

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-07-02

宏观策略

2025 年 07 月 02 日

宏观量化经济指数周报 20250630：内需延续结构分化，外需保持总量平稳

货币政策对“资金空转”的关注度依然较高，仍然偏重提高资金使用效率

海外周报 20250629：特朗普《大美丽法案》开始闯关参议院

核心观点：本周以伊冲突与贸易谈判局势缓和令美股大涨，美联储理事 Waller 与 Bowman 的鸽派发言与经济数据走弱令美债利率大幅走低，10 年期美债利率下至 4.277%，美元指数下行至 97.4；黄金与原油价格在避险情绪大幅降温的情况下分别下跌 2.79% 和 12.56%。在美国部分批发商“抢进口”行为告一段落后，本月分析师大幅上修 Q2 美国 GDP 增速预期，同时维持美联储 Q3 首次降息，全年降息 2 次的预期不变。向前看，特朗普《大美丽法案》本周已于参议院进入最终审议阶段，在于 8 月中下旬来临的 X Date 前提高债务上限的需要或令法案最终通过的“Deadline”为 7 月 31 日。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。

晨会编辑 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

固收金工

固收深度报告 20250701：债券“科技板”他山之石：我国与海外科创债的机构持仓结构及策略有何异同？

从我国与海外市场的科创债持仓结构对比看投资策略异同：1) 我国机构投资者在科创债市场的择券策略以流动性为优先，对于票息策略、久期策略和信用下沉策略持谨慎态度。2) 海外美、日、欧三大市场的金融机构对科创债的择券策略总体更为激进：a) 美国机构投资者在科创债市场的择券策略以久期策略为优先，对于票息策略和信用下沉策略持中性态度；b) 日本机构投资者在科创债市场的择券策略以久期策略和票息策略为优先，对于信用下沉策略持中性偏谨慎态度；c) 欧洲机构投资者在科创债市场的择券策略上对于久期策略、票息策略和信用下沉策略均有一定涉猎，未呈现显著倾向。3) 机构投资者的策略选择一方面受到各地区科创债市场的结构现状影响，如我国科创债的存量市场以中短期、高评级品种为主，故机构投资者难以充分采取久期策略或信用下沉策略来获取超额收益；另一方面受到各地区科创债市场的发展阶段影响，如发展相对成熟的海外市场的风险分散机制、债券交易机制和发行主体信息披露机制等皆为当地投资者的标的选择提供有效的筛选工具，故机构投资者在适度下沉或拉长久期时有更高的自由度。风险提示：数据统计偏差；科创债政策超预期收紧；债市超预期调整。

行业

推荐个股及其他点评

中国燃气 (00384.HK): 24/25 财年年报点评: 自由现金流改善, DPS 维持

盈利预测与投资评级: 考虑到气量增速不及预期且影响气量的因素可能持续存在, 结合公司对于 2026FY 的经营指标预测 (零售气毛差 0.55 元/立方米、零售气量同增 2%+、新增接驳居民用户 100-120 万户、增值业务毛利或税前利润同增 10%+), 我们下调 FY2026-FY2027 公司归母净利润, 引入 FY2028 盈利预测至 34.77/37.26/39.97 亿港元 (原值 44.37/48.66/-亿港元), 同比 6.9%/7.2%/7.3%, PE 11.5/10.7/10.0 倍 (2025/6/30)。维持“买入”评级。

小商品城(600415): 2025 中报预增点评: 扣非净利润同增 13.5%~18.4%, 全球数贸中心招商超预期

事件: 6 月 30 日, 公司发布 2025 年中报预告。公司预计 2025H1 实现归母净利润为 16.3~17.0 亿元, 同比+12.6%~17.4%; 实现扣非净利润为 16.1~16.8 亿元, 同比+13.5%~18.4%。

能科科技 (603859): 工业软件和工业 AI 的领跑者, AI agent 打造第二成长曲线

盈利预测与投资评级: 公司前瞻布局 AI agent 业务, 打造第二成长曲线, 2024 年业务实现突破性增长, 我们预计公司 2025 年-2027 年营业收入为 18.23 亿元、21.92 亿元、25.72 亿元, 对应增速 21%、20%、17%; 我们预计公司 2025 年-2027 年归母净利润为 2.54 亿元、3.16 亿元、3.94 亿元, 对应增速分别为 32%、25%、24%, 对应 PE 分别为 31/25/20 倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。风险提示: 相关政策不及预期、企业产品落地不及预期、市场竞争加剧。

