

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-07-01

宏观策略

2025 年 07 月 01 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

固收周报 20250630：转债双低策略如何增厚？

我们目前整体上仍较喜欢中低价高评级，剩余存续期限在 1-3 年，主业稳健可以贡献稳定现金流的同时，公司促转股意愿较强的标的，这一类标的胜率较高赔率不低，我们将继续通过广泛调研为投资人挖掘这一区域的优质标的。

固收点评 20250629：绿色债券周度数据跟踪（20250623-20250627）

本周（20250623-20250627）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 21 只，合计发行规模约 314.40 亿元，较上周减少 117.22 亿元。绿色债券周成交额合计 735 亿元，较上周减少 138 亿元。

固收点评 20250629：二级资本债周度数据跟踪（20250623-20250627）

本周（20250623-20250627）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 91.00 亿元。周成交量合计约 1990 亿元，较上周减少 555 亿元。

固收周报 20250629：周观：从货政委员会例会看债市破局时间点（2025 年第 25 期）

本周利率虽仍未摆脱箱体震荡走势，但略有上行，我们原因仍然是年初以来牵动债市的主线，即资金面的松紧情况。因此，判断下一次降息何时落地，或者说降息预期何时会发酵显得尤为重要，这是债券收益率向下突破的关键节点。作为参考，本周公布了央行货政委员会 2025 年第二季度例会的通稿，我们将其与第一季度例会的通稿进行对比后发现，在对经济形势的判断上更为积极，表述为“呈现向好态势，社会信心持续提振”，由此延伸到对政策执行的态度，没有第一季度紧迫，表述由“择机降准降息”变为“灵活把握政策实施的力度和节奏”。因此，我们预计在下一个

释放政策信号的时间点，即 7 月底政治局会议召开前，降息和降准落地的概率较低，需要关注临近 7 月底“宽货币”预期再度发酵的可能性，在此之前 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。风险提示：经济基本面变化超预期，货币政策工具创新；历史经验不代表将来

行业

推荐个股及其他点评

迈威生物-U (688062): BD 进入新阶段, 差异化 ADC+TCE 双平台前景可期

不含 BD 里程碑付款, 我们将 2025 年的营收从 7.50 亿元上调至 11.08 亿元, 预计 2026/2027 年营收分别为 12.37/20.92 亿元。差异化 ADC+TCE 双平台潜力较大, 首次覆盖给予“买入”评级。

达势股份 (01405.HK): 因市而谋, 逆势扩张

达势股份为达美乐披萨在中国大陆、香港及澳门的独家总特许经营商。拓店红利延续, 单均金额修复在望。

稳健医疗 (300888): 618 卫生巾强劲增长, 期待棉柔巾新品表现

盈利预测与投资评级: Q2 以来消费品业务受内外部因素影响同比增速较 Q1 有所放缓, 但核心品类卫生巾保持强劲增长, 同时成人内裤、新生儿产品放量上涨, 我们预计伴随营销调整及新品投放, 棉柔巾有望恢复快速增长态势。考虑 Q1 高增+Q2 短期销售波动, 我们维持 2025/2026 年归母净利润预测值 9.52/11.17 亿元, 增加 2027 年预测值 13.33 亿元, 对应 2025-2027 年 PE 分别为 24/21/17X, 维持“增持”评级。风险提示: 国内消费低迷, 关税政策变化

小商品城 (600415): 公司换帅董事长另有重任、公司重点战略地位不变, 自上而下持续重点支持

事件: 6 月 27 日公司公告, 董事会于近日收到王栋先生提交的书面辞职报告, 因组织上工作安排的原因, 王栋先生辞去公司董事长、董事、董事会战略与 ESG 委员会主任委员职务。辞职后, 王栋先生将不再担任公司任何职务。公司前董事长或另有重任, 新任董事长或为商城集团出身, 延续“懂市场、善经营”的管理基因: 根据证券时报报道: 本次职务调整系组织安排, 王栋将调任义乌市商务局局长, 完成从企业经营一线到政府治理中枢的角色转换。目前, 义乌市委市政府已推荐义乌国有资本运营有限公司董事长陈德占先生, 作为小商品城董事长候选人。陈德占先生曾在商城集团工作十年, 在任职义乌国资运营公司董事长期间, 充分发挥国企逆周期调节作用, 推动国企优质资源向优质公司集聚。我们看好人员组织人员安排之后, 义乌国贸改革持续加速推进, 和小商品城延续高速增长的大趋势。

