

## 东吴证券晨会纪要

## 东吴证券晨会纪要 2025-06-17

## 宏观策略

2025 年 06 月 17 日

## 宏观点评 20250616: 经济叙事的三重分化——5 月经济数据点评

5 月经济仍然具有韧性。供给端，5 月工业增加值同比+5.8%，服务业生产指数同比+6.2%，分别比上月下降 0.3 个点、提高 0.2 个点，供给侧工业小幅走弱、服务业小幅走强，整体大致跟上月持平。需求端，社零同比+6.4%，比上月提高 1.3 个点；固定资产投资累计同比 3.7%，比上月下降 0.3 个点（推算当月同比从 3.6%降至 2.9%）；出口同比从 4 月的 8.1%降至 4.8%。整体来看，内需有所修复，经济韧性较强，其中投资增速下降，部分原因是价格拖累，实际增速降幅没有这么大，5 月 PPI 同比从-2.7%降至-3.3%。最近半年多以来，经济的不同领域呈现出三种不同的逻辑和状态：（1）政策支持领域，如基建制造业和耐用品消费，前 5 个月基建和制造业投资分别增长 10.4%和 8.5%，5 月 4 种“以旧换新”补贴商品平均增长 35.5%。（2）内生动能和政策支持都较强的新质生产力，如工业机器人、新能源汽车产量分别增长 32%、40.8%。（3）内生动能相对弱于前两种的是房地产和没有补贴的消费，前 5 个月房地产销售和投资增速分别为-2.9%和-10.7%，5 月没有补贴的 7 种商品销售平均增速为 6.1%，低于整体限额以上社零 8.2%。这种经济数据的三重分化最终体现为价格的分歧，今年上半年 CPI 连续负增长、PPI 降幅扩大，但更能体现经济供需关系的核心 CPI 同比增速却逐步企稳回升，5 月已经接近 2022-2024 年中枢水平。因此，在三重分化下，关于宏观的叙事只看到任何单独一面，可能都是不完整的。往后看，总量方面预计可以顺利完成全年 5%左右的经济发展目标，但经济节奏和结构可能更多取决于上述三重分化的宏观叙事如何演变。下半年重点关注三个问题，一是耐用品消费需求透支问题，何时出现透支、透支幅度多大，会改变当前整体消费增长的逻辑。二是出口增速的降幅多大，上半年美国“抢进口”透支全球贸易需求，下半年如果出口下行，全年出口增速能到多少。三是政策如何应对，除了市场预期的政策性金融工具之外，年内会否采取服务消费补贴政策接力商品补贴等其他政策。风险提示：房地产市场走弱；出口下行；以旧换新政策后续不及预期的风险。

## 宏观量化经济指数周报-20250615: 工业生产淡季不弱，“抢出口”有所放缓

从 ECI 指数来看，6 月初我国经济运行较为平稳，供给端在生产淡季出现了季节性回落的特征，而在日内瓦协定落地后出口总量修复动能仍偏弱，后续仍需进一步关注近期中美经贸谈判的动向。工业生产方面，6 月份主要行业开工率环比有所走弱，一方面反映出季节性回落的影响，另一方面则反映出日内瓦协定落地后出口修复的动能偏弱，但同比来看整体仍优于去年同期，指向工业生产景气度有所放缓但并不弱；出口方面，6 月初我国重点港口货物吞吐量环比小幅回落，同比增速较上月也有所收窄，指向日内瓦协定落地后我国出口修复的动能有所减弱，但韩国 6 月前 10 日的出口增速录得 5.4%，较 5 月份出现明显改善，一定程度上指向全球需求或有所回暖，结合以上两点来看，我国 6 月份出口或延续小幅放缓的态势，但整体并不弱，预计仍会录得同比正增长。风险提示：美国关税

晨会编辑 张良卫

执业证书: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

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。

## 海外周报 20250615: “抢进口”与服务部门衰退冲击令美国 5 月 CPI 环比不及预期

核心观点：本周以色列袭击伊朗引发中东紧张局势升级，美股下跌；而美债利率在通胀数据不及预期的带动下走低，10 年期美债利率全周降 10.69bps 至 4.399%，黄金与原油价格在避险情绪和供给担忧的影响下分别大涨 3.68% 和 13.01%。本周美国多项“软数据”调查有所改善，消费者与企业信心抬升，未来通胀预期降温；而“硬数据”的 5 月 CPI 环比不及预期，其中核心商品涨幅偏弱，主要来自美国贸易商提前补库、加墨部分进口商品免税对关税的稀释；而服务通胀的走弱则更多受到总需求偏弱的大背景下，美国居民服务消费预算收缩影响。向前看，前景高度不确定的通胀和仍有韧性的增长令美联储在下周 FOMC 会议上无法降息。当前市场的降息预期高度一致，认为 9、12 月各有一次降息，但我们认为不可忽视特朗普的干预与鲍威尔对美联储独立性更大的重视，这或导致全年最终仅有 0-1 降息。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。

## 宏观深度报告 20250614: 长期利率的合意点位是多少？

长期利率“走廊”初露雏形：在 2024 年 12 月“降负债成本”逻辑推动 10 年期利率跌破 DR007 “年线”之后，经过近 6 个月的发酵，经验上看，10 年期国债收益率渐渐形成以 DR001 “年线”为底、以 DR007 “年线”为顶的“利率走廊”。

