

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-07-11

宏观策略

2025 年 07 月 11 日

海外周报 20250706: 6 月超预期非农令市场降息预期延后至 9 月

核心观点: 本周美越贸易协议与对华芯片设计软件出口限制解除提振市场情绪, 美股上涨; 而经济数据的走强令美债利率随降息预期降温而大幅上行, 10 年期美债利率全周升 6.89bps 至 4.346%。本周美国“软数据”PMI 调查超预期, ISM 服务业 PMI 重回荣枯线之上。而周五公布的“硬数据”美国 6 月非农就业再度超预期, 失业率也有所回落, 市场对此解读偏乐观, 7 月降息预期被彻底打消。此外本周特朗普《大美丽法案》(OBBB) 正式签署落地, 债务上限进一步提高 5 万亿美元至 41 万亿美元。由于《大美丽法案》带来的赤字增加预期已被市场关注许久, 因此 OBBB 的落地或意味着“买预期、卖现实”的交易进入后半程。短期看, 30 年美债利率或 10s30s 期限利差的上行或因此告一段落。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。

宏观量化经济指数周报 20250706: 政府债融资多增或推升 6 月社融增速 预计随着总量型和结构型工具的政策效应继续显现, 市场利率或延续低位震荡

宏观深度报告 20250704: 基于 43 个国家的比较: 我国服务消费比重是否偏低?

我们利用 43 个国家和地区 2019 年的消费数据, 从自下而上的视角对我国消费结构进行国际比较。数据年份如无特别说明均为 2019 年, 关于样本国家和数据的详细说明参考正文第四节附录部分。主要结论如下: 我国消费率偏低是服务消费影响吗? 我国整体消费率偏低, 服务和商品消费都有待提高, 并不是商品消费高、服务消费低。2019 年我国居民消费率为 39.3%=服务消费率 21.1%+商品消费率 18.2%, 而 43 个国家居民消费率为 55.2%=服务消费率 28.4%+商品消费率 26.8%。我国商品消费率比 43 国平均水平低 8.6 个点, 服务消费率比 43 国平均水平低 7.3 个点, 都有较大的提升空间。我国服务消费比重真的低吗? 不低。跟人均 GDP 在 2.5 万美元以上的国家相比, 我国服务消费比重是偏低的; 但跟人均 GDP 在 2.5 万美元以下的国家相比, 我国服务消费比重不低。把 43 个国家服务消费比重跟人均 GDP 结合来看, 43 个国家里, 有 20 个国家 2019 年人均 GDP 在 2.5 万美元以下, 这些国家服务消费比重平均为 46.4%; 有 23 个国家人均 GDP 在 2.5 万美元以上, 这些国家服务消费比重平均为 56.3%。我国 2019 年人均 GDP 在 1 万美元左右、服务消费比重 53.8%, 高于同等发展水平的大部分国家。风险提示: (1) 国际比较在细节上可能存在误差, 各国统计制度的差异未能完全反映, 如在个人护理、餐饮住宿、金融服务等服务项目统计上差别较大, 这不影响我们的整体结论, 但可能带来一定的统计差异风险。(2) 数据相对滞后, 由于 2020-2022 年各国受疫情影响较大, 服务消费数据偏差大, 2023 年后数据大多还没有更新, 2019 年数据较为齐全和稳定, 但时间距离较远, 可能产生一定偏差风险。(3) 国际比较的广度仍有不足, 如目前的数据大多是欧洲国家, 对亚洲国家的样本覆盖面仍有不足, 不能完全排除国际比较带来的结论片

晨会编辑 袁理

执业证书: S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

面性。

固收金工

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

保险 II 行业点评报告：债券通南向通拟扩容，保险资金将打开出海新窗口

负债端、资产端均持续改善，估值仍有较大向上空间。1) 我们认为市场储蓄需求依然旺盛，同时在监管持续引导和险企主动性转型下，负债成本有望逐步下降，利差损压力将有所缓解。2) 近期十年期国债收益率企稳于 1.64% 左右，我们预计，未来伴随国内经济复苏，长端利率若继续修复上行，则保险公司新增固收类投资收益率压力将有所缓解。3) 当前公募基金对保险股持仓仍处于低位，估值对负面因素反应较为充分。2025 年 7 月 10 日保险板块估值 2025E 0.61-0.95 倍 PEV、0.99-2.15 倍 PB，处于历史低位，行业维持“增持”评级。风险提示：宏观经济不及预期；政策趋紧抑制行业创新；市场竞争加剧。