泸州老窖 (000568): 理性应对转型阵痛, 积极作为抢占机遇

公司近日召开 2024 年度股东大会, 会上公司对自身战略考量及周期思考做真诚分享。客观剖析本轮周期, 理性应对转型阵痛。会上董事长及总经理深入剖析白酒行业现状, 1) 白酒行业量减价增, 头部企业集中度提升, 消费呈现以下趋势变化: ①消费观念转向更注重情感共鸣与价值认同; ②消费需求倾向个性化、低度化、利口化、悦己化; ③消费场景更趋

多元,预计“以政带商”需求基本退出,白酒从资源社交属性回归生活情感属性;④消费渠道加速迭代,行业营销重心从渠道压货向精准触达和用户运营转变。2)长期来看,当前行业调整要从中国经济结构转型的宏观角度去看待,伴随产业结构转变、70~90后主力消费群体需求承压、AI重构个人学习方式和竞争力构建方式,白酒作为精神消费品,仍然符合未来消费发展趋势。3)短期来看,白酒消费从公费主导转向私费主导,将经历一定的转型阵痛。盈利预测与投资评级:公司对行业周期具有前瞻预判,已提前做数字营销、终端下沉等应对,库存及价盘管控保持稳健,本轮穿越周期能力显著强于2013~14年。考虑25Q2行业需求显著承压,我们下调2025~27年归母净利润预测为124、129、141亿元(前值138、149、165亿元),同比-8%、+4%、+10%,当前市值对应PE为13、13、12x,股息率突出,维持“买入”评级。风险提示:经济向好不确定性,白酒商务场景重构及修复不及预期。

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》。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

固收周报 20250630: 转债双低策略如何增厚?

上周(0623-0627)美债2y下行约15bp,美债10y下行约7-8bp,曲线继续下移同时趋陡,这同我们前期的中期认知基本一致,即目前周期性因素仍占据主导。我们做一点补充观察:市场前期担忧的6月“债务洪峰”相对安然度过,正如我们前期预判,一方面联储通过常备回购工具注入流动性,同时放缓缩表;另一方面私人部门比如社保基金、养老金、商业银行承接约54.7%财政部置换的中短期国债发行及超短期滚动。策略方面仍维持前期观点:我们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。国内权益强势反弹,指数再度挑战年内新高,转债方面虽然银行冲高回落,但光伏形成支撑,风格上无论低高价、大小盘还是各评级均出现上涨。回溯来看,25年以来最“抄作业”的双低策略(转债价格+转股溢价率*100最小的1/6)在几乎无回撤的情况下实现了惊人的持续上涨,(向下)波动显著低于同期的权益、纯债,可以看到一方面在股、债波动较大的背景下,传统“双低策略”(而非低价防御性策略)的进攻性仍更强,另一方面年初以来强调的供需错配、供不应求的结构性矛盾,似乎对已处高位的平价溢价率确实起到了显著的支撑,不过需要承认的是,这两者在事前是较难确认的。我们目前整体上仍较喜欢中低价高评级,剩余存续期限在1-3年,主业稳健可以贡献稳定现金流的同时,公司促转股意愿较强的标的,这一类标的胜率较高赔率不低,我们将继续通过广泛调研为投资人挖掘这一区域的优质标的。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、合兴转债、神马转债、浦发转债、海亮转债、万凯转债、中环转2、好客转债、重银转债、长集转债。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 20250629: 绿色债券周度数据跟踪 (20250623-20250627)