## 宏观点评 20250613: 贷款季节回暖、存款“搬家”初显——2025 年 5 月金融数据点评

5 月“降准降息”等一揽子增量政策落地后，5 月至 6 月进入增量政策效应的观察期，5 月份企业入手资金改善、融资需求环比回暖，显示政策效应正在逐步显现。

## 固收金工

### 固收周报 20250615: 建议重估中低价转债期权价值

我们认为临近信评更新节点，结合国际地缘格局新增变化，建议投资人着力评估中低价高评级标的的期权价值，积极择时低吸抢筹配置。

### 固收周报 20250615: 周观：债市窄幅震荡态势何时能够结束？（2025 年第 23 期）

（1）宏观经济增速不及预期：经济内部结构不均衡或致经济走势超预期下行；（2）全球“再通胀”超预期：包括发达经济体、发展中经济体在内的全球主要国家及地区的物价指数同比都逼近，或超过阶段性高点，由于深层次逆全球化、全球供应链重组等因素，覆上短期疫情对供应链的冲击，或让市场低估了通胀风险；（3）地缘风险超预期：拜登政权对待全球地缘政治版图及相应的地缘政治策略虽皆不同于特朗普政权，但带来的风险却仍可能超预期。

### 固收点评 20250614: 绿色债券周度数据跟踪（20250609-20250613）

本周（20250609-20250613）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 24 只，合计发行规模约 405.32 亿元，较上周增加 309.62 亿元。绿色债券周成交额合计 622 亿元，较上周增加 91 亿元。

## 固收点评 20250614：二级资本债周度数据跟踪（20250609-20250613）

本周（20250609-20250613）银行间市场及交易所市场共新发行二级资本3只，发行规模为415.00亿元。二级资本债周成交量合计约2435亿元，较上周增加1222亿元。

## 行业

### 建筑装饰行业跟踪周报：继续关注重大项目和区域基建领域，推荐水利、洁净室工程板块

周观点：（1）国常会指出要扎实有力推进“好房子”建设，纳入城市更新机制加强工作统筹，并提出要更大力度推动房地产市场止跌回稳，地产投资端景气企稳有望得到更多政策支持；基建投资保持平稳，水利、运输等领域投资增长明显，近期重大基建投资项目进展关注度提升，建议关注区域受益标的。5月建筑PMI环比继续回落，其中土木工程建筑业商务活动指数比上月上升1.4个百分点，已连续两个月回升，反映基建相关工程项目施工加快，同时看到新订单指数环比有所回升，反映项目预期有所改善，后续稳增长政策发力的效果推动的实物量落地仍需重点关注。展望下半年来看预计增量的财政政策支持 and 融资端的改善对投资端和实物量的效果将逐渐显现，同时扩内需预期增强，基建投资和重点区域建设有望政策加码。我们建议关注估值仍处历史低位、业绩稳健的基建龙头央企和地方国企估值持续修复机会，推荐中国交建、中国电建、中国中铁，建议关注中国核建、中国化学等。（2）出海方向：2025年前4个月我国对外承包工程完成营业额同比增长6.8%，新签合同额同比增长22.4%；其中在共建“一带一路”国家新签合同额645.4亿美元，同比增长17.4%；美国关税摩擦和全球贸易摩擦升级，后续外交博弈、贸易摩擦或加剧，一带一路战略推进或加码，预期未来中欧合作、东盟地区合作有望更加密切，基建合作仍是重要形式，海外工程需求景气度有望保持，海外工程业务有望受益，后续预计逐渐兑现到订单和业绩层面。建议关注国际工程板块，个股推荐中材国际、上海港湾，建议关注中工国际、北方国际、中钢国际等。（3）需求结构有亮点，新业务增量开拓下的投资机会：部分专业制造工程细分领域、节能降碳以及新能源相关的基建细分领域景气度较高，有相关转型布局的企业有望受益，建议关注鸿路钢构、华阳国际等；半导体洁净室景气度有望延续，关注亚翔集成、柏诚股份等。风险提示：地产信用风险失控、政策定力超预期、国企改革进展低于预期等。

### 商贸零售行业跟踪周报：5月我国非美出口展现韧性，重视非美出口枢纽小商品城的战略地位

非美出口表现强劲，重视非美出口枢纽小商品城的战略地位

#### 汽车周观点：6月第1周乘用车环比-22.6%，继续看好汽车板块

板块观点重申：继续坚定看好汽车！机器人/智能化/红利三条主线！本周市场对汽车核心关注？本周汽车A-H表现总体一般，重卡/两轮车表现相对更好。“汽车反内卷”落地措施之一“车企纷纷承诺给供应商的支付账期缩短至60天”总体是有助于产业健康发展但我们认为行业洗牌期最终仍然是由市场化力量来解决，政策只是辅助力量。关于地方补贴暂停也是本周关注的焦点，目前基于我们统计大概补贴受影响城市占总体汽车销量比例低于10%，具体还得观察后续进度。当前时点汽车板块如何配置？我们认为“只有坚持技术创新才是汽车反内卷且走向健康发展的本质”，坚持看好2025年【AI机器人+AI智能化+红利&好格局】三条主线。

