

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-07-09

宏观策略

2025 年 07 月 09 日

海外周报 20250706: 6 月起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 周尔双

执业证书: S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

面性。

固收金工

固收点评 20250707: 绿色债券周度数据跟踪 (20250630-20250704)

一级市场发行情况: 本周 (20250630-20250704) 银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 12 只, 合计发行规模约 349.61 亿元, 较上周增加 35.31 亿元。二级市场成交情况: 本周 (20250630-20250704) 绿色债券周成交额合计 562 亿元, 较上周减少 173 亿元。

固收周报 20250706: 关于 25 年下半年转债策略的三点思考

以下是我们的三点思考: 1) 中低评级标的或迎来估值修复。2) 中低价风格标的或迎来业绩修复。3) 博弈准临期标的促转股。结合上述 1)、2), 中低评级标的的市场关注度或边际上升, 中低价标的或迎来中观、宏观维度的“东风”, 三者相结合, 或存在在 25 年下半年获取超额收益的潜在机会。

固收周报 20250706: 周观: 央行买卖国债公告落地, 债市仍震荡 (2025 年第 26 期)

我们预计央行仍将买入国债作为政策工具箱中的重要工具, 将择机重新启用, 以支持银行扩表, 但短期内需考虑买入国债对于资金利率和短端债券收益率的影响。目前, 我们对于债市的观点保持不变, 10 年期国债收益率维持在 1.6%-1.7% 的区间内震荡, 在区间偏上沿位置时可积极布局。

固收点评 20250706: 二级资本债周度数据跟踪 (20250630-20250704)

一级市场发行与存量情况: 本周 (20250630-20250704) 银行间市场及交易所市场无新发行二级资本债。截至 2025 年 7 月 4 日, 二级资本债存量余额达 46,008.35 亿元, 较上周末 (20250620) 减少 516.0 亿元。二级市场成交情况: 本周 (20250630-20250704) 二级资本债周成交量合计约 1916 亿元, 较上周减少 74 亿元。

行业

推荐个股及其他点评

杭叉集团 (603298): 杭叉智能拟收购国自机器人, 智能叉车布局渐趋完善

盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2025-2027 年盈利预测为 22/24/27 亿元, 当前市值对应 PE 为 13/12/11X, 维持“增持”评级。风险提示: 原材料价格波动、地缘政治冲突加剧、竞争格局恶化等

安克创新 (300866): 公司跟踪点评: 3D 纹理打印机众筹收官登顶历史第一, 充电宝召回彰显责任精神

盈利预测与投资评级: 考虑公司 3D 纹理打印超预期, 及召回和可能发生的存货减值对利润的影响, 我们上调收入预期但下调短期利润预期, 将公司 2025-27 年归母净利润预期从 26.0/ 32.9/ 41.3 亿元调整至 24.6/ 33.5/ 42.2 亿元, 同比+16%/+36%/+26%, 对应 25/ 18/ 15x PE, 维持“买入”评级。

宇通客车 (600066): 25H1 销量点评: 6 月产销同环比高增, 25H1 销量同比提升

盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2025~2027 年营业收入预测为 429/499/567 亿元, 同比+15%/+16%/+14%, 基本维持 2025~2027 年归母

净利润为 46.3/55.2/66.8 亿元，同比+12%/+19%/+21%，对应 PE 为 13/11/9 倍，维持“买入”评级。 风险提示：全球经济复苏不及预期，国内外客车需求低于预期。

燕京啤酒（000729）：2025 年中报业绩预告点评：U8 势能延续，业绩持续高增

短期虽餐饮端有所承压，但燕啤仍处于改革的前半段，大单品 U8 高增持续兑现成长；中期维度燕啤亦属于攻守兼备的优质标的，升级韧性、股息率提升是抓手。参考 25Q2 业绩预告节奏，我们更新 2025~2027 年归母净利润预测为 15.05、18.45、22.04 亿元（前值为 14.79、18.42、22.26 亿元），对应当前 PE 分别为 24、20、16X，维持“买入”评级。