推荐个股及其他点评

佐力药业 (300181)：2025 年半年度业绩预告点评：利润端持续亮眼，战略布局“乌灵菌+”，打开中期第二增长曲线

事件：2025 年 H1，公司营业收入同比增长约 12%；归母净利润预计 3.68~3.88 亿元 (+24.3%~31.06%，同比增长 24.3%~31.06%，下同)，扣非归母净利润 3.66~3.86 亿元 (+25.36%~32.21%)。单 Q2 季度来看，公司实现营收 7.8 亿元 (+2.7%)，预计归母净利润 1.87~2.07 亿元 (+21%~34%)，扣非归母净利润 1.85~2.05 亿元 (+25%~39%)。扣除股权激励费用影响，公司上半年归母净利润 3.8~4.0 亿元，同比增长 28.9%~35.7%。超此前我们的利润预期。盈利预测与投资评级：我们维持预计 2025-2027 年公司归母净利润为 6.55/8.41/10.41 亿元，对应 PE 估值为 20/16/13X。展望下半年，随着广东联盟扩围接续以及湖北中成药集采的陆续执行，公司乌灵胶囊、百令系列放量均有望提速。维持“买入”评级。风险提示：集采后放量不及预期风险，行业政策风险，市场竞争加剧风险等。

宏观策略

海外周报 20250706：6 月超预期非农令市场降息预期延后至 9 月

核心观点：本周美越贸易协议与对华芯片设计软件出口限制解除提振市场情绪，美股上涨；而经济数据的走强令美债利率随降息预期降温而大幅上行，10 年期美债利率全周升 6.89bps 至 4.346%。本周美国“软数据”PMI 调查超预期，ISM 服务业 PMI 重回荣枯线之上。而周五公布的“硬数据”美国 6 月非农就业再度超预期，失业率也有所回落，市场对此解读偏乐观，7 月降息预期被彻底打消。此外本周特朗普《大美丽法案》(OBBB) 正式签署落地，债务上限进一步提高 5 万亿美元至 41 万亿美元。由于《大美丽法案》带来的赤字增加预期已被市场关注许久，因此 OBBB 的落地或意味着“买预期、卖现实”的交易进入后半程。短期看，30 年美债利率或 10s30s 期限利差的上行或因此告一段落。 大类资产：美越贸易协议与对华芯片设计软件出口限制解除提振市场情绪，美股上涨；经济数据走强令美债利率随降息预期降温而大幅上行。本周特朗普宣布美方已与越南达成贸易协议，叠加对华芯片设计软件出口限制措施解除，美股大涨，标普 500 指数再创历史新高；而本周美国“软数据”PMI 调查和“硬数据”非农就业均超预期，市场降息预期进一步回落，美债利率大幅上行。整体来看，全周（6 月 30 日至 7 月 4 日）10 年期美债利率升 6.89bps 至 4.346%，2 年期美债利率升 13.20bps 至 3.880%，美元指数降 0.23% 至 97.18；标普 500、纳斯达克指数分别收涨 1.72%、1.62%；现货黄金价格收涨 1.92% 至 3337 美元/盎司。 海外经济：美国“软数据”超预期，ISM 服务业 PMI 重回荣枯线之上。美国 6 月 ISM 制造业 PMI 录得 49，预期 48.8，前值 48.5。其中新订单指数 46.4，前值 47.6；支付价格指数 69.7，预期 69，前值 69.4；就业指数 45，预期 47，前值 46.8；ISM 服务业 PMI 升至 50.8，预期 50.6，前值 49.9；新订单指数升至 51.3，前值 46.4；支付价格指数 67.5，前值 68.7；就业指数 47.2，前值 50.7。货币政策方面，在本周欧洲央行年度论坛上，多位主要央行领导人发表了利率观点。美联储主席鲍威尔表示稳定的经济活动让美联储有时间研究关税上调对物价和经济增长的影响，然后再恢复降息；欧洲央行行长拉加德指出欧元区 6 月通胀已达 2% 目标，但任务尚未完成，并警告地缘政治和全球分裂带来双向风险。拉加德同时表示降息周期接近尾声，但不会预设利率路径承诺，未来货币政策将依赖相关经济数据；日本央行行长植田和男则表示正在密切关注基础通胀的强度、美国关税政策的潜在影响，以及预计将逐步回落的食品通胀。增长方面，截至 7 月 3 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 4 日，纽约联储 Nowcast 模型对 25Q2 美国 GDP 预测值为+1.56%。 6 月非农：新增就业超预期，但数据结构呈现出“强弱互现”的特征。美国 6 月新增非农就业 14.7 万，预期 10.6 万，前值由 13.9 万上修至 14.4 万，前两月累计修正幅度由-9.5 万转为 1.6 万。6 月美国失业率 4.12%，预期 4.3%，前值 4.24%。劳动参与率 62.28%，预期 62.4%，前值 62.37%。6 月时薪环比+0.22%，预期+0.3%，前值+0.39%；同比+3.71%，预期+3.8%，前值+3.81%。从结构来看，14.7 万新增就业有 7.3 万来自政府部门。虽然联邦政府就业延续缩编，本月减少 0.7 万，但州政府、地方政府分别贡献 4.7、3.3 万就业。私人部门方面，教育医保（+5.1 万）与休闲餐旅（+2 万）继续作为非农就业稳定的主要贡献者。如果剔除政府、教育医保、休闲餐旅，其余行业对本次非农基本没有净正贡献。整体