观点 一级市场发行情况： 本周（20250623-20250627）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 21 只，合计发行规模约 314.40 亿元，较上周减少 117.22 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、A1 级；发行人地域为北京市、广东省、上海市、天津市、福建省、河北省、江苏省、宁夏回族自治区、山东省、香港特别行政区、云南省；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（20250623-20250627）绿色债券周成交额合计 735 亿元，较上周减少 138 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 326 亿元、311 亿元和 77 亿元；分发行期限来看，3Y 以下绿色债券成交量最高，占比约 85.04%，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 384 亿元、125 亿元和 29 亿元；分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、广东省、湖北省，分别为 238 亿元、66 亿元和 50 亿元。 估值偏离度前三十位个券情况： 本周（20250623-20250627）绿色债券周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交幅度小于溢价成交，折价成交的比例小于溢价成交。 折价个券方面，折价率前三的个券为 22 万科 GN002 (-1.1512%)、GY 锡铁 03 (-0.7744%)、22 万科 GN001 (-0.7403%)，其余折价率均在 -0.45% 以内。主体行业以房地产、建筑为主，中债隐含评级以 AA、AA+、AAA 评级为主，地域分布以广东省、山东省、北京市、江苏省居多。 溢价个券方面，溢价率前四的个券为 24 盛世融迪 2 优先_bc (17.8636%)、G 三峡 EB2 (0.4217%)、25 华能财资 GN001(碳中和债) (0.3995%)、24 中油股 MTN001(绿色两新) (0.3701%)，其余溢价率均在 0.35% 以内。主体行业以金融、公用事业、房地产为主，中债隐含评级以 AAA、AA+、AA 评级为主，地域分布以北京市、广东省、湖北省、江苏省居多。 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)

固收点评 20250629：二级资本债周度数据跟踪 (20250623-20250627)

观点 一级市场发行与存量情况： 本周（20250623-20250627）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 91.00 亿元。发行年限为 10Y；发行人性质为地方国有企业、大型民企；主体评级为 AAA、AA+；发行人地域为四川省、浙江省。 截至 2025 年 6 月 27 日，二级资本债存量余额达 46,524.35 亿元，较上周末（20250620）增加 49.0 亿元。 二级市场成交情况： 本周（20250623-20250627）二级资本债周成交量合计约 1990 亿元，较上周减少 555 亿元，成交量前三个券分别为 25 中行二级资本债 01BC (151.62 亿元)、25 农行二级资本债 01A(BC) (135.74 亿元) 和 25 中信银行二级资本债 01BC (92.27 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 1501 亿元、130 亿元和 91 亿元。 从到期收益率角度来看，截至 6 月 27 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：0.00BP、0.01BP、0.01BP；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：0.04BP、0.04BP、0.04BP；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：0.02BP、0.02BP、0.02BP。 估值偏离 % 前三十位个券情况： 本周（20250623-20250627）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 九台农商二级 (-18.6593%)、22 温州银

行二级 02 (-0.9955%)、23 厦门国际二级资本债 02 (-0.4964%)，其余折价率均在 -0.25% 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、浙江省、上海市居多。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)

固收周报 20250629: 周观: 从货政委员会例会看债市破局时间点(2025 年第 25 期)

观点 央行货政委员会 2025 年第二季度例会透露了怎样的信息？

A: 本周 (2025.6.23-2025.6.27)，10 年期国债活跃券收益率从上周五的 1.638% 上行 0.8bp 至 1.646%。周度复盘：周一 (6.23)，早盘新闻显示美国介入伊以冲突，受避险情绪推动，10 年期国债活跃券收益率下行。随后央行净回笼资金，叠加股市上涨令债市情绪走弱，全天 10 年期国债活跃券收益率上行 0.2bp。周二 (6.24)，早盘有伊以停火，股市强势上涨，债市随之微跌。同时资金面开始受到跨月影响，虽然央行盘后公告第二日将进行 3000 亿元的 MLF 续作，但 DR007 上行至 1.6684%，债市情绪受到压制，全天 10 年期国债活跃券收益率上行 0.6bp。周三 (6.25)，受财政部《国务院关于 2024 年中央决算的报告》中表示将根据形势变化及时推出增量储备政策和发改委即将召开新闻发布会的影响，上午 10 年期国债活跃券收益率小幅上行，午后股市持续上涨，债券收益率随之调整，全天 10 年期国债活跃券收益率上行 0.75bp。周四 (6.26)，发改委新闻发布会召开，除 7 月下达今年第三批消费品以旧换新资金外，没有增量对债市利空消息，全天 10 年期国债活跃券收益率下行 1.05bp。周五 (6.27)，2025 年 1-5 月规模以上工业企业利润数据公布，受有效需求不足和工业品价格下降等多重因素影响，累计同比下降 1.1%。宏观数据偏弱，股市出现下跌，债市维持震荡，全天 10 年期国债活跃券收益率上行 0.3bp。周度思考：本周利率虽仍未摆脱箱体震荡走势，但略有上行，我们认为仍然是年初以来牵动债市的主线，即资金面的松紧情况。因此，判断下一次降息何时落地，或者说降息预期何时会发酵显得尤为重要，这是债券收益率向下突破的关键节点。作为参考，本周公布了央行货政委员会 2025 年第二季度例会的通稿，我们将其与第一季度例会的通稿进行对比后发现，在对经济形势的判断上更为积极，表述为“呈现向好态势，社会信心持续提振”，由此延伸到对政策执行的态度，没有第一季度紧迫，表述由“择机降准降息”变为“灵活把握政策实施的力度和节奏”。因此，我们预计在下一个释放政策信号的时间点，即 7 月底政治局会议召开前，降息和降准落地的概率较低，需要关注临近 7 月底“宽货币”预期再度发酵的可能性，在此之前 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 5 月成屋销售量、5 月新屋销售量、5 月密歇根大学消费者指数、失业救济金等一系列数据公布，后市美债收益率如何变化？A: 本周 (0623-0627) 美债 2y 下行约 15bp，美债 10y 下行约 7-8bp，曲线继续下移同时趋陡，这同我们前期的中期认知基本一致，即目前周期性因素仍占据主导。我们做一点补充观察：市场前期担忧的 6 月“债务洪峰”相对安然度过，正如我们前期预判，一方面联储通过常备回购工具注入流动性，同时放缓缩表；另一方面私人部门比如社保基金、

