.14pct。盈利能力大幅提升，业绩大超市场预期。 海外电力设备需求旺盛，折价销售有望成为历史。根据海关出口数据，1-5 月变压器/高压开关出口金额约 225/150 亿元，同比+35%/32%，在全球关税战的背景下，海外电力设备市场仍旧供不应求，截至 25 年 5 月，美国/韩国/德国的变压器 PPI 相比 24 年分别提升了 3.07/7.00/2.92pct，开关设备 PPI 相比 24 年分别提升了 11.20/9.19/3.78pct，思源作为国内高压电力设备出海的领军企业，实现了欧洲、中东、中南美洲、亚洲、非洲等地区市场的突破，凭借产能及交付优势，不断缩小与海外头部公司的差距，折价销售有望成为历史。24 年我们估计公司新签海外订单同增超 80%，其中欧洲、中南美

洲、中东等市场订单实现翻倍以上增长，25M1-5 海外订单有望保持高速增长，持续兑现出海竞争力。25Q2 公司归母净利率提升 1.14pct，我们认为主要系 Q2 海外优质订单陆续交付拉动盈利能力提升。随着海外市场份额逐渐提升，公司盈利能力仍有较大提升的空间。网内市场新品再突破、市场+技术竞争力凸显公司 α 。根据 25 年前三批国网输变电物资招标结果，公司累计中标 38.6 亿元，同比+94%，国网市场份额大幅提升，主要系公司连续中标 22 间隔 750kV 组合电器，实现高端产品在国网系统中标的突破，为后续进军 1000kV 领域打下坚实基础。除传统主业外，公司储能+超级电容业务发展较快，公司储能电池业务出口欧洲市场，覆盖德国、波兰等 10 余个欧洲国家，生产计划已排至年底；超级电容业务从储能和汽车电子向 AIDC 领域延伸，未来有望成为公司远期发展新增量。盈利预测与投资评级：公司业绩超市场预期，海外优质订单持续交付拉动业绩高速增长，我们上修公司 25-27 年归母净利润分别为 28.2 (+0.9)/38.0 (+2.6)/50.0 (+4.4) 亿元，同比+38%/35%/32%，现价对应 PE 分别为 19x、14x、11x，给予 25 年 25x PE，对应目标价 90.7 元/股，维持“买入”评级。风险提示：电网投资不及预期，海外市场拓展不及预期，竞争加剧等。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：谢哲栋
证券分析师：司鑫尧)

建投能源 (000600): 2025 半年报预告点评: 业绩略超预期, 受益于无核贫水, Q2 上网电量同比+1%

投资要点 事件：公司发布 2025 年半年报预告和上半年销售电量数据，2025 年上半年公司实现归母净利润约 8.8 亿元，同比+153.4%；实现扣非后归母净利润约 8.62 亿元，同比+176.8%，业绩略超预期。值得注意的是，公司实现第二季度上网电量 107.64 亿千瓦时，同比+1%。受益于区域电力供需无核贫水，公司 2025Q2 上网电量同比+1%。2025 年第二季度公司完成发电量 116.15 亿千瓦时，同比+0.67%，完成上网电量 107.64 亿千瓦时，同比+1%。2025 年上半年，公司累计完成发电量 245.73 亿千瓦时，同比-3.66%，累计完成上网电量 228.37 亿千瓦时，同比-3.52%。打造临厂经济圈，2025Q2 工业供热同比+37.3%：公司积极耦合地方经济发展和民生需要，充分挖掘煤电资产多元价值，做优供热资产，打造临厂经济圈。2025Q2 公司完成工业供热量 148.77 万吉焦，同比+37.32%；2025H1，公司累计完成工业供热量 306.00 万吉焦，同比+33.54%。受益于无核贫水电源供给结构，我们预计未来三年（2025-2027）河北省火电电价、电量领先行业：当前常规电源占比远低于全国平均，预期未来三年维持偏紧趋势：2024 年河北省常规电源火、水、核电占比 63%、2%、0%，显著低于全国占比 67%、14%、5%。全国电源品种上，我们预期火电受到新能源、核电上网挤压，发电量增速逐年放缓；河北省电源品种上，我们预期维持无核贫水趋势，火电增长略高于全国水平、光伏增速放缓、风电维持较快增长。盈利预测与投资评级：我们维持预计 2025-2027 年公司实现归母净利润为 13.40 亿元、15.59 亿元、15.95 亿元，同比增速为 152.2%、16.4%、2.3%；对应 2025-2027 年 PE 为 10、9、9 倍，维持“买入”评级。风险提示：并购进度不及预期的风险，电力需求超预期下降的风险，减值风险等