来看，本次非农数据呈现出“强弱互现”的特征。一方面，非农强在：①新增非农超预期，前值上修；②累计2个月修正幅度改善明显，暂时打破“初值强，后下修”的质疑声音；③失业率超预期走低，终结年迄今的连续上行；④失业结构健康，永久失业等指标呈现减少。另一方面，非农弱在：①大小非农再次劈叉，最新6月的ADP新增私营就业录得-3.3万，为2023年3月以来最差。尽管ADP现为独立数据，但持续的劈叉与非农近期持续的下修让市场不得不质疑，大非农是否最终会因下修向小非农收敛；②非农就业一半来自地方政府贡献，私营部门贡献则继续来自医保与休闲餐旅，结构仍然不健康；③劳动参与率、就业率、时薪增速表现偏弱。市场对6月非农的解读则整体乐观，超预期数据令市场降息预期大幅回调，7月降息可能被彻底打消。截至最新市场预期美联储9月降息73.2%，全年降息2.16次/54.1bps。海外政治：特朗普《大美丽法案》正式落地，债务上限得到进一步提升。本周美国众议院以218-214票的微弱优势表决通过了参议院版本的《大美丽法案》(The One Big Beautiful Bill, OB BB)。随后特朗普于7月4日美国“独立日”正式签署该法案，OB BB正式落地生效。根据CRFB测算，OB BB将在未来10年（与2025.1的基准情形相比，不考虑TCJA延长等）带来额外3.4万亿的基础赤字与4.1万亿美元的总赤字。如果政客们故技重施，继续延长部分未来应到期的政策，则将给未来10年额外增加5.5万亿总赤字。但由于这部分预期已在5月初该法案在众议院通过时开始被市场关注，因此当下OB BB的落地更可能意味着“买预期、卖现实”的交易进入后半程。短期看，30年美债利率或10s30s期限利差的上行或告一段落。另外，由于OB BB的落地，美国政府债务上限得以提升5万亿至41万亿美元。这也意味着美国财政部可以在TGA耗尽前重启正常的国债发行活动，不会重演2021、2023年的债务上限危机。根据BPC此前预估，X-date可能最早在8月15日到来。这也一定程度缓解了市场流动性与美债供给压力。当然，后续贝森特更可能采用发行Tbills等短债的方式来缓慢补充TGA，长端美债面临的压力因此相对可控。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)