宏观策略

宏观量化经济指数周报 20250630: 内需延续结构分化, 外需保持总量平稳

观点 周度 ECI 指数: 从周度数据来看, 截至 2025 年 6 月 29 日, 本周 ECI 供给指数为 50.12%, 较上周回落 0.03 个百分点; ECI 需求指数为 49.94%, 较上周回升 0.01 个百分点。从分项来看, ECI 投资指数为 49.97%, 较上周回升 0.01 个百分点; ECI 消费指数为 49.74%, 较上周回落 0.02 个百分点; ECI 出口指数为 50.23%, 较上周回升 0.05 个百分点。 月度 ECI 指数: 从 6 月整月的高频数据来看, ECI 供给指数为 50.16%, 较 5 月回落 0.07 个百分点; ECI 需求指数为 49.93%, 较 5 月环比持平。从分项来看, ECI 投资指数为 49.97%, 较 5 月环比持平; ECI 消费指数为 49.75%, 较 5 月环比持平; ECI 出口指数为 50.20%, 较 5 月环比持平。从 ECI 指数来看, 6 月份工业生产景气度季节性回落, 且相较于 5 月份, 主要行业开工率同比增速也有所回落, 而需求端则整体保持平稳, 关税对我国出口的扰动明显减弱, 消费和地产或逐步成为后续内需增长的重要关注点。内需方面, 消费和地产仍旧呈现分化走势, 表现为乘用车零售延续回暖, 而地产销售面积仍承压: 截至 6 月前 22 日, 乘用车零售同比增速录得 24%, 较上半月的 20%继续改善, 而截至 6 月前 28 日, 30 大中城市商品房销售面积同比增速录得-17.8%, 较 5 月份同比增速-3.3%有所回落; 外需方面, 从港口货物吞吐量来看, 截至 6 月前 22 日我国监测港口累计完成货物吞吐量同比增速录得 0.8%, 较 5 月份的同比增速 4.4%小幅回落, 但仍录得同比正增长, 考虑到前期“抢出口”以及去年基数走高的影响, 或指向关税对出口的扰动已有所减弱。 ELI 指数: 截至 2025 年 6 月 29 日, 本周 ELI 指数为-1.04%, 较上周回落 0.02 个百分点。货币政策延续“适度宽松”基调和相机抉择风格。2025 年 6 月 27 日, 人民银行发布二季度货币政策委员会例会通稿, 整体而言, 在 5 月份降准降息落地后, 二季度例会新增的变化不多, 比较显著的在于: (1) 在降准降息落地之后, 总量政策工具的表述不再是“择机降准降息”, 而是“灵活把握政策实施的力度和节奏”, 符合货币政策“相机抉择”的风格; (2) 在二季度人民币对美元渐进升值的背景下, 汇率调控的措施弱化, 从此前的“三个坚决”调整为“增强外汇市场韧性, 稳定市场预期, 防范汇率超调风险, 保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”, 结合当前人民币汇率保持较低波动率的状态, 以及 4 月至 5 月结汇需求回升的事实, 对人民币汇率的管理已在趋于中性。展望后续货币政策的变化, 根基仍在国内外经济形势的发展, 一方面“当前外部环境更趋复杂严峻, 世界经济增长动能减弱, 贸易壁垒增多”, 外部环境不确定性因素仍然存在; 另一方面“国内需求不足、物价持续低位运行、风险隐患较多等困难和挑战”, 在国内外诸多复杂因素的影响下, 货币政策或延续 5 月份以来相对宽松的状态, 通过继续保持狭义流动性供给充裕, 引导实体经济流动性扩张, 然而值得注意的是, 货币政策对“资金空转”的关注度依然较高, 仍然偏重提高资金使用效率, 并且在“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”, 尽管 7 月份再度落地总量宽松的概率较低, 但是货币政策延续“适度宽松”的基调和“相机抉择”的操作风格, 实体经济流动性或继续温和扩张。 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 20250629: 特朗普《大美丽法案》开始闯关参议院