(证券分析师：袁理 证券分析师：唐亚辉)

中国中车 (601766): 2025 半年度业绩预告点评: 业绩高增, 预计 25H1 归母净利润同比+60%-80%

投资要点 25H1 业绩高增，归母净利润同比增长 60%-80% 公司发布 2025 年半年度业绩预告，预计实现归母净利润 67.22 亿元-75.62 亿

元,同比增长 60%-80%;实现扣非归母净利润 62.16 亿元-70.56 亿元,同比增长 85%-110%。单 25Q2 来看,预计公司实现归母净利润 36.69 亿元-38.93 亿元,预计同比+15%-20%。2025H1 公司归母净利润增长超预期,我们判断主要系 2024 年末集中释放的动车组高级修订单与动车组采购订单错期延迟交付。铁路固定资产投资稳健增长,看好动车组配套需求释放。2024 年来铁路固定资产投资复苏向好:2024 年我国铁路固定资产投资完成额为 8506 亿元,同比+11.3%,2025 年 1-5 月铁路固定资产投资完成额 2421 亿元,同比增长 5.9%。后疫情时期铁路固定资产投资逐步复苏。展望后续,我国高速铁路年规划里程稳定在 2500km 左右,而动车组采购是根据高铁运营里程配置的,我们判断动车组招标需求有望延续。动车组招标与高级修需求共振,公司铁路装备业务乘势而上。(1)动车组招标回暖:2024 年度国铁集团共公开招标 350km/h 动车组 245 组,同比+49%。2025 年国铁集团首次动车组招标共采购 68 组动车,以动车组单价 1.7 亿元计算,招标金额约 115 亿元。2025 年第一次招标虽然相比 2024 年动车组第一次招标量有所减少,但我们认为在十四五规划指引下,2025 年全年动车组招标有望在下半年发力。(2)动车组高级修招标高增:2024 年动车组高级修两次招标共涉及三/四/五级修 56/269/509 组,同比分别-19%/+138%/+371%。2024 年公司动车组高级修新签订单 453.6 亿元,实现高增。2015-2016 年投运的 CRH380 系列正密集步入五级修周期,高级修招标量有望持续兑现。盈利预测与投资评级:我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 138.08/148.80/160.34 亿元,当前股价对应动态 PE 分别为 15/14/13 倍,考虑到铁路固定资产投资复苏向好,公司作为国内唯一动车组整车生产商将同步受益,维持公司“买入”评级。风险提示:铁路固定资产投资不及预期,动车组招标不及预期,宏观经济风险。

(证券分析师:周尔双 证券分析师:钱尧天)

柳工 (000528): 2025 半年度业绩预告点评: 归母净利润同比 +20%~30%超市场预期, 看好公司全年业绩高增

投资要点 事件: 2025 年 7 月 11 日, 公司发布 2025 年半年度业绩预告。2025H1 归母净利润同比增长 20%~30%, 业绩增长超市场预期。根据预告, 2025 年上半年柳工归母净利润 11.8~12.8 亿元, 同比增长 20%~30%, 扣非归母净利润 10.9~11.9 亿元, 同比增长 21%~32%。单 Q2 归母净利润 5.2~6.2 亿元, 中值为 5.7 亿元, 同比+18%; 扣非归母净利润 4.8~5.8 亿元, 中值为 5.3 亿元, 同比+19%。国内市场方面, 受益于稳经济政策持续加力, 以及产品更新换代需求释放和新能源进程加快, 土方机械行业呈现加速回暖态势, 公司主导的装载机、挖掘机及路面机械等产品实现较快增长。国际市场方面, 公司积极推动“全面解决方案、全面智能化、全面国际化”战略高质量落地, 收入及利润实现稳健增长。展望全年, 内需反转向好, 出口持续复苏, 我们认为公司全年 346 亿元收入&提升 1pct 净利率业绩确定性较强。6 月挖掘机内销韧性凸显, 出口高景气延续。2025 年 6 月挖掘机销量 18804 台, 同比+13%, 其中国内挖机销量 8136 台, 同比+6%, 恢复正增长; 挖机出口销量 10668 台, 同比+19%, 出口增速持续提升。累计来看, 1-6 月国内挖机累计销量 65637 台, 同比+23%, 累计出口 54883 台, 同比+10%。(1)国内方面, 3-4 月挖机需求前置导致 5 月挖机内销短期波动, 6 月已有所恢复, 我们认为化债中长期提升资金到位率&挖机更新替换需求驱动下, 全年国内工程机械行业仍能够实现可观增长;(2)出口方面, 印尼、南美、非洲、中东、欧洲地区工程机械需求 2025 年来表现均较好, 海外景气度明显回暖。具体到柳工来看,