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，我国文娱耐用消费品消费占比 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 20250707：绿色债券周度数据跟踪（20250630-20250704）

观点 一级市场发行情况： 本周（20250630-20250704）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 12 只，合计发行规模约 349.61 亿元，较上周增加 35.31 亿元。发行年限多为 3 年；发行人性质为央企子公司、中央国有企业、民营企业、地方国有企业、中央金融企业；主体评级多为 AAA、AA+级；发行人地域为北京市、上海市、天津市、河南省、贵州省、陕西省；发行债券种类为中期票据、交易商协会 ABN、企业 ABS、超短期融资券、科创债、私募公司债。 **二级市场成交情况：** 本周（20250630-20250704）绿色债券周成交额合计 562 亿元，较上周减少 173 亿元。分债券种类来看，成交量前三为非金公司信用债、金融机构债和利率债，分别为 278 亿元、218 亿元和 50 亿元；分发行期限来看，3Y 以下绿色债券成交量最高，占比约 84.85%，市场热度持续；分发行主体行业来看，成交量前三的行业为金融、公用事业、交运设备，分别为 265 亿元、118 亿元和 17 亿元；分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、福建省、广东省，分别为 172 亿元、53 亿元和 52 亿元。 **估值偏离度前三十位个券情况：** 本周（20250630-20250704）绿色债券周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交幅度和比例均大于溢价成交。折价个券方面，折价率前三的个券为 21 天宁债（-1.5595%）、Gc 三峡 k4（-0.9110%）、22 万科 GN003（-0.6334%），其余折价率均在 -0.60% 以内。主体行业以金融、公用事业、建筑为主，中债隐含评级以 AAA-、AA、AA+ 评级为主，地域分布以广东省、江苏省、湖北省居多。溢价个券方面，溢价率

前四的个券为鲲鹏 17A2 (0.5052%)、25 招商租赁 MTN001 (绿色) (0.3962%)、25 吉电优 (0.3858%)、25 水能 G1 (0.2919%)，其余溢价率均在 0.20% 以内。主体行业以金融、公用事业、综合为主，中债隐含评级以 AAA-、AA+、AA 评级为主，地域分布以福建省、北京市、上海市、安徽省居多。风险提示：Choice 信息更新延迟；数据披露不全。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

固收周报 20250706：关于 25 年下半年转债策略的三点思考

上周 (0630—0704) 海外避险情绪整体回落，美债跌美股涨，其中科技股由于盈利预期改善领涨，外围以伊冲突止战、美越贸易协议达成，越南全方面对美国开放市场，存在一定示范效应，市场信心得到提振；同时 6 月非农数据虽然不及预期，但市场增加年内联储降息押注，fedwatch 显示目前 7 月降息概率升至 27.4%，9 月降息概率高达 78%。美债收益率整体仍在寻找趋势，继上上周波段下探后，上周受避险情绪整体回落影响，转而上行，我们仍认为美债仍存在较强配置吸引力，期限上长端或在 4—4.5% 偏震荡格局，短端易降难升，建议适当缩短组合久期。25 年过半，转债整体在上半年表现优异，时至正午，下半年配置有何思路？以下是我们的三点思考：1) 中低评级标的或迎来估值修复。在高估值及银行权重持续拉抬的过程中，资金配置从仓位到结构是存在分歧的，增量资金欠配或者过早从银行权重切换都会导致跑输指数，因此上半年“意料之外”的持续性行情过后，各方资金可谓有喜有忧，我们推测这会带来下半年策略上的一定分化。我们知道，去年年中开始风控趋严，导致评级溢价的出现，中低评级 (AA 一及以下) 标的出库频繁，年初因此就存在评级溢价收敛的声音，但一方面市场仍担忧 25 年会否重蹈 24 年覆辙，一方面内部风控调整或也需要业绩压力督促，因此我们判断 25 年下半年评级溢价收敛或虽迟但到，我们也将因此关注中低评级弹性标的在下半年的结构性机会；2) 中低价风格标的或迎来业绩修复。转债配置上行业需结合风格，目前低价区域分布穿越周期相对乏力的标的，中价区域集中承压行业或细分赛道龙头，身处宏观大周期中或自身行业小周期中，以时间换空间，这一区域标的大多具备穿越周期的必要条件，高价区域集中题材标的，或本身来自于中价区域，但第二增长曲线足够清晰，因此跃升到高价区域。我们整体比较喜欢中价区域标的，110—125 元左右，事前可以配上量，同时胜率较高赔率不低，其中上游有色、化工有其代表性，也包括光伏、锂电，以及更多细分赛道龙头，主业提供稳定现金流、第二增长曲线在发展中的标的；3) 博弈准临期标的促转股。下半年将成为大量准临期标的尝试“借东风”促转股的关键半年，所谓准临期标的，即剩余期限在 1—3 年标的，一方面募投项目大多处在投产放量期，业绩增量可期，促转股能力增强，另一方面距离到期时长过半，促转股意愿增强。结合上述 1)、2)，中低评级标的的市场关注度或边际上升，中低价标的或迎来中观、宏观维度的“东风”，三者相结合，或存在在 25 年下半年获取超额收益的潜在机会。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：金丹转债、浦发转债、合兴转债、海亮转债、重银转债、兴业转债、神马转债、长集转债、好客转债、兴森转债。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)