养老金、商业银行承接约 54.7% 财政部置换的中短期国债发行及超短期滚动。策略方面仍维持前期观点：我们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）成屋销售小幅上升，新屋销售低于预期。最新数据显示，5 月美国成屋销售总数为 403 万套，高于前值的 400 万套和预期的 395 万套。成屋销售总数环比为 0.8%，高于预期的 -1.3%，是今年仅有的第二次增长。5 月份美国的新屋住房销售数量为 62.3 万套，明显低于前值的 72.2 万套和预期的 69.3 万套。新屋住房销售数量环比变化 -13.7%，明显差于预期的 -6.7%，创下自 2024 年 10 月以来七个月最低水平。总的来看，成屋销售小幅上升但仍显疲软，新屋销售低于预期，显示出美国房地产市场在高利率环境下的持续疲软态势。

（2）美国 6 月密歇根大学消费者指数有所回升，信心指数好于预期；6 月 21 日首次领取失业金人数有所回落，6 月 14 日当周续请失业救济人数跃升至 2021 年 11 月以来最高。6 月密歇根大学消费者信心指数、预期指数、现状指数均有所回升，其中消费者信心指数初值为 60.7，较上月上升 16%，高于预期值 58.1，这是去年 12 月以来消费者信心指标的首次上升。这一数据可能反映出随着贸易紧张局势的缓和，潜在通胀飙升的悲观情绪也明显减轻。从领取失业金数据来看，6 月 21 日当周美国首次申请失业救济人数为 23.6 万人（前值 24.5 万人），低于预测值 24.3 万人；6 月 14 日当周持续申请失业救济人数为 197.4 万人（前值 194.5 万人），高于预测值 195 万人，跃升至 2021 年 11 月以来最高水平。续领失业救济人数大幅增加，而首申人数保持稳定，这说明特朗普的广泛进口关税正令企业难以规划前景。当前裁员规模仍处历史低位，但招聘持续疲软，使失业者更难觅得新机会。（3）美联储主席鲍威尔称关税推升通胀，美联储将观望经济数据再决定政策调整。6 月 24 日，美联储主席鲍威尔在证词中表示，近几个月里短期通胀预期指标有所上升，针对消费者、企业 and 专业预测人士的调查显示，关税是主要驱动因素。顶着近几天美国总统特朗普反复呼吁降息的压力，鲍威尔在证词中重申，“当前阶段美联储处于有利位置，在考虑调整政策立场前，可以观望更多经济数据的走向”。截至 6 月 28 日，Fedwatch 预期 2024 年 7 月降息 25bp 的概率升至 18.6%，上周为 10.3%；9 月份降息概率升至 91.4%，上周为 71.8%；10 月份在 7 月份降息的基础上再次降息的可能性为 69.4%，上周为 41.7%。风险提示：