宏观量化经济指数周报 20250706: 政府债融资多增或推升6月社融增速

观点 周度ECI指数：从周度数据来看，截至2025年7月6日，本周ECI供给指数为50.10%，较上周回落0.02个百分点；ECI需求指数为49.93%，较上周回落0.01个百分点。从分项来看，ECI投资指数为49.98%，较上周回升0.01个百分点；ECI消费指数为49.71%，较上周回落0.03个百分点；ECI出口指数为50.22%，较上周回升0.01个百分点。月度ECI指数：从7月第一个周的高频数据来看，ECI供给指数为50.10%，较6月回落0.06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49.98%，较6月回升0.01个百分点；ECI消费指数为49.71%，较6月回落0.04个百分点；ECI出口指数为50.22%，较6月回升0.02个百分点。从ECI指数来看，7月份受高温天气的影响，工业生产整体景气度环比小幅放缓，全国最大电力负荷也创下历史新高，需求端则仍呈现结构分化，汽车零售和居民出行数据均延续修复态势，主要城市地产销售面积仍录得小幅负增长，出口端量价走势有所分化。消费方面，6月份乘用车零售延续修复态势，零售数量同比增长15%，较5月份的13%进一

步回暖。随着暑期的来临，居民出行数据明显回暖，航班执飞数量和执飞率均优于去年同期，主要旅游平台的相关数据也指向7月出游数据较去年增长明显；出口方面，6月下旬以来出口量价有所分化，主要港口货物吞吐量边际回暖，而包括集装箱运价指数和波罗的海干散货指数在内的海运价格指数则有所回落，一定程度指向出口仍面临一定不确定性，需关注美国关税豁免日到期后期关税政策的边际变化。

ELI指数：截至2025年7月6日，本周ELI指数为-0.90%，较上周回升0.15个百分点。预计6月贷款需求季节回暖、政府债融资继续推升社融增速。6月份为贷款投放“大月”，贷款需求或延续前一个月季节性回暖的态势，并且由于政府债融资继续同比多增，社融增量和增速继续回升，具体来看：（1）6月份新增贷款仍然面临“化债”的扰动，从国股银票转贴现利率看，6月份不同期限票据利率环比下行，且票据报价在月末再度翘尾上行，3个月期票据利率均值环比回落11bps至1.0%，6个月期票据利率均值环比回落6bps至1.0680%，同期同业存单利率窄幅震荡，6月份新增贷款需求季节性回暖，同时季末银行体系仍有“冲规模”的冲动，预计新增人民币贷款1.80万亿-2.0万亿元，相比去年同期小幅同比少增0.28-0.13万亿；（2）6月份政府债券融资继续扩张，根据Wind统计数据显示，6月份包括国债和地方政府债在内的政府净融资达到1.41万亿，相比去年同期政府债融资高峰同比多增0.7万亿，受政府债融资同比多增和贷款融资环比回暖的带动，预计6月社会融资规模新增3.6-3.8万亿，预计2025年6月末社融增速或环比回升至8.8%。货币政策维持适度宽松的基调，在“量”上继续“引导金融机构加大货币信贷投放力度”，在“价”上“推动社会综合融资成本下降”，预计随着总量型和结构型工具的政策效应继续显现，市场利率或延续低位震荡、实体经济流动性同比改善。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）

宏观深度报告 20250704：基于43个国家的比较：我国服务消费比重是否偏低？

我们利用43个国家和地区2019年的消费数据，从自下而上的视角对我国消费结构进行国际比较。数据年份如无特别说明均为2019年，关于样本国家和数据的详细说明参考正文第四节附录部分。主要结论如下：1、我国消费率偏低是服务消费影响吗？我国整体消费率偏低，服务和商品消费都有待提高，并不是商品消费高、服务消费低。2019年我国居民消费率为39.3%=服务消费率21.1%+商品消费率18.2%，而43个国家居民消费率为55.2%=服务消费率28.4%+商品消费率26.8%。我国商品消费率比43国平均水平低8.6个点，服务消费率比43国平均水平低7.3个点，都有较大的提升空间。我国服务消费比重真的低吗？不低。跟人均GDP在2.5万美元以上的国家相比，我国服务消费比重是偏低的；但跟人均GDP在2.5万美元以下的国家相比，我国服务消费比重不低。把43个国家服务消费比重跟人均GDP结合起来看，43个国家里，有20个国家2019年人均GDP在2.5万美元以下，这些国家服务消费比重平均为46.4%；有23个国家人均GDP在2.5万美元以上，这些国家服务消费比重平均为56.3%。我国2019年人均GDP在1万美元左右、服务消费比重53.8%，高于同等发展水平的大部分国家。2、接下来，我们对服务消费做一个结构比较，主要结论：（1）我国消费偏好更注重基础服务消费，呈现出“重教育不重娱乐、重买房不重租房”的特点，住房、医疗、教育等基础服务