固收周报 20250706：周观：央行买卖国债公告落地，债市仍震荡 (2025 年第 26 期)

观点 央行6月买卖国债公告落地，如何看待后续流动性和债市运行空间？ A：本周（2025.6.30-2025.7.4），10年期国债活跃券收益率从上周五的1.646%下行0.5bp至1.641%。周度复盘：周一（6.30），早盘受前一周周五货政委员会一季度例会中，对货币政策的定调边际紧缩的影响，收益率有所上行。随后6月PMI公布，环比上升0.2个百分点至49.7%，仍位于荣枯线之下，该数据符合市场预期，未对债市造成过多影响。尾盘市场对于月末的央行买债公告有所期待，收益率迅速下行，全天10年期国债活跃券收益率上行0.3bp。周二（7.1），跨月后资金面重回宽松，早盘收益率下行。临近尾盘，公告周五即将发行的国债缩量，7Y国债的发行规模由上一期的1700亿元下降至1090亿元，10Y国债的发行规模由上一期的1700亿元下降至1310亿元，对债市构成利好，全天10年期国债活跃券收益率下行0.7bp。周三（7.2），早盘及午盘债市均保持震荡，午后股市下跌叠加资金面宽松，推动收益率下行。尾盘央行公告6月为进行国债买卖操作，全天10年期国债活跃券收益率下行0.2bp。周四（7.3），资金面宽松，早盘债市情绪较好，午后美方宣布放松对部分芯片产品出口限制，收益率小幅上行，全天10年期国债活跃券收益率下行0.05bp。周五（7.4），资金面维持宽松，债市整体继续震荡，午后情绪受基金买长债受限影响，收益率略有上行，全天10年期国债活跃券收益率上行0.15bp。周度思考：本周顺利跨季，资金面重回宽松，成为债券收益率有所下行的主要原因。本周超出市场预期的事件为央行买卖国债公告的时间点出现变动，此前均为每月最后一天尾盘公布，而6月末并未公布，令市场当天对于央行买债的预期再度上升，而随后7月2日晚间的公告显示央行6月也并未恢复公开买卖国债的操作。我们认为这是央行对资金面进行积极管理的信号，通过买断式逆回购和MLF已经充分满足了市场的流动性需求。如果持续买入国债，则可能会出现去年末资金利率低于政策利率的情况，不利于抑制“资金空转”。我们预计央行仍将买入国债作为政策工具箱中的重要工具，将择机重新启用，以支持银行扩表，但短期内需考虑买入国债对于资金利率和短端债券收益率的影响。目前，我们对于债市的观点保持不变，10年期国债收益率维持在1.6%-1.7%的区间内震荡，在区间偏上沿位置时可积极布局。美国2025年6月失业率、6月新增非农就业人数、6月平均时薪环比增速、6月制造业PMI数据公布，后市美债收益率如何变化？ A：上周（0630-0704）海外避险情绪整体回落，美债跌美股涨，其中科技股由于盈利预期改善领涨，外围以伊冲突止战、美越贸易协议达成，越南全方面对美国开放市场，存在一定示范效应，市场信心得到提振；同时6月非农数据虽然不及预期，但市场增加年内联储降息押注，fedwatch显示目前7月降息概率升至27.4%，9月降息概率高达78%。美债收益率整体仍在寻找趋势，继上上周波段下探后，上周受避险情绪整体回落影响，转而上行，我们仍认为美债仍存在较强配置吸引力，期限上长端或在4-4.5%偏震荡格局，短端易降难升，建议适当缩短组合久期。我们在延续上周观点的基础上，结合增量数据，思考如下：（1）美国6月失业率下降，超预期韧性。时薪增速放缓，不及预期。美国6月U3失业率由前值4.2%降至4.1%，主要受非自愿性失业与再就业人数减少的影响。U6失业率录得7.7%，较前值7.8%小幅回落，反映出兼职市场的就业状况有所改善。尽管关税不确定性仍对劳动力需求构成一定抑制，但随着驱逐移民政策的收紧，劳动力供给也在同步放缓，从而对失业率上行形成抑制。6月非农私人部门时薪环比增速放缓至0.2%，低于市场预期。分行业来看，商品生产行业薪资环比增速回落至0.1%，其中采矿业和制造业时薪环比增速均有所