（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）

行业

推荐个股及其他点评

迈威生物-U (688062): BD 进入新阶段, 差异化 ADC+TCE 双平台前景可期

投资要点 两项重磅授权同步落地, BD 进入新阶段: ①与 Calico Life Sciences 就靶向 IL-11 单抗达成独家许可协议, Calico 获得 9MW3811 海外权益, 并向迈威支付首付款 2,500 万美元, 里程碑付款最高 5.71

亿美元，以及产品销售分成。9MW3811 是全球首款进入临床阶段的 IL11 单抗，在年龄相关性疾病领域已完成中、澳 I 期临床研究，合作方 Calico 由谷歌母公司 Alphabet 和 Arthur D. Levinson 共同创立，并与艾伯维就衰老和与年龄相关的疾病达成研发合作，共同投资开发。

②公司与齐鲁制药签署阿格司亭 α 大中华区授权协议，将获得首付款 3.8 亿元人民币、最高 1.2 亿元销售里程碑付款以及最高两位数百分比特许权使用费。阿格司亭 α 是公司具有自主知识产权的新一代长效升白药，在产品安全性、成本和质量控制等方面优势明显，合作方齐鲁制药是 G-CSF 领域的领军企业之一。通过这两项授权，迈威将获得约 5.6 亿元首付款，有效补充公司现金流。此外，公司 Nectin4 ADC、B7H3 ADC、CDH17 ADC、ST2 等多款创新品种具备海外授权潜力。差异化创新持续获得实质性成果，ADC+TCE 双平台前景可期：9MW2821 是潜在 BIC 的 Nectin4 ADC，全面布局尿路上皮癌（UC）、三阴性乳腺癌（TNBC）、宫颈癌（CC）和食管癌（EC）的二线和一线治疗，其中 UC 单药、UC 联合、CC 单药等 3 个 III 期注册临床预计今年完成全部患者入组；TNBC 差异化布局拓扑异构酶 ADC 耐药适应症，下半年有望读出 II 期数据。B7-H3 ADC 今年 ASCO 数据初步验证了公司下一代 ADC 平台技术。CDH17 ADC 采用新 linker 和 MF6 新毒素，和传统 Dxd 或 MMAE 毒素相比，不受 P-gp 耐药机制干扰，在多药耐药消化道肿瘤模型上有显著效果，预计下半年进行中美双报。除了 ADC 平台，公司还建立了差异化的 TCE 平台，设计了不同活性 CD3 抗体分子，和英矽智能战略合作进行靶点筛选，并通过空间位阻方式实现靶点依赖性的肿瘤杀伤，预计 26 年初进行 IND 申报。商业化步步为营，新管线持续加码：地舒单抗骨质疏松适应症去年 1.39 亿收入（同比+230%），院外市场份额排名第一，院内国产品牌市场份额排名第一。地舒单抗更大的骨转移适应症有望 26H1 获批。长效升白药阿格司亭 α 顺利获批，并授权齐鲁制药，有望借助齐鲁制药强大的销售能力实现快速放量。阿柏西普生物类似物 9MW0813 已经处于报产阶段，明年有望获批。此外，地舒单抗与重庆市政府合作，采用独创的营销模式，推进大西部老龄化用药需求，有望获得更大的人群和市场。

盈利预测与投资评级：不含 BD 里程碑付款，我们将 2025 年的营收从 7.50 亿元上调至 11.08 亿元，预计 2026/2027 年营收分别为 12.37/20.92 亿元。差异化 ADC+TCE 双平台潜力较大，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：研发进度不及预期、竞争格局加剧等。

（证券分析师：朱国广）

达势股份（01405.HK）：因市而谋，逆势扩张

投资要点 达势股份为达美乐比萨在中国大陆、香港及澳门的独家总特许经营商。早期由于经营权分散，且几经易主经营不稳、日常经营本土化程度不足，发展稍显滞后。2017 年 5 月现任首席执行官王怡加入公司，启动内部改革：聘用本地高层、调整经营战略，扩张门店、布局外送、优化菜单。多措并举下，截至 2024 年底，公司门店已成功扩展至 39 个城市，门店总数达 1008 家。门店快速扩张的同时，公司营收也实现高速增长，2020-2024 年营收 CAGR 高达 41%，同店销售连续 30 个季度保持正增长。因市而谋，比学赶超。（1）比萨作为一种舶来品，20 世纪 90 年代进入中国市场，2022 年全球连锁比萨店/中国连锁比萨店市场规模分别为 538.86 亿美元/375 亿元，2016-2022 年 CAGR 分别为 6%/9%，中国增速高于世界平均水平，且横向对标，门店数量提升空间较大。（2）达美乐市占率稳居全球第一，2024 年达 33%。2017 年后达美乐于国内市场奋起直追，据沙利文报告，2024 年市占率已超越尊宝位居第二。（3）我们认为公司竞争优势在于：①