是我国服务消费比重较高的主要原因。(2)我国服务消费价格偏低,典型如交通费用。服务价格低的好处是避免了“鲍莫尔病”,教育、医疗、交通等大量基础服务消费,对于低收入者也能负担;坏处是制约了服务消费比重的提高,服务消费额的比重受到价格限制,消费量的比重可能更高。3、对于具体的服务消费类别,国际比较结果如下:

(1)按照消费支出的八大类来看,我国与其他国家消费结构差别不大。八大类消费支出里,我国的结构大多跟国际水平比较一致,这说明各国消费者,无论面临怎样的收入水平和消费环境,消费需求大致是相似的。差别最大的是“其他用品与服务”。我国为2.4%,43国平均为10.6%。但这更多来自于统计差别,一是个人护理的支出,二是金融服务消费支出的差别。(2)居住:我国折算租金和住房维修支出比重高、实际租金占比低。一是自有住房折算租金,2019年我国自有住房折算租金占消费比重为15.1%,43国平均为12.5%,其中美国12%、欧盟12.4%、日本16.2%。二是住房维修服务,我国比重为3.2%,43国平均为0.7%,其中欧盟27国为1.0%,美国日本缺少该项数据。主要原因可能是我国毛坯房交付比例较高,硬装支出远高于国际水平,抬高了整体装修支出。第三,尽管自有住房折算租金比重高于国际水平,但是我国实际房租占消费比重仅为1.1%,远低于国际平均3.7%。这是因为我国租房市场规模低于国际水平,2020年七普数据显示我国租房家庭占比只有21.1%,而美国、日本都在三分之一左右。从时间趋势来看,我国实际房租支出受到城镇人口数量影响较大,2023年后,随着新增城镇人口数量的回升,房租支出占比也在回升。(3)教育:家庭教育支出比重远高于国际平均水平。我国教育支出有4个特点:第一,家庭投入远高于其他国家。教育支出占消费比重是8.4%,43国平均仅为1.4%,我国家庭对教育的重视程度超过其他支出,“再穷不能穷教育”。第二,我国教育支出的收入弹性小,属于必选消费。中国教育支出的收入弹性为0.3,基本属于不受收入变动影响的必需品,东亚国家里韩国的教育弹性也较小,仅为0.54,日本较高达到1.72,另外美国1.76、巴西3.9,这些国家教育的支出弹性更大,更接近奢侈品。第三,我国教育支出比重跟家庭收入成反比,收入越低的家庭,教育支出比重越高。根据北京大学《中国教育财政家庭调查报告(2021)》的数据,收入最靠后的10%家庭里,教育支出占总支出比例达到21.2%,收入最靠前的10%家庭这一比重为8.4%。第四,中国家庭的教育支出主要花费在校内,而非校外培训;不同学段来看,小学阶段校外培训花费较多。从幼儿园到高中、中职,不同学段的校外培训支出占教育支出比重的平均值只有12.9%,最高的是小学阶段,占比26.2%。(4)医疗:我国医疗服务支出占比6.4%,43国平均是2.7%。跟43个样本国家比较,我国排在第二位,最高的是美国,医疗服务支出占消费比重达到17.6%。美国医疗支出比重较高的原因是医疗服务价格昂贵,我国则是由于医保和商业保险都起步较晚。从世卫组织(WHO)统计的各国医疗总支出和私人支出两个指标来看,我国医疗总支出并不高,占居民消费的13.7%,低于43国平均16.2%的水平;但我国私人医疗支出占到消费的6.0%,高于43国4.6%的水平。(5)交通通信:邮递服务占消费比重高、其他服务占比低。2019年我国邮递服务消费比重较高,为0.3%,43国平均为0.1%,这与我国发达的电商网络和快递系统有关,但邮递服务在居民消费中的整体比例普遍较小。通信服务支出比重差距不大,中国为1.8%,43国平均为2.1%。交通服务差距较大,我国支出比重明显低于其他国家。一是交通费,我国为1.7%,43国平均为2.6%,这与我国较低的交通价格有关,公交、地铁、铁路等出行费用都不高。按照 Numbeo