下滑，建筑业时薪环比增速则小幅回升。薪资增速整体放缓，有助于缓解美联储在通胀方面的压力，为未来潜在的降息路径提供一定空间。（2）美国6月新增非农就业人数回升，但休闲酒店、专业和商业服务等行业就业表现走弱。6月美国制造业PMI超预期回升，非制造业PMI亦较前值有所改善。6月非农就业人数增加14.7万人，显著高于预期的11.0万人，前值由13.9万人上修至14.4万人。分行业看，6月专业和商业服务就业减少0.7万人，金融活动就业增加0.3万人，休闲酒店行业就业增加2.0万人，分别低于前值的0万人、1.0万人和2.9万人，显示服务业需求有所放缓，反映出关税扰动下美国经济面临的潜在压力。制造业方面，6月ISM制造业PMI回升至49，高于预期的48.8，但仍连续四个月处于收缩区间。新订单连续五个月下降，物价支付指数接近2022年6月以来的高位，显示通胀压力仍存。服务业方面，6月ISM非制造业PMI录得50.8，略低于预期的51.0，但较5月的49.9有所回升，勉强维持在荣枯线以上，显示服务业整体活动趋于停滞。（3）美联储7月降息可能性较小，降息时点需关注通胀轨迹。美联储主席杰罗姆·鲍威尔表示，特朗普政府所施加的关税是美联储未能及时降息的重要原因，这也成为总统要求迅速降息但未获回应的障碍之一。特朗普多次公开敦促美联储下调美国借贷成本，并在近期表示，鲍威尔持续维持高利率，使美国付出了高昂的代价。特朗普发表上述评论前，鲍威尔在葡萄牙辛特拉举行的欧洲央行论坛上指出，美联储当前正在审慎评估总统贸易政策对通胀可能产生的影响。鲍威尔在央行行长小组讨论中表示：“实际上，当我们意识到关税规模时，美联储便选择按兵不动。几乎所有关于美国的通胀预期因关税的实施而出现了显著上升。我们并未过度反应，实际上，我们并未立即采取任何行动，而是选择给予更多时间进行观察和评估。”截至7月4日，Fedwatch预期2025年7月降息25bp的概率降至4.7%，9月降息概率降至69.4%。10月份在7月份已经降息25bp的前提下再下降25bp的概率达45.6%。总的来看，美联储近期降息概率较小，而下半年有望成为美联储货币政策调整的关键时点。风险提示：大宗商品价格波动风险；宏观政策变动风险。