6月优选【红利&好格局主线】。【红利&好格局主线】客车（宇通客车）/重卡（中国重汽A-H/潍柴动力）/零部件（福耀玻璃+星宇股份+新泉股份+继峰股份）。【AI智能化主线】乘用车优选港股（小鹏汽车-W/理想汽车-W/小米集团-W）>A股（赛力斯/上汽集团/比亚迪）；零部件优选（地平线机器人-W/德赛西威/伯特利/黑芝麻智能等）。【AI机器人主线】零部件优选（拓普集团+均胜电子+福达股份+爱柯迪+瑞鹄模具+精锻科技（关注）等）。风险提示：贸易战升级进一步超出预期；全球经济复苏力度低于预期；L3-L4智能化技术创新低于预期；全球新能源渗透率低于预期；地缘政治不确定性风险增大。

#### 公用事业行业跟踪周报：可再生能源电力开发建设月度调度会召开，国家能源局组织开展能源领域氢能试点

投资建议：迎峰度夏关注水电、火电投资机会。1）火电：迎峰度夏建议关注区域火电投资机会。建议关注【建投能源】【华电国际】【华能国际】【国电电力】【中能股份】【皖能电力】。2）水电：量价齐升、低成本受益市场化。度电成本所有电源中最低，省内水电市场电价持续提升，外输可享当地电价。现金流优异分红能力强，折旧期满盈利持续释放。重点推荐【长江电力】。3）核电：成长确定、远期盈利&分红提升。22/23年连续两年核准10台，24年再获11台核准，成长再提速。在建机组投运+资本开支逐步见顶。公司ROE看齐成熟项目有望翻倍，分红同步提升。重点推荐【中国核电】【中国广核】，建议关注【中广核电力H】。4）绿电：化债推进财政发力，绿电国补欠款历史问题有望得到解决。资产质量见底回升，绿电成长性再次彰显。重点推荐【龙净环保】，建议关注【龙源电力H】【中闽能源】【三峡能源】。5）消纳：关注特高压和电网智能化产业链。趋势一配电网智能化：关注【威胜信息】【东软载波】【安科瑞】；趋势二电网数字化：推荐虚拟电厂；趋势三国际化：推荐特高压和电网设备。风险提示：需求不及预期、电价煤价波动风险、流域来水不及预期等

#### 有色金属行业跟踪周报：美元指数下行叠加地缘冲突加剧，黄金录得环比大幅上行

铜：基本面供需双弱，宏观情绪转冷铜价环比下跌。截至6月13日，伦铜报收9,648美元/吨，周环比下跌0.24%；沪铜报收78,010元/吨，周环比下跌1.17%。供给端，截至6月13日，本周进口铜矿TC维持-43.5美元/吨；需求方面，传统淡季效应逐步显现，电线电缆、家电等下游行业订单增速明显放缓。宏观层面，当下Comex铜较LME铜维持高溢价主要基于美国商务部的232调查，美国需求的前置以及Comex的高库存压力使得调查落地后伦敦与上海的到货压力加大，叠加5月全球PMI呈现疲软迹象，我们预计短期铜价维持区间震荡，观察中东战争对全球通胀的影响。铝：低库存与海外原油价格上行共同作用推升铝价，关注需求下行情况。截至6月13日，本周LME铝报收2,503元/吨，较上周上涨2.10%；沪铝报收20,440元/吨，较上周上涨1.84%。供应端，青海地区电解铝企业贡献新投产产能，中国电解铝行业理论开工产能达到4389.00万吨，较上周增加2万吨；需求端，本周铝板带箔企业产能利用率环比下降0.23%，铝棒产能利用率环比下降0.29%，电解铝的理论需求环比下降。本周社会库存进一步续降至49.33万吨，环比下降8.24%，社库续降支持铝价；此外，中东地缘冲突有进一步烈化迹象，能源价格上涨将推升海外铝成本；随着消费淡季的来临以及下游接货情绪转冷，铝价上方空间料将遇到压制，关注需求下行情况与海外能源价格波动情况。黄金：美

美元指数下行叠加地缘冲突加剧，黄金录得环比大幅上行。截至 6 月 13 日，COMEX 黄金收盘价为 3452.60 美元/盎司，周环比上涨 3.65%；SHFE 黄金收盘价为 794.36 元/克，周环比上涨 1.42%。美国经济数据走弱，美元指数进一步下行。美国 5 月 CPI 同比上升 2.4%，低于预期的 2.4%；美国 5 月 PPI 同比上升 2.6%，符合预期；考虑到上周公布的美国 PMI 数据中价格分项的大幅上行，价格的传导机制尚未打通，经济走弱的迹象已经初见，美元指数于本周短暂跌破 98 关口，周跌 1.09%，支撑黄金价格上行；中东地缘冲突加剧，避险情绪大幅推升金价。本周伊朗与以色列冲突大幅加剧，避险情绪大幅推升金价；此外，伊朗威胁将考虑关闭霍尔木兹海峡，该地区承载全球每年 20%左右的原油运输，若中东地缘冲突进一步恶化导致原油价格上行，我们预计美国再通胀进程将显著加快，黄金或持续受益于实际利率的下行。