核心观点: 本周以伊冲突与贸易谈判局势缓和令美股大涨, 美联储理事 Waller 与 Bowman 的鸽派发言与经济数据走弱令美债利率大幅走低, 10 年期美债利率下至 4.277%, 美元指数下行至 97.4; 黄金与原油价格在避险情绪大幅降温的情况下分别下跌 2.79% 和 12.56%。在美国部分批发商“抢进口”行为告一段落后, 本月分析师大幅上修 Q2 美国 GDP 增速预期, 同时维持美联储 Q3 首次降息, 全年降息 2 次的预期不变。向前看, 特朗普《大美丽法案》本周已于参议院进入最终审议阶段, 在于 8 月中下旬来临的 X Date 前提高债务上限的需要或令法案最终通过的“Deadline”为 7 月 31 日。 大类资产: 以伊冲突与贸易谈判局势缓和令美股大涨, 鸽派发言与经济数据走弱令美债利率大跌。本周以伊冲突局势整体有所缓和, 加之白宫方面表示 7 月 9 日对等关税暂停“截止日”存在进一步延期的可能, 市场情绪得到提振, 美股大涨; 而美债利率则在美联储部分官员鸽派发言和经济数据走弱的影响下大幅走低。整体来看, 全周 (6 月 23 日至 27 日) 10 年期美债利率降 9.83bps 至 4.277%, 2 年期美债利率降 15.97bps 至 3.748%, 美元指数跌 1.32% 下行至 97.4; 标普 500、纳斯达克指数分别收涨 3.44%、4.25%; 黄金和原油价格则在避险情绪降温的背景下大幅走低。前者全周收跌 2.79% 至 3274 美元/盎司, 后者全周收跌 12.56% 至 65.2 美元/桶。 海外经济: 分析师和美联储模型上调 25Q2 美国 GDP 增长预期。景气指标方面, 美国 6 月咨商会消费者信心指数意外降至 93, 预期 99.8, 前值 98.4; 现状指数和预期指数均下降。其中劳动力差异指数 (认为工作机会很多的净比例) 触及疫情以来最低水平, 预期收入会增加的消费者百分比从 18.6% 降至 16.3%。美国 6 月标普全球制造业 PMI 录得 52, 预期 51, 前值 52; 服务业 PMI 录得 53.1, 预期 53, 前值 53.7。地产方面, 美国 5 月新屋销售环比-13.7%, 预期-6.7%, 前值由+10.9% 下修至+9.6%, 为 2022 年 6 月以来的最大降幅。增长方面, 分析师小幅上修 Q2 美国增长预期。①模型: 截至 6 月 27 日, 亚特兰大联储 GDPNow 模型对 25Q2 美国 GDP 最新预测值为+2.9%; 截至 6 月 27 日, 纽约联储 Nowcast 模型对 25Q2 美国 GDP 预测值为+1.72%。②分析师: 根据彭博在 6 月 20-25 日对 82 名分析师的调查问卷, 当前分析师一致预期 25Q2-25Q4 美国 GDP 季环比年率增速分别为 2.1→0.8→1.2%, 对 Q2 GDP 增速较上月大幅上修; 预期未来 1 年美国陷入衰退概率 35%, 较前值 40% 小幅下修。通胀方面, 分析师小幅下修未来几个季度通胀预期。①分析师: 最新分析师一致预期 25Q2-26Q1 美国 CPI 同比增速分别为 2.5→3.1→3.3→3.1%, PCE 同比增速分别为 2.3→2.9→3.1→2.9%, 其中对 25Q2-25Q4 的 CPI 和 PCE 预测值均有小幅下修。②交易员: 最新通胀掉期显示, 交易员预期 6-7 月 CPI 同比为+2.65%、+2.79%, 即预期通胀延续 5 月开始的反弹趋势。货币政策方面, 分析师维持首次降息在 2025Q3 的预测。①分析师: 最新分析师一致预期 25Q3-25Q4 美联储政策利率上限分别为 4.25→4.00%, 即预期下一次降息在 25Q3。②交易员: 最新联邦基金期货模型显示, 交易员充分预期 2025 年 9 月首次降息, 到 12 月累计降息 2.56 次/64.1bps, 美联储理事 Waller 与 Bowman 释放的 7 月降息信号, 使得交易员押注更鸽派的货币政策路径, 因此较分析师预期更加鸽派。 海外政治: 《大美丽法案》进入参议院讨论阶段, 最终通过日期或为 7 月 31 日前。6 月 29 日, 美国参议院以 51-49 票通过“动议推进(motion to proceed)”, 开始审议众议院 5 月 22 日通过的《大美丽法案》。