虽北方特区和北美市场有所下滑，但欧洲地区实现扭亏为盈，全年有望贡献可观利润，成为公司海外利润增长重要引擎；非洲、印尼等地渠道布局持续完善，高景气度增长下公司将持续受益。展望后续，全球进入降息周期，宽松背景下全球投资情绪有望升温，带动工程机械需求持续增长。混改充分释放成长活力，股份回购增持彰显长期发展信心

(1) 混改释放成长活力：2022 年公司完成混改并实现整体上市，混改完成后陆续发布股权激励和定增，有效扩张产能、升级智慧工厂、激发员工积极性，综合竞争力大幅增强。此外，公司于 2025 年 4 月 25 日发布新版薪酬方案，混改后公司已经基本实现市场化机制，完备的薪酬制度与股权激励政策将有效提升公司内部活力。

(2) 回购增持彰显长期发展信心：2024 年公司实施两期股份回购，截至 25 年 2 月 28 日累计已回购 5523 万股，占公司总股本 2.7%；2025 年 4 月 25 日，公司发布公告称柳工集团将增持 2.5-5 亿元，回购及增持均彰显长期发展信心。

盈利预测与投资评级：工程机械内销韧性足，海外新兴市场景气度较高，我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 20.7/28.9/37.9 亿元，当前市值对应 PE 分别为 10/7/5x，维持“买入”评级。

风险提示：国内行业需求不及预期，政策不及预期，出海不及预期等

(证券分析师：周尔双)

中国船舶(600150)：2025 年半年度业绩预增：25H1 归母净利润同比+98%~119%，在手订单兑现业绩超预期

投资要点 事件：2025 年 7 月 10 日，公司发布 2025 年半年度业绩预增公告。2025H1 业绩预增 98%-119%，在手订单兑现超市市场预期

根据预告，2025 年上半年中国船舶归母净利润 28~31 亿元，同比增长 98%~119%，扣非归母净利润 26~29 亿元，同比增长 120%~145%，业绩超市市场预期。对应单 Q2 归母净利润 17-20 亿元，同比增长 65%~95%。同时，中国重工 7 月 10 日亦发布业绩预告，2025 年上半年实现归母净利润 15~18 亿元，同比增长 182%~238%，中国船厂在手订单放量、利润率修复逻辑持续兑现。截至 2025 年 5 月，中国船舶手持民船订单 322 艘、2461 万载重吨，产能已排期至 2029 年，展望后续，301 法案悲观情绪逐渐修复，此前抑制的需求有望逐步释放，南北船合并发挥协同效应，中国造船产业链综合竞争力将持续增强。

资产整合持续推进，看好内部效率提升带来的利润释放弹性

2025 年 7 月 4 日，中国船舶发布公告，公司吸收合并中国重工暨关联交易事项获得上海证券交易所并购重组审核委员会审核通过，意味着“南北船合并”进展更进一步。根据中国船舶、中国重工 2024 年年报披露数据，合并完成后公司手持订单占全球总量约 15%，造船完工量占全球总量超 14%，新签订单量全球占比超 16%。两者合并后将减少同业竞争，提升中国造船资产协同效应，进一步提升中国船舶制造全球影响力。展望后续，根据中国船舶承诺，沪东中华将在三年内剥离不宜注入上市公司资产并提议注入中国船舶；黄埔文冲、重庆川东等同业竞争问题将陆续解决，看好中船集团内部效率提升带来的利润释放弹性。

存量+环保更新中长期逻辑不改，船舶制造上行周期仍将持续

根据克拉克森数据，截至 2025 年 6 月底，新造船价格指数为 187，同比-1%维持高位，全球船厂在手订单量 3.9 亿载重吨，同比+20%，较 2025 年初下降 0.1%。受 2024 年基数较高、美国 301 和船舶法案影响，2025 上半年船舶新签订单下滑 54%，但展望后续，环保趋严+船龄增长下存量更新需求中长期存在，将支持行业景气度。2025 年 4 月美国贸易代表办公室公布了对中国海事、物流和造船业的 301 调查结果，本次方案较草案制裁强度有所减弱，调查结果初步落地，船东可有针对性地制定应对措