### 建筑材料行业跟踪周报：更大力度地推动房地产市场止跌回稳

周观点：（1）5 月金融数据总体平稳，M1 增速环比低于季节性，社融增速主要依靠政府债券保持。周五国常会再次强调构建房地产发展新模式，优化现有政策，最终目的是更大力度地推动房地产市场止跌回稳，实现平稳健康发展。我们认为，现房销售试点并不会引起新开工规模的塌房。当前新开工面积已明显低于销售面积，现房销售要求会进一步减少新增销售面积，去化周期也将进一步下降，从而支撑房价，继而拉动新开工面积向销售面积靠拢。结构上看，存量开发主体的资金压力加大，可能会导致他们进一步收缩，但新开发主体会根据房价的上涨预期，而决定是否加大开发投资。（2）地产链出清已近尾声，供给格局大幅改善。企业增长预期较低，因此板块具备较高的胜率。首先，25 年 Q4 或是需求长周期的拐点，低估值的品牌龙头和扩张型公司有望迎来估值修复，例如公牛集团、北新建材、三棵树、伟星新材、欧派家居、兔宝宝、奥普科技、欧普照明、箭牌家居等。其次，如果外部需求快速回落，25 年 Q3 中西部基建很有可能成为救急的方向，关注华新水泥、四川路桥、海螺水泥、易普力、中国交建等。另外，在流动性充裕的背景下，科技属性强的公司有较高关注度，例如上海港湾、鸿路钢构、萤石网络、公牛集团等，转型公司也具备阶段性弹性，例如诚邦股份、凯伦股份、松霖科技、北京利尔等。（3）中美持续脱钩的长期趋势下，经营美国市场的回报率下降和不确定性增加，非美国国家可能加强贸易联系，出海企业将转向拓展欧洲、中东、东南亚等其他市场。而且美元降息趋势下，非美国国家经济建设有望进入快车道。综合新兴国家收入占比以及本土化的能力和技术实力，推荐上海港湾、科达制造、中材国际、中国交建、米奥会展（与中小盘、社服共同覆盖）。风险提示：地产信用风险失控、政策定力超预期。

### 电力设备行业跟踪周报：固态电池产业化进展加快，特斯拉 Robotaxi 定档

投资策略：机器人：Tesla 明确年底数千台产量，29 或者 30 年超 100 万台、musk 回归后整顿团队加速量产，初创公司密集发布产品更新，科技公司和车企全面入局，25 年国内外量产元年共振，短期调整不改产业大趋势，我们继续全面看好人形板块，全面看好 T 链确定性供应商和头部人形核心供应链、看好总成、灵巧手、整机、以及丝杠、谐波、传感器、运控等核心环节。电动车：5 月电动车销量 130.7 万辆，同环比+37%/7%，环比提速，车企价格战持续，全年销量预计 30%增长；欧洲 9 国合计销量 22.9 万辆，同环比 36%/7%，增速超预期，全年销量预期上修至 25%；

近期美国储能已恢复发货，行业 6 月排产小幅向上，板块仍处于估值底部，首推宁德时代、比亚迪、科达利、亿纬、裕能、富临、璞泰来、尚太、天奈、天赐等锂电龙头公司，同时固态中试线 2H25 密集落地，看好硫化物及核心设备优质标的。储能：欧洲、中东等新兴市场大储需求大爆发，美国对等关税下降恢复发货，全年美国装机上修至增长 20-30%，国内储能因政策调整将先抑后高质量发展预计总体持平；欧洲户储去库完成，出货恢复，工商储需求开始爆发，亚非拉等新兴市场光储平价需求持续；我们预计全球储能装机 25-28 年的 CAGR 为 20-40%，看好储能逆变器/PCS 龙头、大储集成和储能电池龙头。工控：工控 25 年需求总体继续弱复苏，锂电需求恢复、风电、机床等向好，同时布局机器人第二增长曲线，全面看好工控龙头。风电：25 年国内海风 10GW+，翻倍增长，Q2 是拐点，欧洲海风进入持续景气周期，继续全面看好海风，陆风 100GW+，同增 25%，铸件等零部件涨价，风机毛利率逐步修复，推荐海缆、海桩、整机、铸件、叶片等。光伏：国内 531 抢装尾声产业链价格新低附近企稳，主链条压力明显，或为供给侧改革的合适时机，硅料有望再次成为主要抓手；需求全球来看 25 年预计 10% 增长，国内小降，欧洲分布式和新兴市场需求好，看好受益的逆变器环节、然后看可能受益于供给侧改革的硅料、玻璃、电池和组件等。电网：25 年电网投资确定增长，海外 AI 数据中心旺盛需求持续，国内 AI 数据中心新一轮基建，继续推荐 AI 电气、出海、特高压、柔直等方向龙头公司。

#### 非银金融行业跟踪周报：险资预计持续增配红利股

行业排序及重点公司推荐：非银金融目前平均估值仍然较低，具有安全边际，攻守兼备。1) 保险行业受益于经济复苏、利率上行。储蓄类产品销售占比大幅提升，负债端预计持续改善，长期仍看好健康险和养老险发展空间。2) 证券行业转型有望带来新的业务增长点。受益于市场回暖、政策环境友好，券商经纪业务、投行业务、资本中介业务等均受益。行业推荐排序为保险>证券>其他多元金融，重点推荐新华保险、中国财险、中国人保、中国平安、中信证券、同花顺、九方智投控股等。风险提示：1) 宏观经济不及预期；2) 政策趋紧抑制行业创新；3) 市场竞争加剧风险。