统计的本地出行单程票价来看，中国是 0.42 美元，43 国平均是 2.19 美元。二是交通工具使用和维修，我国为 1.1%，43 国平均为 6.7%。这可能与汽车保有量有关，我国每千人汽车保有量为 231 辆，43 国平均为 600 辆，更多的汽车保有量也意味着更多的保养维修支出。（6）文娱消费：我国文娱消费比重大幅低于其他国家，不仅是服务消费占比，商品消费比重也明显偏低。文娱商品消费包括文娱用耐用消费品、其他文娱用品两类，我国文娱耐用品消费占比 0.7%，低于 43 国平均 1.7%；其他文娱用品 0.8%，低于 43 国平均 2.6%。服务消费方面，我国文娱服务比重仅为 0.6%，低于 43 国平均 3.4%。但是我国旅游消费占比并不低，2019 年我国旅游消费比重为 1.2%，43 国平均为 1.1%。（7）餐饮住宿：我国餐饮服务消费占比不低，但住宿服务比重偏低。2019 年我国餐饮服务占消费比重为 6.4%，43 国平均为 6.6%，大致相当。但我国住宿服务比重明显偏低，在居民消费分类里，住宿服务计入“其他服务”项，而 2019 年其他服务比重只有 1.2%，住宿服务预计低于 1%，相比之下 43 国住宿服务占消费比重达到 2.0%。风险提示：（1）国际比较在细节上可能存在误差，各国统计制度的差异未能完全反映，如在个人护理、餐饮住宿、金融服务等服务项目统计上差别较大，这不影响我们的整体结论，但可能带来一定的统计差异风险。（2）数据相对滞后，由于 2020-2022 年各国受疫情影响较大，服务消费数据偏差大，2023 年后数据大多还没有更新，2019 年数据较为齐全和稳定，但时间距离较远，可能产生一定偏差风险。（3）国际比较的广度仍有不足，如目前的数据大多是欧洲国家，对亚洲国家的样本覆盖面仍有不足，不能完全排除国际比较带来的结论片面性。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：占烁 证券分析师：李昌萌）

固收金工

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，销售核电站所发电力，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

保险 II 行业点评报告：债券通南向通拟扩容，保险资金将打开出海新窗口

投资要点 【事件】7 月 8 日中国人民银行和香港金融管理局在香港举行的“债券通周年论坛 2025”上公布了多项债券通优化措施，其中包括完善南向通机制，拟扩大境内投资者范围至券商、基金、保险、理财等四类非银机构。债券通南向通机制：可投资香港外币债券，目前主要为银行机构参与。1) 南向通机制于 2021 年 9 月正式上线，允许境内投资者通过该通道投资香港债券市场，许可投资范围包括①离岸人民币债券、②港币债券、③G3（美元、欧元、日元）债券。2) 目前参与债券通“南向通”的内地投资机构主要是央行公开市场业务一级交易商中的 41 家银行类金融机构。3) 债券通“南向通”实行限额管理，现阶段资金净流出的年度总额度为 5000 亿元等值人民币，每日额度为 200 亿元等值人民币。4) 根据国际金融报数据，截至 2025 年 5 月末，通过金融基础设施互联互通模式托管“南向通”债券 918 只，余额 5329.4 亿元，分别较 2021 年 9 月末的 35 只、55.25 亿元实现大幅增长。近年来险企投资端面临持续低利率和资产荒压力。1) 近年来伴随利率下行和非标供给萎缩，险企资产荒压力凸显，主要通过增配长久期利率债来稳定收益。2025Q1 人身险公司债券资产占比高达 51.2%，已较 2022 年末提升 9.5pct。但在利率持续下行压力下，2024 年上市险企平均净投资收益率为 3.5%，平均同比下降 0.2pct。2) 此前国内险资主要通过 QDII 方式参与境外投资，但 QDII 额度有限，目前有 48 家险企获批 QDII 资格，额度合计仅 389 亿美元，不足以满足险资配置需求。3) 根据保险行业协会数据，2023 年末保险资金境外投资占比仅为 1.9%，远低于监管 15%的上限要求。我们认为，南