丽法案》。随后,《大美丽法案》将先后进入全院辩论→修正案表决→最终表决阶段。如果参议院成功通过修正案,则法案将被打回众议院审议表决。在两院解除争议后,《大美丽法案》将移交特朗普签字通过,完成立法。特朗普的理想日期7月4日美国国庆前通过该法案。根据BPC估算,美国财政部的TGA账户可能在8.15-10.3之间耗尽,若届时债务上限没有提高,则美国将再临债务危机。而提高债务上限的条款就在《大美丽法案》中。考虑到8月美国国会将整月休会,因此《大美丽法案》的“Deadline”可能是7月31日。此外根据CRFB估算,与众议院未来十年3万亿美元的赤字增加相比,参议院版本赤字可能在3.5万亿美元。悲观情况下,这一规模可能达到4.2-4.5万亿美元。同时参议院预期更宽松的《大美丽法案》或将未来十年美国公共债务率从众议院版的124%提升至125-128%之间。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

固收深度报告 20250701: 债券“科技板”他山之石: 我国与海外科创债的机构持仓结构及策略有何异同?

美国科创债持仓结构: 1) 从科创债的机构持有人结构来看, 美国科创债的机构持有人主要为基金和保险公司: 该持有人结构一方面为需求侧的流动性提供一定程度的保障, 另一方面为供给侧的资金来源和资金期限提供了良好的稳定性和匹配度, 有利于支撑当地科创领域的产业发展。2) 从债券彭博评级来看, 美国金融机构持有的科创债的评级分布较为广泛, 投资级及投机级债券均有持仓, 但主要仍以中高评级居多, 其中对中等信用资质的科创债持有规模较大: 美国金融机构在科创债的标的选择上呈现中性风险偏好, 一方面, 配置中等资质科创债相较于高评级科创债或能够带来更多的票息收益空间, 而相较于低评级科创债或能够规避尾部违约风险, 在收益风险性价比上具有优势; 另一方面, 该持仓评级结构亦与美国科创债的存量债券等级结构相吻合, 意味着债券体量系另一大机构择券过程中的考量因素, 中等评级科创债存量余额较大, 交易层面相对不拥挤。3) 从债券剩余期限来看, 美国金融机构持有的科创债的剩余期限主要集中在中长期: 一方面或与科创型企业自身的生命周期相适应, 其债券发行期限总体相对偏中长期, 另一方面或与美国科创债的主要机构投资者负债端波动尚可相关。4) 从债券行业分布来看, 美国金融机构持有的科创债的发行主体主要集中在软件及服务、制药、航空航天、半导体等科技属性较强的行业: 美国金融机构明显青睐科技含量较高的行业, 例如软件、制药等行业均系美国科创产业的“基石领域”, 具有强科创属性, 且行业发展前景较好、主体潜力较大均助力降低信用风险, 因此成为攫取收益的“优质标的范畴”。5) 从债券票面利率来看, 美国金融机构持有的科创债票面利率基本处于存量债券的中枢区间: 美国金融机构持有科创债的票面利率结构与美国存量科创债的票面利率分布一致, 并且在择券上相对更倾向于寻求风险收益均衡, 配置低票息和高票息科创债的力量尚可, 提示机构持仓风格趋于稳健。日本科创债持仓结构: 1) 从科创债的机构持有人结构来看, 保险公司和基金是日本存量