#### 大炼化周报：长丝价格下跌，产销增加

【国内外重点炼化项目价差跟踪】国内重点大炼化项目本周价差为 2675 元/吨，环比-48 元/吨（环比-2%）；国外重点大炼化项目本周价差为 1063 元/吨，环比-23 元/吨（环比-2%）。【聚酯板块】本周 POY/FDY/DTY 行业均价分别为 6979/7279/8200 元/吨，环比分别-57/-21/+0 元/吨，POY/FDY/DTY 行业周均利润为 96/30/44 元/吨，环比分别+8/+31/+46 元/吨，POY/FDY/DTY 行业库存为 16.5/21.6/28.4 天，环比分别+2.7/+0.9/+1.1 天，长丝开工率为 89.1%，环比-0.6pct。下游方面，本周织机开工率为 61.3%，环比-1.1pct，织造企业原料库存为 11.0 天，环比-0.2 天，织造企业成品库存为 25.1 天，环比+0.9 天。【炼油板块】国内成品油：本周汽油/柴油/航煤价格上涨。美国成品油：本周美国汽油价格下跌，柴油/航煤价格上涨。【化工板块】本周 PX 均价为 832.1 美元/吨，环比-8.0 美元/吨，较原油价差为 356.4 美元/吨，环比-13.1 美元/吨，PX 开工率为 84.6%，环比+3.9pct。【相关上市公司】民营大炼化&涤纶长丝：恒力石化、荣盛石化、恒逸石化、桐昆股份、新凤鸣。【风险提示】1) 项目实施进度不及预期；2) 宏观经济增速下滑，导致需求复苏弱于预期；3) 地缘风险

演化导致原材料价格波动；4) 行业产能发生重大变化；5) 统计口径及计算误差。

### 环保行业跟踪周报：海螺创业迎现金流拐点，固废板块提分红+供热 IDC 拓展提 ROE

重点推荐：海螺创业，瀚蓝环境，绿色动力，永兴股份，光大环境，军信股份，粤海投资，美埃科技，宇通重工，景津装备，新奥能源，昆仑能源，三峰环境，兴蓉环境，洪城环境，中国水务，伟明环保，九丰能源，龙净环保，高能环境，蓝天燃气，新奥股份，赛恩斯，金科环境，英科再生，路德环境。 建议关注：联泰环保，旺能环境，绿色动力环保，北控水务集团，武汉控股，碧水源，重庆水务，凯美特气，仕净科技。 风险提示：政策推广不及预期，财政支出低于预期，行业竞争加剧

### 电子行业跟踪周报：甲骨文资本开支亮眼，关注二、三线 AI 厂商相关投资-算力周报

对于算力需求，此前市场关注焦点仅在北美头部云服务厂商资本开支方面，但二线云服务厂商及其他 AI 相关厂商等长尾客户需求依然值得重视。如本周甲骨文发布 FY25Q4 财报，公司 25 财年资本支出超 210 亿美元，同增超 3 倍，指引新财年资本开支将超 250 亿美元。马斯克旗下 xAI 启动了 50 亿美元债务销售，这笔资金可能有助于马斯克继续大举投资 AI 基础设施。此外如本周黄仁勋在 GTC 巴黎演讲中提到的英国云服务商 Nebius 和 Nscale，Nebius 已启动了一项 10 亿美元的私人配售，Nscale 正在推进一项总额约 27 亿美元的融资计划。

### 医药生物行业跟踪周报：创新药 BD 推动及优秀临床数据，建议关注石药集团、千红制药等

投资要点 本周、年初至今 A 股医药指数涨幅分别为 1.2%、9.3%，相对沪深 300 的超额收益分别为 1.6%、11.1%；本周、年初至今 H 股生物科技指数涨跌幅分别为 11.6%、62%，相对于恒生科技指数跑赢 12.9%、44%；本周 A 股化药（+4.4%）、医疗服务（+1.4%）等股价明显上涨，中药（-0.4%）、生物制品（-0.7%）、医疗器械（-1.20%）等股价出现微小跌幅；本周 A 股涨幅居前易明医药（+52%）、昂立康（+48%）、海辰药业（+46%），跌幅居前龙津退（-41%）、河化股份（-18%）、人民同泰（-17%）；本周 H 股涨幅居前北海康成（+118%）、九源基因（+62%）、联康生物（+56%），跌幅居前同源康医药（-18%）、中生北控（-18%）、新锐医药（-14%）。本周板块表现特点：连续多周港股医药板块仍然表现更强。 R/RAML 存在未被满足临床需求，千红制药全球领先。AML 在中国的年发病率约 1.6~2.3/10 万，每年新发病人 2.4 万，其中 60 岁以上老年患者约 8000 人。目前治疗仍以化疗为主，但有 70% 左右获得缓解的患者最终复发并演变为难治性白血病，导致治疗失败而死亡。目前 R/RAML 治疗以维奈克拉+去甲基化药物为主，对特定基因型突变的患者可采用吉瑞替尼等靶向药物，但干预效果依然不理想，产生维奈克拉+阿扎胞苷耐药复发的患者 OS 仅为 2.3 个月。近日，千红制药的 CDK9 抑制剂 QHRD107 在 2025EHA 年会公布 IIa 期数据，OS 大幅提升至 12.8 个月，具备 BIC 潜力。据医药经济报数据，2024 年全球血液恶性肿瘤治疗药物市场规模达 400 亿美元，艾伯维的维奈克拉 2024 销售额 25.83 亿美元，预计峰值达 60 亿美元。千红制药的 QHRD107 目前联用维奈克拉+阿扎胞苷，我们认为其上市后具备较大市场潜力。 具体配置建议：看好的子行业排序分别为：创新药>CXO>中药>医疗器械>药店>医药商业等。 风险提示：药品或耗材降