向通扩容将有助于缓解险企资产端压力。我们认为，南向通的扩容将打开险资出海新通道，在当前欧美市场利率相对较高的背景下，配置多元币种、利率水平较高的境外债券有助于缓解险企投资端压力。以 10 年期国债为例，中国、美国和欧元区利率分别为 1.64%、4.34% 和 3.24%，而国内传统型人身险产品预定利率目前为 2.5%，明显低于欧美地区债券收益率。负债端、资产端均持续改善，估值仍有较大向上空间。1) 我们认为市场储蓄需求依然旺盛，同时在监管持续引导和险企主动性转型下，负债成本有望逐步下降，利差损压力将有所缓解。2) 近期十年期国债收益率企稳于 1.64% 左右，我们预计，未来伴随国内经济复苏，长端利率若继续修复上行，则保险公司新增固收类投资收益率压力将有所缓解。3) 当前公募基金对保险股持仓仍处于低位，估值对负面因素反应较为充分。2025 年 7 月 10 日保险板块估值 2025E 0.61-0.95 倍 PEV、0.99-2.15 倍 PB，处于历史低位，行业维持“增持”评级。风险提示：宏观经济不及预期；政策趋紧抑制行业创新；市场竞争加剧。

(证券分析师：孙婷 证券分析师：曹锐)

推荐个股及其他点评

佐力药业 (300181)：2025 年半年度业绩预告点评：利润端持续亮眼，战略布局“乌灵菌+”，打开中期第二增长曲线

投资要点 事件：2025 年 H1，公司营业收入同比增长约 12%；归母净利润预计 3.68~3.88 亿元(+24.3%~31.06%，同比增长 24.3%~31.06%，下同)，扣非归母净利润 3.66~3.86 亿元(+25.36%~32.21%)。单 Q2 季度来看，公司实现营收 7.8 亿元(+2.7%)，预计归母净利润 1.87~2.07 亿元(+21%~34%)，扣非归母净利润 1.85~2.05 亿元(+25%~39%)。扣除股权激励费用影响，公司上半年归母净利润 3.8~4.0 亿元，同比增长 28.9%~35.7%。超此前我们的利润预期。核心产品稳健增长，院外 OTC 开拓成效显著：分产品来看，乌灵系列维持稳健增长，百令系列增速有所提升。单 Q2 季度收入放缓的原因，主要系 2024 年 Q2 中药饮片板块乌梅汤销售量较大，不考虑乌梅汤基数的影响，其他普通饮片仍保持稳健快速增长。公司积极开拓院外渠道，实现向消费者端的转型，2025 上半年 OTC 渠道开拓效果明显。具体来说，公司选取全国头部连锁合作，实现了从院内承接到主动开拓的跨越；同时积极布局线上，满足年轻消费者需求；提升产品覆盖率，做好产品宣传，提升知名度等。公司院外 OTC 收入占比有望进一步提升。基于产品结构的变化及费用的精细化管理，按预告中枢计算，2025 年单 Q2 季度净利率 25%，盈利能力显著提升。战略布局“乌灵菌+”新消费赛道，打开中期第二增长曲线。公司与浙江大学签署联合研发中心共建协议及技术开发（委托）合同，专注开发独家乌灵系列相关产品以及乌灵菌大健康产品。公司计划投入 2000w 元，主要构建食药同源知识图谱及垂类大模型，围绕 AI+食药同源开发具有乌灵菌特色的相关产品。公司积极布局健康消费品赛道，后续有望陆续有产品落地，实现“院内-院外 OTC-健康消费市场”的延伸拓展。盈利预测与投资评级：我们维持预计 2025-2027 年公司归母净利润为 6.55/8.41/10.41 亿元，对应 PE 估值为 20/16/13X。展望下半年，随着广东联盟扩围接续以及湖北中成药集采的陆续执行，公司乌灵胶囊、百令系列放量均有望提速。维持“买入”评级。风险提示：集采后放量不及预期风险，行业政策风险，市场竞争加剧风险等。

(证券分析师：朱国广 证券分析师：苏铖 证

券分析师：李倩)

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>