兼具高效便捷的特点与国际品牌调性，适配高线城市消费者即时需求，又满足下沉市场改善需要；②具备特殊配方的专用预拌粉，面饼松软有嚼劲；同时 SKU 种类丰富、产品定价合理；③外送打造差异化，自建配送网络，控制半径、智能调度、灵活用工，坚守“三十分钟必达，迟到送免费比萨券”：2023 年前公司外送订单占比维持在 72% 以上，远高于行业平均水平（49%-59%）。拓店红利延续，单均金额修复在望。（1）公司仍处拓店红利期，现阶段战略侧重开店：2021-2024 年净新增门店 105/120/180/240 家，环比逐步加速；据公司公告，2025/2026 年计划进一步净开店 300/350 家；中期维度，我们认为 2027 年公司的门店数量有望达 2000 家、2029-2030 年门店数可达 3000 家，对标必胜客中国，仍有较大空间。同时公司将重点发力空白区域和下沉市场，改善现有城市结构，预计 2027 年后三线及以下城市占比提升至 8-10%（2024 年底不到 5%）。（2）2023/2024 年单均销售金额同比-7%/-5%，主要系新店供不应求、业务结构调整所致，解读理应更加正面。我们认为短期而言该趋势预计延续（但不会出现大幅下滑）；中长期而言，随着新开门店日益成熟、外送订单占比修复，单均金额有望企稳回升。（3）打磨会员体系，挖潜优质客群，公司保持每季度新增 300-400 万、每年新增 1000 万左右会员的节奏平稳扩张，2024 年底会员数量达 2450 万人，同比增长 68%，会员收入贡献达 27.83 亿元，同比增长 54%，收入占比达 64.5%。盈利预测与投资评级：我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 1.29/1.96/2.56 亿元，同比增速为 133%/53%/31%。对应 2025-2026 年 PEG 为 0.73x、1.21x，考虑到公司步入产品密集上市期，后市增长动能及空间充足，我们认为当下估值仍具性价比，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：市场竞争，原材料成本上涨，产品销售不达预期的风险。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：邓洁）

稳健医疗（300888）：618 卫生巾强劲增长，期待棉柔巾新品表现

投资要点 25Q1 业绩高增，Q2 我们预计略有放缓，整体表现良好。25Q1 营收 26.1 亿元/yoy+36.5%，归母净利润 2.5 亿元/yoy+36.3%，扣非归母净利润 2.3 亿元/yoy+62.5%，在消费高增长+医疗并购增厚业绩带动下，延续高增长态势。Q2 受内外外部多因素影响，我们预计消费品业务增长较 Q1 有所放缓，但仍有望实现同比增长高双位数。消费板块：25Q1 核心单品保持高增。25Q1 消费业务营收 13.4 亿元/yoy+28.8%，延续自 24Q2 以来逐季提速态势。1）分品类看，25Q1 棉柔巾/卫生巾/成人服饰收入分别为 3.7/3.1/2.5 亿元，分别同比+8.6%/+73.5%/+23.4%，收入分别占消费业务的 28%/23%/19%，其中奈丝公主卫生巾凭借“全棉材质”和“医疗级生产背景”的差异化心智，在 2024 年底行业舆情事件发生后品牌认知度迅速提升；棉柔巾作为品类的首创者和市场领导者优势突出，通过悬挂式、婴儿超柔软等产品创新，保持较快增长。2）分渠道看，25Q1 电商占消费业务收入的 59.9%，增长良好；此外 KA 渠道在山姆、屈臣氏、沃尔玛等卖场取得突破性进展，25Q1KA 收入 1.5 亿元/yoy+70.9%，截至 25Q1 线下门店近 500 家，25 年公司预计新开 60 家。“618”大促期间，奈丝公主保持强劲增长，新品增长超预期。25Q2 由于整体消费乏力+“315”事件影响，我们预计全棉时代整体销售额同比增长较 Q1 有所放缓，但仍有望实现高双位数同比增长。重点品类中，奈丝公主卫生巾销售额同比增速强劲，抖音同比高增，线下 KA 渠道趋势向好，“618”大促期间奈丝公主线上复购率远超行业平均水平，保持良好粘性。棉柔巾品类受 315 影响相对直接，同时由于短期营销思路向生产环境、原材料溯源等安全性认证进行调整，对终端销售有一定影响，我们认为