科创债的主要配置力量：日本虽与美国同样以基金和保险两类机构为核心买盘，但银行及券商的参与度较美国更低，或意味着不同国家金融机构在各自的债券投资领域中的定位存在差异，日本银行及券商对于此类债券交易的参与程度或受限于其风控要求和主营业务监管。2) 从债券彭博评级来看，日本金融机构持有的科创债的信用评级高度集中于 BBB+ 至 BBB 区间，基本无其他评级持仓：一方面或系日本存量科创债的评级结构影响所致，另一方面提示日本金融机构在科创债配置上以中性风险偏好为主，较为倾向于配置处于投资级临界点的个券，或有助于把控所持仓的科创型企业的信用风险。3) 从债券剩余期限来看，日本金融机构持有的科创债同样更偏中长期：尽管仍有少部分资金对于中短期债券有一定配置需求，但日本的机构投资者在科创债市场的择券过程中总体对短期流动性工具的需求有限，资金仍更为追逐中长期，符合日本科创债持有人以保险公司为主的结构，但日本存量科创债期限结构与机构持有人的期限偏好存在差异，或提示日本科创债可能面临供需错位，收益率曲线隐含倒挂风险。4) 从债券行业分布来看，日本金融机构持有的科创债的发行主体主要来自于制药、电子硬件等具备较强技术壁垒和产业基础的领域：日本金融机构在选择科创债配置标的的过程中基本以存量债券规模和本国优势行业为关键标准，其中存量债券规模可提供相对宽裕的买入机会和较好的流动性，而本国优势行业可保障债券的信用风险较低，符合日本投资者中性偏谨慎的风格。5) 从债券票面利率来看，日本金融机构持有的科创债在票息分布上不同于存量结构中向低票息区间倾斜的态势，持仓的科创债票息中枢水平明显高于存量债券的票息均值：机构投资者在配置科创债的时候仍更为偏好高票息品种，或将科创债视为博弈高回报的可选资产之一。

欧洲科创债持仓结构：1) 从科创债的机构持有人结构来看，与美国和日本相似，欧洲的科创债同样主要由基金类机构和保险公司持有：欧洲科创债市场的买盘力量虽然与美、日接近，但基金和保险公司之间的差距明显大于美国和日本，即基金在欧洲科创债市场的活跃度与参与度显著高于险资，或与欧洲存量科创债在期限上偏中短期、在评级上分布较广、在票面利率上有所偏高的结构特点更为适配基金的资金属性密切相关。2) 从债券彭博评级来看，欧洲金融机构持有的科创债的信用评级分布跨度与美国相近、较日本更大，总体集中于 BBB+ 至 BB- 区间：欧洲机构投资者在配置科创债时总体保持优先选择中等信用资质主体的倾向，风险偏好适中，以追求风险与收益平衡的中性策略为主，但评级选择上亦有所下沉，或提示欧洲投资者对高收益、高风险的科创债品种的关注度较日本稍有抬升，在中低评级范畴的参与意愿有所加强。3) 从债券剩余期限来看，欧洲金融机构持有的科创债在期限分布上较为均衡，长端和短端品种的持有规模均相对显著：欧洲机构投资者中存在相当比例的资金流向中长久期科创债，同时亦有较大体量的资金选择兼顾流动性，或与基金类机构内部不同的久期偏好和流动性要求有关，换言之，部分资金倾向于通过拉长久期来获利于稳定的票息收益，而部分资金倾向于在中短端交易以规避流动性风险。4) 从债券行业分布来看，欧洲金融机构持有的科创债的发行主体所属行业呈现出传统产业升级与新兴技术并重的特征，既涵盖电力、化工、医药等传统行业，也覆盖半导体、生物技术、高端装备制造等新兴产业：一方面该持仓科创债行业结构与欧洲存量科创债行业结构一致，提示各行业的债券体量较大程度上影响投资者的择券倾向，另一方面欧洲当前的优势行业和新兴行业均具备较高的融资需求，科创债的应用场景愈加丰富，意味着持仓风险或可相应分散。5) 从债券票面利率来看，欧洲金融机构持有的科创债