价超预期；医保政策风险等；产品销售及研发进度不及预期。

### 煤炭开采行业跟踪周报：港口库存仍处高位，煤价震荡运行

我们分析认为：煤炭价格目前主要受库存高位影响以及汛期水电稳增影响导致上涨动能有限，但伴随逐步进入迎峰度夏旺季期，煤价或有进一步触底上行可能。估值与建议：仍旧关注保险资金增量；保费收入维持正增长，且向头部保险集中。固收类资产荒依旧，叠加红利资产已经高位，所以关注权益配置变化，预期更青睐于资源股。核心推荐动力煤弹性标的。弹性依次产地自西向东标的，且低估值标的：昊华能源，建议关注广汇能源。风险提示：下游需求不及预期；保供力度强于预期，煤价大幅下跌。

### 原油周报：伊以冲突推动国际油价大幅上涨

【相关上市公司】推荐：中国海油/中国海洋石油（600938.SH/0883.HK）、中国石油/中国石油股份（601857.SH/0857.HK）、中国石化/中国石油化工股份（600028.SH/0386.HK）、中海油服（601808.SH）、海油工程（600583.SH）、海油发展（600968.SH）；建议关注：石化油服/中石化油服（600871.SH/1033.HK）、中油工程（600339.SH）、石化机械（000852.SZ）。

【风险提示】1）地缘政治因素对油价出现大幅度的干扰。2）宏观经济增速严重下滑，导致需求端严重不振。3）新能源加大替代传统石油需求的风险。4）OPEC+联盟修改石油供应计划的风险。5）美国解除对伊朗制裁，伊朗原油快速回归市场的风险。6）美国对页岩油生产环保、融资等政策调整的风险。7）全球2050净零排放政策调整的风险。

### 基础化工周报：焦煤焦炭价格继续下滑

n【聚氨酯板块】本周纯MDI/聚合MDI/TDI行业均价为17570/15790/11558元/吨，环比分别-318/-285/-892元/吨，纯MDI/聚合MDI/TDI行业毛利分别为4334/3534/18元/吨，环比分别-329/-322/-902元/吨。n【油煤气烯烃板块】①本周乙烷/丙烷/动力煤/石脑油均价分别为1387/4267/500/4140元/吨，环比分别+197/+9/-18/+111元/吨。②本周聚乙烯均价为7807元/吨，环比+17元/吨，乙烷裂解/CTO/石脑油裂解制聚乙烯理论利润分别为1091/1917/65元/吨，环比分别-181/+59/-97元/吨。③本周聚丙烯均价为7110元/吨，环比+10元/吨，PDH/CTO/石脑油裂解制聚丙烯理论利润分别为-119/1656/-15元/吨，环比分别-1/+57/-100元/吨。n【煤化工板块】本周合成氨/尿素/DMF/醋酸行业均价为2348/1803/3965/2376元/吨，环比分别-1/-58/-60/-52元/吨，合成氨/尿素/DMF/醋酸行业毛利分别为462/137/-119/32元/吨，环比分别+16/-50/-43/-77元/吨。nn【相关上市公司】化工白马：万华化学、宝丰能源、卫星化学、华鲁恒升。n【风险提示】1）项目实施进度不及预期；2）宏观经济增速下滑，导致需求复苏弱于预期；3）地缘风险演化导致原材料价格波动；4）行业产能发生重大变化；5）统计口径及计算误差。

### 机械设备行业跟踪周报：持续推荐工程机械油服设备业绩增长确定机会；关注机器人轻量化技术进步

风险提示：下游固定资产投资不及市场预期；行业周期性波动风险；地缘政治及汇率风险

### 金融产品跟踪周报：权益ETF系列：调整空间相对有限，结构性行情持续涌现。

A股市场行情展望：（2025.6.16-2025.6.20）观点：调整空间相对有限，结构性行情持续涌现。万得全A指数，日度宏观模型仍然持续发出负

向信号，代表模型预测后续大盘短期有小级别的调整可能。月频宏观模型，6月份的分数为0分，代表6月份全月可能是个偏震荡偏强的走势。因此后续大盘指数可能会进入一段空间不大，但时间较长的震荡盘整期，中期级别上趋势仍然向好。结构上，医药（近期进攻性最强的方向之一）、红利（中长期较为明确的主线）、有色金属（外围动荡时贵金属有较好的表现）、军工（事件冲击不断）、新消费（泡泡玛特等持续火热）等发生轮动表现，市场成交额也相对健康。因此整体权益市场，我们判断结构性行情仍旧会不断涌现。后续市场可能会进入一段相对轻Beta重Alpha的阶段。鉴于今年港股整体Beta表现比A股更为优秀，因此同等风格比较时，港股可能是更优的选择。所以综合而言，本月后续行情我们保持相对乐观，大盘指数上后续大幅度调整的可能并不高，市场需要时间逐渐消化中东的事件冲击，具体行业结构上，多个板块均可能有轮动的表现。基金配置建议：根据我们上述行情研判，我们认为后续市场可能会呈现大盘指数持续震荡盘整的行情，但结构上仍然存在轮动性行情。因此从基金配置的角度，我们建议进行相对均衡型的ETF配置。风险提示：1）模型基于历史数据测算，未来存在失效风险；2）宏观经济不及预期；3）发生重大预期外的宏观事件。