（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）

固收点评 20250706：二级资本债周度数据跟踪（20250630-20250704）

观点 一级市场发行与存量情况： 本周（20250630-20250704）银行间市场及交易所市场无新发行二级资本债。截至2025年7月4日，二级资本债存量余额达46,008.35亿元，较上周末（20250620）减少516.0亿元。 二级市场成交情况： 本周（20250630-20250704）二级资本债周成交量合计约1916亿元，较上周减少74亿元，成交量前三个券分别为25农行二级资本债01A（BC）（193.27亿元）、25中行二级资本债BC（119.50亿元）和25工行二级资本债01BC（63.60亿元）。 分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、上海市和浙江省，分别约为1357亿元、132亿元和87亿元。 从到期收益率角度来看，截至7月4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：-0.06BP、-0.06BP、-0.06BP；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：-0.06BP、-0.06BP、-0.06BP；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：-0.05BP、-0.05BP、-0.05BP。 估值偏离%前三十位个券情况： 本周（20250630-20250704）二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交的比例大于溢价成交，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 九台农商二级 (-19.6301%)、22 泰兴农商行二级资本债 01 (-4.7568%)、24 盛京银行二级资本债 01 (-0.8213%)，其余折价率均在 -0.70%以内。中债隐含评级以 AAA-、AA-、A+评级为主，地域分布以北京市、浙江省、上海市居多。溢价个券方面，溢价率前四的个券为 24 兰州银行二级资本债 01 (0.5976%)、25 北部湾银行二级资本债 01 (0.4365%)、24 长安银行二级资本债 01 (0.4357%)、22 恒信农商二级资本债 01 (0.4333%)，其余溢价率均在 0.41%以内。中债隐含评级以 AAA-、AA-、AA+评级为主，地域分布以北京市、山东省、浙江省居多。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

杭叉集团 (603298): 杭叉智能拟收购国自机器人, 智能叉车布局渐趋完善

投资要点 事件：7月7日，杭叉集团发布关于控股子公司拟增资扩股收购浙江国自机器人技术股份有限公司（以下简称“国自机器人”）99.23%股份暨关联交易公告。控股子公司杭叉智能以增资扩股形式收购国自机器人 杭叉集团子公司杭叉智能拟以增资扩股方式收购关联方昆霞投资（原持有国自机器人 52.4%）、巨星科技（原持有国自机器人 19.5%）及其他转让方持有的国自机器人 99.2%股份。本次交易完成后，公司持有杭叉智能的股权比例将由 81.0%变更为 44.3%，仍为杭叉智能控股股东；关联方昆霞投资、巨星科技分别持有杭叉智能 24.0%、8.9%的股权。杭叉集团&国自机器人：全系列物流机器人协同 国自机器人成立于 2011 年，是国内移动机器人行业头部企业之一，以智能巡检、智能物流及智能制造为业务核心。2024 年实现营业收入 3.34 亿元，归母净利润 6,636 万元，净利率达 19.8%。作为移动机器人行业内极少数拥有全系列物流机器人的公司之一，国自机器人的业务范围十分广泛，近年来在以光伏为代表的新能源行业落地了多个标杆项目。目前，国自机器人已与中策橡胶开展紧密合作，实现“黑灯工厂”式智能仓储。本次收购后，国自机器人将并入杭叉集团上市公司主体，与叉车主业形成“硬件+解决方案”双轮驱动发展，实现“无人叉车+物流机器人+人形机器人”协同作业，进一步提升仓储和搬运全流程自动化、智能化水平。5 月叉车行业内外销同比增速亮眼，下半年低基数下增速有望拐点向上 5 月叉车行业销量 12.3 万台，同比增长 12%，其中内销 7.9 万台，同比增长 9%，外销 4.4 万台，同比增长 17%。其中，大车销量 5.2 万台，同比增长 10%，内销 3.6 万台，同比增长 10%，出口 1.6 万台，同比增长 11%，受益于国内出口类企业需求增加、大车基数下降，国产叉车海外渠道继续拓展，大车内外销表现均亮眼，龙头 Q2 业绩增长确定性高。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年盈利预测为 22/24/27 亿元，当前市值对应 PE 为 13/12/11X，维持“增持”评级。风险提示：原材料价格波动、地缘政治冲突加剧、竞争格局恶化等