施，造船市场情绪面、订单面有望修复。2025年6月中国船厂新签订单64.4亿美元，占全球新签订单量61%，环比+38pct。中期来看，造船业周期高点已过但远未结束，供给刚性支撑船价，需求侧前期透支量消化、散货船发力，船厂仍将持续受益。盈利预测与投资评级：业绩预增超市场预期，全球造船业领先地位稳固。我们维持公司2025-2027年归母净利润预测为74/99/124亿元，当前市值对应PE分别为21/16/13x，维持“买入”评级。风险提示：宏观经济波动、地缘政治风险、原油价格波动等。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：韦译捷)

东鹏饮料(605499): 2025H1业绩预增公告点评：收入符合预期，成长底色依旧

投资要点 事件：公司发布2025年半年度业绩预增公告，预计25H1实现营业收入106.3-108.4亿元，同比+35.0%~37.7%；归母净利润23.1-24.5亿元，同比+33.5%~41.6%；扣非归母净利润22.2-23.6亿元，同比+30.1%~38.3%，预计25Q2实现营业收入57.8-59.9亿元，同比+31.7%~36.5%；归母净利润13.3-14.7亿元，同比+24.6%~37.8%；扣非归母净利润12.6-14.0亿元，同比+16.5%~29.4%。收入符合预期，第二曲线持续发力。25Q2公司收入预告同比增长中枢约+34%，保持良好增势，2025年公司坚持动销为先，持续推进全国化战略，通过精细化渠道管理，不断加强渠道运营能力，预计全年网点数量可突破400余万家，同时公司持续加大冰冻化建设，提高全品项产品的曝光率、拉动终端动销，核心单品动销稳步向全年目标迈进。此外，特饮基本盘基础之上，公司积极探索多品类发展，培育新的增长点，其中补水啦网点规模持续扩大，旺季动销环比已显提速态势，Q1推出果汁茶新品，渠道反馈目前铺货网点近200万个，日销持续爬坡、逐步贡献销售增量，持续验证公司大单品打造能力。高基数+费率提升，净利率同比略有回落。根据业绩预告，单Q2净利率/扣非净利率中枢分别约23.8%、22.6%，同比有所回落，我们预计主因整体费用端相对保持刚性：1)成本端看，25Q2白砂糖成本仍处同比回落通道(以柳州白糖市场价价格参考，25Q2均价同比下降约-5.9%)，成本助力下预计主业毛利率有望保持相对稳定，但规模效应影响下预计新品毛利率与整体仍有差距；2)费用端看，24年同期低基数，1则24年冰柜基本于24Q1前置投放、24Q2冰柜投放费用较少，25Q2保持正常投放；2则25Q2营销费用投放增加(于适代言、分众梯媒等)，竞争加剧下终端费用投放亦有加大。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，短期增速略有回落不改长期增长势头，我们基本维持2025-2027归母净利润为46.5/60.2/73.5亿元，同比+40%、29%、22%，当前市值对应PE为32、25、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)

上纬新材(688585): 环保树脂领军者，智元系入主谱写具身智能成长新篇章

投资要点 深耕环保树脂主业，风电与防腐构建成长底盘 公司成立于1992年，是国内领先的高性能树脂材料企业。1)产品完善：当前公司已形成以环保高性能耐腐蚀材料、风电叶片用材料、新型复合材料、循环经济材料四大类为核心的产品体系，具备丰富的应用拓展能