伴随后续营销回归正常轨道、叠加下半年新品投放，棉柔巾市占率、行业地位以及增长势头有望保持。此外，有新的爆品超出内部预期，例如成人内裤、新生儿产品。 医疗板块：内生外延双轮驱动，美国关税政策变动预计小幅影响。25Q1 医疗业务营收 12.5 亿元/yoy+46.3%，其中 24 年底并购的美国医疗耗材公司 GRI 贡献收入 3 亿元，剔除后医疗板块业务同比增长 11.1%。1) 分产品看，增长主要由高附加值品类拉动，高端敷料/健康个护产品收入分别为 2.2/1.2 亿元，分别同比增长 21.1%/39.8%。2) 分渠道看，内销 C 端（药店、电商）业务亦实现超 40% 的同比增长，渠道拓展顺利。4 月美国开启对等关税政策，GRI 产能在全球多国布局，包括中国、越南、印度、多米尼加、美国等，美国市场销售额占比约 75%，预计关税政策变化对 GRI 销售有一定影响。 盈利预测与投资评级：Q2 以来消费品业务受内外部因素影响同比增速较 Q1 有所放缓，但核心品类卫生巾保持强劲增长，同时成人内裤、新生儿产品放量上涨，我们预计伴随营销调整及新品投放，棉柔巾有望恢复快速增长态势。考虑 Q1 高增+Q2 短期销售波动，我们维持 2025/2026 年归母净利润预测值 9.52/11.17 亿元，增加 2027 年预测值 13.33 亿元，对应 2025-2027 年 PE 分别为 24/21/17X，维持“增持”评级。 风险提示：国内消费低迷，关税政策变化

（证券分析师：汤军 证券分析师：赵艺原）

小商品城(600415): 公司换帅董事长另有重任、公司重点战略地位不变，自上而下持续重点支持

投资要点 事件：6 月 27 日公司公告，董事会于近日收到王栋先生提交的书面辞职报告，因组织上工作安排的原因，王栋先生辞去公司董事长、董事、董事会战略与 ESG 委员会主任委员职务。辞职后，王栋先生将不再担任公司任何职务。 公司前董事长或另有重任，新任董事长或为商城集团出身，延续“懂市场、善经营”的管理基因：根据证券时报报道：本次职务调整系组织安排，王栋将调任义乌市商务局局长，完成从企业经营一线到政府治理中枢的角色转换。目前，义乌市委市政府已推荐义乌国有资本运营有限公司董事长陈德占先生，作为小商品城董事长候选人。陈德占先生曾在商城集团工作十年，在任职义乌国资运营公司董事长期间，充分发挥国企逆周期调节作用，推动国企优质资源向优质公司集聚。我们看好人员组织人员安排之后，义乌国贸改革持续加速推进，和小商品城延续高速增长的大趋势。 公司控股股东完成增持计划：控股股东商城控股基于对公司未来发展前景的信心和长期投资价值的认可，计划在 4 月 9 日起 12 个月内增持人民币 5-10 亿元。至 6 月 27 日累计进行 10 亿元增持，完成了增持计划。其中 6 月 19 日至 27 日之间增持金额约 7 亿元。 义乌市场 1-5 月份延续高景气度：根据公司投资者互动回复，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，增长 23.7%；进口 378.2 亿元，增长 23.9%；来义外商超 25 万人次，增长 18.6%。1-5 月小商品城实现成交额 1,267.5 亿元，同比增长 12.5%。5 月义乌的进出口增速相比 1-4 月提速，市场景气度较高。 新市场招商持续推进，玩具、美护市场开始招商：公司全球数贸中心（市场板块）玩具、美护市场已开启招商，报名时间为 6 月 29 日至 7 月 6 日。玩具市场涉及惊喜玩具（盲盒等）、解压玩具、科技玩具（3D 打印等）、二次元文化和 IP 衍生玩具等；护肤及医美市场涉及护肤美容彩妆、香水香氛情趣用品、医美（含特、械字号）等。商位预计 10 月 21 日开业，租金基准价为 2000 元/平米/年，平台服务费为 8000 元/间/年。 盈利预测与投资评级：我们认为公司更换董事长并不会影响义