## 推荐个股及其他点评

### 易实精密（836221）：现金收购精冲工艺领域标的控制权，完善金属成型工艺链布局

易实精密发布公告与通亦和精工科技（无锡）股份有限公司八位股东签订《股权收购意向协议》，拟通过支付现金方式购买通亦和51%的股权，本次收购完成后，易实精密将成为通亦和控股股东，通亦和将纳入上市公司合并报表范围。根据股权收购意向协议，通亦和承诺2025-2027年实现扣非归母净利润分别2800/3200/3600万元，本次交易为同一产业链不同生产工艺的公司收购，有利于公司扩大工艺布局及业务范围，提高核心竞争力与盈利能力，我们上调2025~2027年归母净利润为0.67/0.91/1.09亿元（前值为0.64/0.76/0.96亿元），对应最新PE为30.34/22.45/18.72x，维持“买入”评级。风险提示：1）技术迭代不及预期；2）并购进展不及预期；3）市场竞争加剧。

### 欢乐家（300997）：供应链稳步进阶，产品渠道多元并进

我们预计2025~2027年营收为18.6、19.7、21.4亿元，同比+0.4%、6%、8.6%，归母净利润为1.5、1.7、1.9亿元，分别同比+2.7%、10.4%、11.4%，当前市值对应PE为48、43、39倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

### 良信股份（002706）：“两智一新”稳增长，AIDC创新机

深耕低压电器20余载，转型智能配电解决方案提供商。公司成立于1999年，是我国低压电器领域的领军企业之一。低压电器下游覆盖广泛，地产作为其主要应用下游当前处于下行周期，公司居安思危，22年提出“两智一新”战略进行发展转型，成立4大BU协同作战，从单一设备制造商向智能配电解决方案提供商转型。24年受地产下游疲弱+市场&研发高投入影响，营收&利润同比-8%/-39%，随着AIDC需求放量+地产降幅收窄，我们预计公司24-27年营收CAGR有望达到20-30%。成长性：风储高速增长，AIDC直流化+国产替代创造新机遇。1）新能源领域，我们预计24年新能源下游收入占比约45-50%，其中光伏、储能和风电收入占比较高。公司新能源领域持续发力，不断提升市场份额，展望25年，

储能和风电装机需求有望维持高增，光伏维持高位，公司新能源下游收入有望实现 20-30% 增长。2) 数字能源领域，AI 的快速发展拉动 AIDC 基础设施的建设需求，国内市场公司与华为、中兴等头部解决方案厂商合作多年，未来有望在 AIDC 国产化替代的需求中提高低压电器&开关柜份额，海外公司凭借完善的直流产品储备、优异的性能以及性价比，积极推进与维谛技术产品合作，为其 HVDC 配套直流低压电器产品，我们测算到 27 年数据中心市场有望为公司带来近 20 亿的收入空间，成长空间广阔。基本盘：基建投资稳健复苏，地产需求降幅收窄。1) 基础建设领域，轨交、市政等建设需求有望实现弱复苏，随着用户逐渐重视对能源利用效率的管理，公司智能配电柜具有可观可测可控等功能，针对医院、高校、石油冶金等客户，提供软件+硬件的系统解决方案，有望成为下游客户对配电产品的主流需求。25 年我们预计基础设施下游收入有望实现 20-30% 的稳健增长。2) 地产领域，24 年我们预计公司智能楼宇下游收入占比约 10-20%，地产收入敞口逐渐下降，公司市场战略向商业地产、酒店等下游调整，住宅聚焦央企地产公司；通过提高智能家居产品的推广力度，在传统领域寻找新的发展机遇，展望 25 年我们预计智能楼宇板块收入降幅有望继续收窄。盈利预测：公司 25-27 年归母净利润分别为 4.59/6.02/8.07 亿元，同比+47%/31%/34%，现价对应 PE 分别为 20/16/12 倍，给予“买入”评级。风险提示：数据中心机架规模扩张不及预期、新能源发电及储能装机量不及预期、上游原材料价格大幅波动等

#### 联影医疗 (688271)：发布新一期股权激励，彰显长期增长信心

**投资要点** 事件：公司近期发布 2025 年限制性股票激励计划（草案），拟向 1368 名公司高级管理人员、核心技术人员、中层管理人员等以 95 元/股授予 500 万限制性股票。新一轮股权激励计划颁布，绑定公司核心高管。本激励计划首次授予的激励对象共计 1,368 人，约占公司截至 2024 年 12 月 31 日员工总数 8,173 人的 16.74%。首次授予的激励对象包括：公司高级管理人员、核心技术人员、中层管理人员及董事会认为需要激励的其他人员。截至本激励计划草案公告日，公司实施的《2023 年限制性股票激励计划》《2024 年限制性股票激励计划》尚处于有效期内，公司《2023 年限制性股票激励计划》《2024 年限制性股票激励计划》在有效期内的股票数量为 662.19 万股，加上本次拟授予的限制性股票数量 500.00 万股，公司全部在有效期内的股权激励计划所涉及的标的股票总数合计为 1,162.19 万股，约占本激励计划草案公告时公司股本总额的 1.41%。授予价格为 95 元/股。预计本次授予的权益费用总额为 2.04 亿元，2025-2028 年分别摊销 5733/8730/4476/1479 万元。考核目标彰显公司长期稳健增长信心。本激励计划首次授予的限制性股票考核年度为 2025-2027 年三个会计年度，每个会计年度考核一次，以公司 2024 年的营业收入为基数，对各考核年度的营业收入定比 2024 年度营业收入增长率进行考核，根据营业收入的每年对应的完成情况核算公司层面归属比例。2025-2027 年收入增长目标值分别为 20%/20%/20%，触发值分别为 16%/16%/16%。2025Q1 业绩迎来拐点，看好今年逐季恢复。2025Q1 单季度实现收入 24.78 亿元（同比+5.42%），归母净利润 3.70 亿元（同比+1.87%），25Q1 实现销售毛利率 49.94%，销售净利率 14.75%，环比 24Q4 分别提升 3.2pct、-2.69pct，同比 24Q1 分别提升 0.37pct、-0.65pct。盈利预测与投资评级：考虑到行业稳步复苏，我们维持 2025-2027 年公司归母净利润预期为 15.87/21.39/26.54 亿元，对应当前市值的 PE 分别为