在票面利率的分布上总体均衡，各区间的规模占比差异不大，高票息和低票息个券均有较高持仓：欧洲机构投资者中，既存在以稳健收益和回撤控制为目标的交易型资金主导，也存在一定比例的风险资本积极参与，表现为相对较高的风险容忍度和较强的绝对收益导向。我国科创债持仓结构：1) 从科创债的机构持有人结构来看，当前我国科创债市场的主要机构持有人包括公募基金和银行及理财子公司：公募基金对于科创债市场的关注度与投资意愿在我国债市投资者中相对较强，作为需求侧的关键力量之一，或可帮助科创债市场在交易层面优化流动性、平滑估值；而银行及理财子公司同样较为活跃，一方面由于其系信用债的主要配置机构，因此在科创债的布局上相对更为主动，另一方面银行预计将成为科创债市场体量增速加快的重要催化剂，因此理财子或配合银行供给侧操作，在政策红利下以传统资金提供者的角色在科创领域发挥作用。2) 从债券剩余期限来看，我国金融机构持有的科创债的剩余期限主要集中在中短期：一方面与金融机构对中短期科创债品种进行集中配置或出于把控流动性风险的考量有关，原因在于公募基金和银行理财子公司两类科创债主要买盘均系负债端稳定性稍弱的机构类型，故缩短久期可规避债市震荡行情中因情绪面和消息面变化带来的估值冲击；另一方面亦与存量科创债整体剩余期限分布以中短期为主的结构有关。3) 从债券票面利率来看，我国金融机构持有的科创债的票面利率主要分布于 3% 以下区间，基本处于存量票息中枢位置：我国金融机构在科创债市场的配置思路相对倾向于在平衡信用风险与回报预期的基础上尝试挖掘仍有一定票息空间的个券来适当增厚收益，整体风格偏稳健，对于票息吸引力不足以覆盖发行主体风险的标的较为谨慎，博弈情绪较弱。4) 从债券行业分布来看，我国金融机构持有的科创债发行主体与存量债券行业分布结构基本相符，以传统产业为主，占比位居前列的行业包括建筑装饰业、银行业、公用事业、煤炭业、非银金融业、有色金属业和电力设备业：机构投资者在科创债的标的选择上较为青睐现金流确定性较高、业务稳健性较强的红利型行业，而成长型行业的发行主体则认可度一般，一方面受限于此类行业自身科创债的发行量总体有限，另一方面受限于此类行业中多为民营企业发行人，在债市投资者中资质较弱、风险偏高、回撤大且流动性差，对于公募基金及银行理财子公司的吸引力不高，故在持仓行业结构中处于边缘位置。从我国与海外市场的科创债持仓结构对比看投资策略异同：1) 我国机构投资者在科创债市场的择券策略以流动性为优先，对于票息策略、久期策略和信用下沉策略持谨慎态度。2) 海外美、日、欧三大市场的金融机构对科创债的择券策略总体更为激进：a) 美国机构投资者在科创债市场的择券策略以久期策略为优先，对于票息策略和信用下沉策略持中性态度；b) 日本机构投资者在科创债市场的择券策略以久期策略和票息策略为优先，对于信用下沉策略持中性偏谨慎态度；c) 欧洲机构投资者在科创债市场的择券策略上对于久期策略、票息策略和信用下沉策略均有一定涉猎，未呈现显著倾向。3) 机构投资者的策略选择一方面受到各地区科创债市场的结构现状影响，如我国科创债的存量市场以中短期、高评级品种为主，故机构投资者难以充分采取久期策略或信用下沉策略来获取超额收益；另一方面受到各地区科创债市场的发展阶段影响，如发展相对成熟的海外市场的风险分散机制、债券交易机制和发行主体信息披露机制等皆为当地投资者的标的选择提供有效的筛选工具，故机构投资者在适度下沉或拉长久期时有更高的自由度。4) 在政策面的持续支持和指引下，预计我国科创债市场的机构投资思路或将随着市场体量的扩容和市场结构的演变而逐步拓宽，完成“供给-需求-供给”的传