力。2)收入及利润边际改善: 24 年公司实现收入 14 亿元。同比+6.7%, 扭转 22 年来的连续下滑, 主要系风电订单释放和产品结构持续优化, 实现归母净利润 0.89 亿元, 同比+25.4%。3)盈利能力持续上修: 公司毛利率在经历 2021 年原材料价格冲击后逐步恢复, 从 8.5%回升至 24 年的 15.9%; 同期净利率也从 0.6%改善至 6.0%。4)费用管控稳定: 近年来公司费用率管控稳定, 22 年起研发费用率保持在 2%以上, 体现技术投入的持续性。风电叶片用材料: 立足主业优势, 乘风电新周期再起之势 1)公司产品完善: 已建立覆盖全工艺环节的风电叶片用材料体系, 具备稳定出货能力与广泛客户认证基础, 在行业内形成明显竞争优势。2)行业景气度上行: 风电行业有望迈入“装机放量+材料升级”双驱动的中长期成长通道。2024-2030 年间全球新增风电装机量将有望达到年均 8.8%的复合增速, 至 2030 年预计达到 194GW, 新增规模几乎翻番, 长期成长空间充足。环保高性能耐腐蚀材料: 深耕重防腐赛道, 稳健拓展多元应用场景 1)公司产品完善: 深耕防腐树脂三十余年, 产品体系完善, 性能稳定, 广泛应用于重防腐等高端领域。2)市场需求稳中有增: 环保高性能耐腐蚀材料受益于基建投资与设备更新, 市场需求稳中有增, 全球乙烯基酯树脂市场规模预计在 2024 年达到 10.5 亿美元, 过去十年保持温和上升趋势。智元系入主公司, 公司转型为人形机器人平台化公司 1)智元收购公司: 智元系或支付超 21 亿, 收购公司至多 66.99%的股权, 原前两大股东放弃表决权。2)智元综合实力雄厚: 创始团队方面, 华为系孵化, 兼具技术实力和资本市场经验; 商业化进展方面, 具备机器人全栈技术, 国内出货量第一; 硬件方面: 四大系列机器人, 覆盖多种应用落地场景; 软件方面: 开创性使用 VILLA 架构, GO-1 实现小样本快速泛化; 资本市场方面: 成立合资公司/投资创业公司, 构建产业生态。盈利预测与投资评级: 公司主业经营稳健, 盈利能力稳定释放, 为公司提供持续现金流支持。暂不考虑收购影响, 我们预计公司 2025-2027 年的归母净利润分别为 0.95/1.08/1.17 亿元, 当前股价对应动态 PE 分别为 33x/29x/27x, 首次覆盖, 给予公司“增持”评级。风险提示: 下游风电行业竞争加剧风险, 人形机器人产业化进程不及预期, 重大股权调整带来相应风险。

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 钱尧天)

联邦制药 (03933.HK): 创新突破, 三靶点战略联姻诺和诺德

投资要点 GLP-1 千亿美金市场潜力无限, 三靶点有望分得更大市场份额: 据诺和诺德和礼来财报, 司美 2025Q1 销售 78.64 亿美元, 超过了 K 药 72.05 亿美元, 正式成为药王。而礼来的替尔泊肽 2025Q1 销售 61.5 亿美元, 考虑到替尔泊肽上市时间相比司美晚 1 年, 且凭借更优的减重效果, 替尔泊肽销售增速比司美格鲁肽更快, 未来潜力更大。据高盛预测, GLP-1 药物市场高达千亿美金。从目前临床数据来看, 主流 GLP-1 药物的迭代方式是多靶点迭代单靶点, 参考司美格鲁肽 (单靶点)、替尔泊肽 (GLP-1/GIP 双靶点)、Retatrutide (GLP-1/GIP/GCGR 三靶点) 的临床数据, 多靶点的减重效果更好, 起效更快。远期来看, 我们认为三靶点 GLP-1 药物有望分得更大市场份额。UBT251 与诺和诺德达成 20 亿美金 BD, 三靶点研发进展全球领先: 2025 年 2 月, 联邦制药就 UBT251 与诺和诺德达成 2 亿美元首付款, 总金额 20 亿美元的 BD。UBT251 为 GLP-1/GIP/GCGR 三靶点减重药物, GCG 具有一定的减少食物摄入、增加脂肪组织能量消耗、降低体脂的作用。适当的 GCG 具有提高血糖的作用, 可以反馈胰岛素的调节, 减少低血糖事件的发生。礼来同靶点的 Retatrutide 海外已启动头对头替尔泊肽的 3 期临床, 2 期数据显示 12mg 剂量 48 周减重 24.2%,