(证券分析师：周尔双 证券分析师：韦译捷)

安克创新 (300866): 公司跟踪点评: 3D 纹理打印机众筹收官登顶历史第一, 充电宝召回彰显责任精神

投资要点 3D 纹理打印机众筹收官，众筹额登顶历史第一：根据公司官方公众号，6 月 29 日，公司全球首款消费级 3D 纹理 UV 打印机 E1 在众筹平台 Kickstarter 正式收官，最终以 4676 万美元的众筹金额和 17822 名全球支持者的成绩，刷新平台有史以来全品类最高众筹纪录。E1 是全球首款面向消费者市场的 3D 纹理 UV 打印机，支持浮雕、油画、皮革等触感纹理的打印，可实现高还原度全彩输出，实现跨材质、多尺寸、多形态的创作打印，且体积相比传统 UV 打印设备缩小 90%。我们认为这有望成为公司下一个重要的品类创新，有望打造新增长曲线。公司多年来坚持进行研发投入，研发费用率在行业中排名前列。eufyMake E1 有望成为公司开辟 3D 纹理打印机新赛道的重要里程碑，该产品仅众筹期间就已经获得超 3.3 亿元人民币的认筹，我们相信这款产品日后在产能爬坡、渠道进一步铺货之后，有较大的发展空间。公司在中国、日本、美国等主要市场召回充电宝：6 月 13 日美国 CPSC 公告，Anker 召回一款充电宝（A1263），涉及召回 2016 年 6 月至 2022 年 12 月期间销售的约 115.8 万台产品。6 月 20 日安克中国官网公告，公司宣布启动对 7 个型号 71 万件产品的召回。7 月 4 日日本产业经济省公告，Anker Japan 召回 41.7 万台充电宝。近期国内和日本的召回或因电芯供应商问题所致，波及面较广；公司宣布主动召回彰显头部企业的责任精神：根据新华网援引的信息，公司在国内召回的原因或为使用了安普瑞斯的电芯材料。该供应商同时也是行业内部分头部企业的电芯供应商。根据安克创新官方公众号转发的熊康先生（公司董事）独家专访，公司实验室近期经过长时间测试，发现涉事电芯的正极、隔膜等材料在过程中有多次变更，这些电芯有多重风险，公司逆向排查后锁定了召回范围并进行了召回。召回或影响短期利润，但利好公司长期价值：公司在召回过程中提供的邮寄防火袋、联系快递公司取件、联系机场安检配合等行为体现了公司的运营实力。公司召回后的处理方式包括换货、换官方商城代金券、退全款。根据专访，大约 60% 用户选择换货，10% 选择代金券，剩余 30% 选择退款，这表明 70% 左右的召回用户仍选择继续相信安克品牌。盈利预测与投资评级：考虑公司 3D 纹理打印超预期，及召回和可能发生的存货减值对利润的影响，我们上调收入预期但下调短期利润预期，将公司 2025-27 年归母净利润预期从 26.0/ 32.9/ 41.3 亿元调整至 24.6/ 33.5/ 42.2 亿元，同比+16%/ +36%/ +26%，对应 25/ 18/ 15x PE，维持“买入”评级。风险提示：召回范围仍在扩大中，存货跌价损失，新品产能和后续市场表现具备不确定性，地缘、关税等海外经营风险等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：阳靖）

宇通客车（600066）：25H1 销量点评：6 月产销同环比高增，25H1 销量同比提升

投资要点 公司公告：宇通客车 2025 年 6 月总销量 5919 辆，同环比+25%/+94%；产量为 5528 辆，同环比+30%/+61%，25H1 销量总计 21321 辆，同比+4%；产量 21413 辆，同比+1%。6 月产销同环比转正，政策驱动市场需求回暖。整体来看，6 月产销数据同环比转正进入修复期；市场需求随新能源补贴政策落地释放，6 月销量同比增速较 4、5 月显著提高，市场需求端逐步回暖，4、5 月份由于新能源补贴政策未完全落地原因导致的行业淡季影响逐步消退。细分销量同环比均增，轻客销量占比同比提升。分车辆长度看，2025 年 6 月大 中 轻 客 销 量 3318/1680/921 辆，同比分别+21.63%/+17.24%/+58.25%，环比分别+106.99%/+87.29%/+66.55%，轻客销量同比增速较快，轻客销量占比 15.56%，同比+3.29pct，大中客