导闭环，助力推动市场发展迈上新台阶。 风险提示：数据统计偏差；
 科创债政策超预期收紧；债市超预期调整。

(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

中国燃气 (00384.HK): 24/25 财年年报点评: 自由现金流改善, DPS 维持

投资要点 事件: 2025/6/27, 公司发布 24/25 财年年报, 24/25 财年公司实现营业总收入 802.5 亿港元, 同比减少 1.96%; 归母净利润 32.52 亿港元, 同比增加 2.09%; 全年股息 0.5 港元/股, 派息率 83.3%, 对应股息率 6.8% (2025/6/30)。零售气量承压&顺价进展略超预期, 接驳&增值服务业务在预期内变化。24/25 财年, 公司分部溢利同比-0.40%至 66.84 亿港元; 归母净利润同比+2.09%至 32.52 亿港元, 不及我们预期, 主要系零售气量承压。分业务来看, 24/25 财年: 1) 天然气销售分部溢利+7.94%至 33.06 亿港元, 价差修复稳步推进, 受暖冬、房地产低迷等影响气量增速不及预期。零售气量同比+0.02%至 235.2 亿方, 贸易气量同比-9.6%至 164.4 亿方; 其中居民气量同比-2.1%至 84.9 亿方 (受到暖冬影响)、工业气量同比+1.0%至 113.6 亿方 (陶瓷、玻璃等地产相关用气承压)、商业气量同比+3.7%至 32.4 亿方 (“瓶改管”、促消费政策推动), 加气站气量同比-9.0%至 4.3 亿方; 价差同比+0.036 元人民币至 0.537 元人民币/方, 截至 24/25 财年期末, 已有 68% 的居民气量实现顺价。2) 接驳业务分部溢利同比-25.39%至 5.08 亿港元, 居民接驳数预期内下滑、工商业增长明显; 工程设计及施工分部溢利同比-6.16%至 5.84 亿港元。居民新增接驳量同比-15.5%至 140 万户, 工业新增接驳量同比+8.6%, 商业新增接驳量同比+46.1%; 公司积极开展用户挖掘、“瓶改管”替换工程等工作, 有效提高工商业用户业务量。3) LPG 销售分部溢利同比-56.68%至 0.52 亿港元。受到国际市场供需关系、地缘政治、整体宏观经济、瓶改管影响, LPG 销量-3.2%至 386.8 万吨, 单位利润下滑。4) 增值服务业务分部溢利同比+10.59%至 17.50 亿港元, 保持预期增长。公司在巩固传统厨房、安全产品等强势业务竞争力的同时, 推出宜居、电器等多项新业务; 国家发布的消费刺激政策, 将进一步助力增值服务业务发展。5) 综合能源业务实现突破。截至 24/25 财年期末, 储能业务累计已签约/投建 816.7/207.1MWh, 实现投运“零”的突破; 光伏业务累计投建 59.5MW, 同比+111.7%。自由现金流改善, 分红能力持续提升。24/25 财年公司自由现金流同比+8.7%达到 46.6 亿港元, 远超公司 24/25 财年计划分红金额 (27.2 亿港元), 分红能力持续提升。盈利预测与投资评级: 考虑到气量增速不及预期且影响气量的因素可能持续存在, 结合公司对于 2026FY 的经营指标预测 (零售气毛差 0.55 元/立方米、零售气量同增 2%+、新增接驳居民用户 100-120 万户、增值业务毛利或税前利润同增 10%+), 我们下调 FY2026-FY2027 公司归母净利润, 引入 FY2028 盈利预测至 34.77/37.26/39.97 亿港元 (原值 44.37/48.66/-亿港元), 同比 6.9%/7.2%/7.3%, PE 11.5/10.7/10.0 倍 (2025/6/30)。维持“买入”评级。风险提示: 安全经营风险, 天然气需求恢复不及

预期，汇率波动

(证券分析师: 袁理 证券分析师: 谷玥)

小商品城 (600415): 2025 中报预增点评: 扣非净利润同增 13.5%~18.4%，全球数贸中心招商超预期

投资要点 事件: 6月30日, 公司发布2025年中报预告。公司预计2025H1实现归母净利润为16.3~17.0亿元, 同比+12.6%~17.4%; 实现扣非净利润为16.1~16.8亿元, 同比+13.5%~18.4%。对应2025Q2: 公司预计实现归母净利润为8.3~9.0亿元, 同比+12.5%~22.0%。预计实现扣非净利润为8.15~8.85亿元, 同比+11.9%~21.5%。2025Q2业绩环比Q1有所提升, 或反映公司新业务有较增量: 公司Q2业绩相比Q1(归母、扣非净利润均为8.0亿元)有所增长。我们认为公司利润的主要来源是利润较为平滑的市场经营, 且2025年的主要利润增量来自下半年全球数贸中心市场开业的增量, 因此Q2利润的环比增量或主要来自公司新业务(即履约服务业务)。义乌进出口大盘表现强劲: 据义乌商务局等有关部门统计, 2025年1-5月义乌市进出口总额达3,271.3亿元, 同比增长23.7%; 其中出口2,893.1亿元, 同比增长23.7%; 进口378.2亿元, 同比增长23.9%; 来义外商超25万人次, 同比增长18.6%。1-4月, 外商出入境总人次18.39万人次, 同比增长21.95%; 集装箱卡口施封量为18.62万只标柜, 同比上升6.09%。义乌进出口贸易的高增是小商品城市场繁荣景气的基础。义支付跨境收款规模大幅提升。截至2025年6月26日, 公司旗下支付平台(义支付)跨境收款金额超25亿美元, 同比增长超47%, 受规模提升影响义支付利润同比增长。未来公司还计划在中国香港设立子公司并申请稳定币等一系列牌照, 落地后有望完善公司海外支付业务版图。全球数贸中心市场板块招商超公司预期。首批389个时尚珠宝行业黄金商铺招商工作成效显著, 于6月26日全面完成招商工作, 最终中标价的中位数为11.8万元/平米, 是5万元标底价的约2.4倍。第二批婴幼儿成长用品行业、护肤及医美用品行业招商报名已于6月29日正式开启, 首日报名主体超3,200家, 热度较高, 有望延续或超越首批市场的招商成果。盈利预测与投资评级: 小商品城是非美出口枢纽, 具备重要的重要战略地位。我们维持公司2025-27年的归母净利润预测为42.3/57.1/68.3亿元, 同比+38%/35%/19%, 对应6月30日收盘价估值为27/20/17倍, 维持“买入”评级。风险提示: 人员任命尚有不稳定性, 新市场招商结果具备不确定性等