24 周减重 17.5%。而 UBT251 中国 1b 期临床试验 1mg/3mg/6mg 剂量组 12 周平均体重较基线下降 15.1%，扣除安慰剂效应后减重 16.6%，起效速度更快，极有可能实现超越 Retatrutide 的疗效。 联邦生物在研管线丰富，创新布局将成新增长极：公司在研管线丰富，小分子布局自身免疫、代谢、眼科、抗感染等领域，JAK1 抑制剂 TUL01101 片剂和软膏剂的特应性皮炎适应症处在临床 2 期；生物药布局聚焦内分泌/代谢、自身免疫领域，拥有完善的糖尿病、体重管理研发管线，德谷胰岛素和司美格鲁肽生物类似药已申报 BLA，UBT251 的肥胖、MAFLD、CKD 适应症处在临床 2 期。二代胃肠道激素 UBT37034 7 月 4 日获 FDA 减重临床许可，联用 UBT251 具备更大想象空间。 盈利预测与投资评级：我们预计公司 2025-2027 营业收入为 138.6/150.0/162.6 亿元，同比增速为 0.7%/8.2%/8.4%；净利润分别为 31.1/31.0/33.8 亿元，同比增速为 17.0%/-0.3%/9.1%；对应 PE 分别为 8/8/7 倍。基于公司 1) UBT251 研发进展顺利，在研管线布局丰富；2) 胰岛素与动保制剂快速放量；3) 抗生素原料药和中间体价格趋稳，首次覆盖，给予“买入”评级。 风险提示：研发进度不及预期风险、制剂集采风险、原料药需求不及预期风险。

(证券分析师：朱国广 证券分析师：冉胜男)

广电计量 (002967): 2025 年半年报业绩预告点评: 归母净利润同比 +20%，战略转型与政策拉动共振增长

投资要点 事件：2025 年 7 月 10 日，公司发布 2025 年半年度业绩预告。 业绩稳健增长，科技创新驱动持续发展 根据公司公告，2025 年 H1 公司实现营业收入 14.5~15.0 亿元，同比增长 7.9%~11.6%，归母净利润 9500~10000 万元，同比增长 19.2%~25.5%。单 Q2 营业总收入 8.3~8.8 亿元，同比增长 10.1%~16.7%，归母净利润 9018~9518 万元，同比增长 14.9%~21.2%。2025 年上半年，公司深耕特殊行业、新能源汽车、航空航天及集成电路等领域，拥有丰厚的技术积累和市场资源，持续受益于下游科技创新需求的释放。公司精细化管理成效显著，盈利能力不断增强，净利润增速高于营收增速。依托积极的市场拓展，科技创新类检测业务订单快速增长，逐步转化为收入贡献。整体而言，公司业绩保持稳健，正加快塑造科技创新检测服务龙头地位，夯实可持续发展基础，未来 5~10 年有望塑造持续增长的核心驱动力。 国家政策加码计量领域，行业迎来战略发展机遇 近日，政府部门连发制造业计量领域重磅文件：市场监管总局、工业和信息化部印发《计量支撑产业新质生产力发展行动方案(2025—2030 年)》(以下简称《行动方案》)；工业和信息化部印发《关于制造业计量创新发展的意见》(以下简称《意见》)，旨在进一步提升制造业计量能力，夯实计量对构建现代化产业体系的保障作用，加快制造业产业基础高级化。其中，《行动方案》明确指出每年将重点遴选 10 个左右项目作为计量支撑产业新质生产力发展年度重点项目；《意见》提出，到 2027 年，突破 100 项以上关键计量校准技术，制修订 300 项以上行业计量校准规范，研制 100 台套以上计量器具和标准物质，培育 50 家以上仪器仪表优质企业，建设 10 家以上制造业高水平计量校准技术服务机构。在政策支持下，计量行业迎来战略发展新机遇。 战略新兴板块成长性凸显，看好公司发展前景 公司为国有计量检验检测龙头，品牌公信力、技术水平领先。2023 年末管理层换届以来，公司战略转型成果初现，看好长期成长：(1) 将战略重点从综合性检测机构转向聚焦于服务国家产业战略、科技创新的偏物理类检测业务，积极布局包括低空经济、民用航空、人工智能、深海工程、先进核能等前沿业务领域，培育未来发展动力，受益下游技术迭代和需求持续增长。2025 年 1 月公司发

布公告，拟投资 3.3 亿元用于实验室技术改造（其中 2.9 亿元用于仪器设备购置），反映发展信心及转型决心。（2）将考核重点从收入转向利润导向，推动精细化管理，全面实施降本增效策略，人效提升明显，2024 年人均创利 5.4 万元，同比增长 71%。 盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 4.0/4.5/5.2 亿元，当前市值对应 PE 为 26/23/20X，维持“增持”评级。 风险提示：宏观经济波动、竞争格局恶化等

（证券分析师：周尔双 证券分析师：韦译捷）

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>