车占比 84.44%，环比+2.55pct。 出口中亚万台车下线 斩获千台新订单。6月26日，宇通出口中亚市场第10000台车辆正式下线，至此中亚五国总销量突破10000台，其中新能源车型超1000台，稳居当地最大新能源客车供应商。同期宇通斩获哈萨克斯坦1000台新订单，将由当地CKD工厂生产，进一步深化本土化布局，彰显“一带一路”背景下中国客车品牌国际化与新能源技术的双重实力。盈利预测与投资评级：我们维持公司2025~2027年营业收入预测为429/499/567亿元，同比+15%/+16%/+14%，基本维持2025~2027年归母净利润为46.3/55.2/66.8亿元，同比+12%/+19%/+21%，对应PE为13/11/9倍，维持“买入”评级。 风险提示：全球经济复苏不及预期，国内外客车需求低于预期。

（证券分析师：黄细里 研究助理：孙仁昊）

燕京啤酒（000729）：2025年中报业绩预告点评：U8势能延续，业绩持续高增

投资要点 事件：公司公告2025年中报业绩预告，25H1归母净利润10.62-11.37亿元，同比+40%至+50%，扣非后归母净利润9.26-10.00亿元，同比+25%至+35%；其中25Q2归母净利润8.96-9.72亿元，同比+36.70%至+48.26%，扣非后归母净利润7.73-8.47亿元，同比+21.12%至+32.73%。 区域、渠道协同发力，U8大单品势能延续。整体来看，预计区域、渠道协同下U8大单品维持高增节奏。区域层面来看，深挖河北、北京、内蒙古优势市场终端单点效率，进一步提升U8在终端销量占比；加大东三省、山东、四川、湖南、湖北等弱势市场建设力度，选择“高容量、高结构、高成长性”城市市场作为重点目标，以期获取更多增长空间。渠道层面来看，线上线下聚焦进一步提升U8美誉度、知名度，积极与新零售业态合作更好触达消费者，持续推进“百县工程”、“百城工程”。 二季度业绩延续高增，改革成效持续兑现。25Q1归母净利润同比+61.10%，U8销量保持30%以上高增，其中销量+3.11%/吨酒营收+3.47%/吨酒成本-5.76%，预计25Q2大单品U8延续较好增势，量价齐升、成本弹性兑现，25Q2归母净利润同比+36.70%至+48.26%，持续兑现高增。综合来看，此前21、22、23、24年销售净利率为2.45%、4.16%、6.01%、9.03%，25年销售净利率提升仍处于较好上升通道，改革成效持续兑现。 啤酒是攻守兼备的优质主线，重点推荐燕啤。短期来看，虽餐饮端有所承压，但燕啤仍处于改革的前半段，大单品U8高增、成本弹性延续，业绩持续高增。中期来看，借鉴海外啤酒巨头的发展路径，我们认为中国啤酒赛道是攻守兼备的优质主线，进攻层面来自升级的韧性及持续性，需求多元化的大众价位是中档放量核心支撑；防御层面来自啤酒产业处于资本开支相对稳健、现金流表现优秀的阶段，未来股息率的明显提升值得期待。 盈利预测与投资评级：短期虽餐饮端有所承压，但燕啤仍处于改革的前半段，大单品U8高增持续兑现成长；中期维度燕啤亦属于攻守兼备的优质标的，升级韧性、股息率提升是抓手。参考25Q2业绩预告节奏，我们更新2025~2027年归母净利润预测为15.05、18.45、22.04亿元（前值为14.79、18.42、22.26亿元），对应当前PE分别为24、20、16X，维持“买入”评级。 风险提示：宏观经济不及预期；食品安全风险；非基地市场竞争加剧。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：郭晓东）

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>