乌和小商品城作为非美出口枢纽的重要战略地位，未来义乌的国贸改革和小商品城业务转型升级将持续推进。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 27 日收盘价估值为 25/ 19/ 16 倍，维持“买入”评级。 风险提示：人员任命尚有不不确定性，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）

泸州老窖（000568）：理性应对转型阵痛，积极作为抢占机遇

投资要点 事件：公司近日召开 2024 年度股东大会，会上公司对自身战略考量及周期思考做真诚分享，并就投资者关心问题进行解答，核心要点如下： 客观剖析本轮周期，理性应对转型阵痛。会上董事长及总经理深入剖析白酒行业现状，1）白酒行业量减价增，头部企业集中度提升，消费呈现以下趋势变化：①消费观念转向更注重情感共鸣与价值认同；②消费需求倾向个性化、低度化、利口化、悦己化；③消费场景更趋多元，预计“以政带商”需求基本退出，白酒从资源社交属性回归生活情感属性；④消费渠道加速迭代，行业营销重心从渠道压货向精准触达和用户运营转变。2）长期来看，当前行业调整要从中国经济结构转型的宏观角度去看待，伴随产业结构转变、70~90 后主力消费群体需求承压、AI 重构个人学习方式和竞争力构建方式，白酒作为精神消费品，仍然符合未来消费发展趋势。3）短期来看，白酒消费从公费主导转向私费主导，将经历一定的转型阵痛。 发挥六大优势，紧抓变革机遇。白酒行业经历多次重大调整，但产业价值螺旋式上升趋势未变、中国白酒作为中华优秀传统文化组成部分的文化自信未变、国人对白酒的情感需求未变。在本轮调整中，泸州老窖将坚定发挥六大优势、把握六大机遇：①发挥战略优势，把握市场机遇，坚守“12345”和“136”的既定战略，打好市场组合拳。②发挥品质优势，把握数字机遇，强化全产业链质量溯源，建立供应链数字化管理体系。③发挥文化优势，把握价值机遇，围绕 1573 国宝窖池群和传统酿造技艺这“双国宝”打造文化 IP 矩阵、推进酒旅融合项目。④发挥创新优势，把握科技机遇，强化研发储备。⑤发挥布局优势，把握出海机遇。⑥发挥责任优势，把握和谐机遇，提升公司 ESG 评价及股东回报。 十五五实施“生态链战略”，深化市场建设。伴随经济结构重心转向资金和技术密集型产业，公司必将主动融入高科技企业生态，并积极应对市场调整，实施一系列市场组合拳：①加强市场深耕精耕，把握县域及部分村镇消费者需求增加机遇，2025 年公司春耕计划重点扩张核心终端，未来 5 年规划将终端数量从 50 万拓展至 400 万家。②推动产品创新，顺应低度化、健康化、利口化、多元化需求，开发储备 28、16、6 度等产品，低度产品将提供更丰富的风味口感。③夯实核心基本盘。陆续将资源向特曲 60 版、特曲、头曲等中高端产品倾斜，并焕新推出光瓶酒二曲。④推动渠道转型，全面落地数字营销，优化费用投放及库存价盘管理，并实现线上线下全渠道融合，2025 年泸州老窖持续推进“经销商和终端战略共赢计划”，并将注重平衡各渠道盈利模式的分配。 盈利预测与投资评级：公司对行业周期具有前瞻预判，已提前做数字营销、终端下沉等应对，库存及价盘管控保持稳健，本轮穿越周期能力显著强于 2013~14 年。考虑 25Q2 行业需求显著承压，我们下调 2025~27 年归母净利润预测为 124、129、141 亿元（前值 138、149、165 亿元），同比-8%、+4%、+10%，当前市值对应 PE 为 13、13、12x，股息率突出，维持“买入”评级。 风险提示：经济向好不确定性，白酒商务场景重构及修复不及预期。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：孙瑜）

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>