(证券分析师: 吴劲草 证券分析师: 阳靖)

能科科技 (603859): 工业软件和工业 AI 的领跑者, AI agent 打造第二成长曲线

投资要点 工业软件和工业 AI 的领跑者: 公司成立于2006年12月, 2016年10月上市。公司服务于工业企业的数字化和智能化建设, 以数字孪生和人工智能技术为基础, 为客户提供工业软件和 AI Agent 产品与服务, 支撑客户实现基于企业业务目标的“数智化”转型, 助力工业企业实现新型工业化, 打造新质生产力。公司一直立足工业领域, 聚焦高端装备制造业, 深耕重工装备、汽车、高科技电子和通用机械等行业, 服务客户超过3,000家。公司自研产品实现快速增长: 公司围绕重工装备、汽车、高科技电子和通用机械等行业客户, 持续迭代“乐系列”工业软件产品。公司对乐仓、乐研、乐造、乐数等“乐系列”自研产品进行持续优化。结合各行业客户不同应用场景的实践经验, 进一步丰富了产品系列, 形成12个行业包、36个子应用、156个工业组件, 扩大了公司自研产品从研发到制造各流程节点的覆盖面。同时对产品功能和性能做了持续研究和提升, 使产品的适用性和

便利性进一步提高。公司过去几年自研工业软件产品收入持续增长，公司自有软件产品收入从 2022 年的 2.05 亿元增长到 2024 年的 4.58 亿元，实现翻倍增长。 布局 AIagent，已落地 2 个亿元订单：公司依托公司在智能制造领域的长期实践和对行业客户应用场景的深度理解和经验积累，通过整合和管理 AI 相关技术、数据、模型等资源，打造了“灵系列”AI agent 产品体系。实现了在机器人的训推、汽车的产品设计优化和高端装备的 AI 质检等场景下 AI agent 产品的研发和应用。公司不断深入与华为的战略合作，全面融入华为生态合作伙伴体系。公司基于华为盘古大模型，结合能科“乐世界”产品，打造了 AI+研发、AI+设计、AI+工艺、AI+验证、AI+维护等面向汽车及轨道交通、半导体电子及装备制造等行业的数字化解决方案，并发挥多年制造业数字化成功落地经验。2024 年，公司签署了“AI 大模型、软件工具链及私有云建设项目”和“大模型场景化应用合同”两个亿元级项目，公司 AI 技术能力实现落地应用，AI 业务实现重大突破。标志着公司“生成式 AI+工业软件”发展战略的进一步落地和落实，打造了人工智能与制造业深度融合的样板工程，为公司下半年后续相关 AI 订单的落地奠定了坚实基础。 盈利预测与投资评级：公司前瞻布局 AI agent 业务，打造第二成长曲线，2024 年业务实现突破性增长，我们预计公司 2025 年-2027 年营业收入为 18.23 亿元、21.92 亿元、25.72 亿元，对应增速 21%、20%、17%；我们预计公司 2025 年-2027 年归母净利润为 2.54 亿元、3.16 亿元、3.94 亿元，对应增速分别为 32%、25%、24%，对应 PE 分别为 31/25/20 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。 风险提示：相关政策不及预期、企业产品落地不及预期、市场竞争加剧。

（证券分析师：王紫敬 证券分析师：戴晨）

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>