67/50/40 倍，考虑到公司产品壁垒高，竞争力强，国内行业有望复苏，维持“买入”评级。 风险提示：地缘政治风险，新产品市场推广或不及预期的风险等。

#### **古茗 (01364.HK): 大众现制茶饮龙头，供应链赋能扩店推新**

**盈利预测与投资评级：**古茗作为国内大众现制茶饮龙头，区域加密扩张+产品上新+自建供应链形成差异化竞争壁垒，随着公司门店网络持续扩张、同店表现改善，公司有望抢占市场份额。我们预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 20.0/23.6/27.2 亿元，对应 PE 为 27/23/20 倍。考虑到古茗竞争地位和成长性领先行业，作为“新消费”标的具有一定的估值溢价，首次覆盖给予“买入”评级。 风险提示：品牌价值和形象受损，市场竞争加剧，门店扩张不及预期等。

#### **晶晨股份 (688099): 全球布局的音视频 SoC 龙头，多元布局开拓成长空间**

全球布局、国内领先的音视频 SoC 领先企业。公司成立于 2003 年，主营业务为多媒体智能终端 SoC 芯片的研发、设计与销售，芯片产品主要应用于智能机顶盒、智能电视和 AI 音视频系统终端等科技前沿领域。公司拥有丰富的 SoC 全流程设计经验，在稳固国内市场领军地位的同时，积极布局全球市场。目前公司海外收入占总营收 90%以上，业务已覆盖中国大陆、北美、欧洲、拉丁美洲、亚太、非洲等全球主要经济区域，在全球范围内积累了优质稳定的客户群。 音视频 SoC 国内基本盘稳定，海外市场加速发力。(1) 智能机顶盒芯片：公司为国内智能机顶盒芯片龙头厂商。公司基于新一代 ARM V9 架构和自主研发边缘 AI 能力的 6nm 商用芯片流片成功，并已获得首批商用订单；8K 芯片在国内运营商的首次商用批量招标中斩获 100%的份额。(2) 智能电视芯片：与全球主流电视生态系统深度合作，产品已导入 TCL、创维、海信等知名厂商，受益于下游终端产品出海，海外份额有望持续增长。(3) AI 音视频芯片：广泛应用于智能家居等众多消费类电子领域，产品已通过 Google 的 EDLA 企业级生态认证，未来芯片的应用领域还将进一步扩充。 Wi-Fi 芯片发展迅速，汽车电子芯片开启新增长。(1) Wi-Fi 芯片：公司 Wi-Fi 芯片发展迅速，W 系列全年销量首次突破 1000 万颗,达到近 1400 万颗。W 系列自 2020 年上市以来,累计销量超过 3000 万颗。三模组合新产品 (Wi-Fi 6 + BT 5.4. + 802.15.4) 进展顺利，将驱动公司 Wi-Fi 业务步入快速增长通道。(2) 汽车电子芯片：汽车电子芯片已进入宝马、林肯、Jeep、沃尔沃等知名车企，并成功量产、商用。部分产品已通过车规认证，将带来更多客户群体和新的增量。

## 宏观策略

### 宏观点评 20250616：经济叙事的三重分化——5月经济数据点评

5月经济仍然具有韧性。供给端，5月工业增加值同比+5.8%，服务业生产指数同比+6.2%，分别比上月下降0.3个点、提高0.2个点，供给侧工业小幅走弱、服务业小幅走强，整体大致跟上月持平。需求端，社零同比+6.4%，比上月提高1.3个点；固定资产投资累计同比3.7%，比上月下降0.3个点（推算当月同比从3.6%降至2.9%）；出口同比从4月的8.1%降至4.8%。整体来看，内需有所修复，经济韧性较强，其中投资增速下降，部分原因是价格拖累，实际增速降幅没有这么大，5月PPI同比从-2.7%降至-3.3%。最近半年多以来，经济的不同领域呈现出三种不同的逻辑和状态：（1）政策支持领域，如基建制造业和耐用品消费，前5个月基建和制造业投资分别增长10.4%和8.5%，5月4种“以旧换新”补贴商品平均增长35.5%。（2）内生动能和政策支持都较强的新质生产力，如工业机器人、新能源汽车产量分别增长32%、40.8%。（3）内生动能相对弱于前两种的是房地产和没有补贴的消费，前5个月房地产销售和投资增速分别为-2.9%和-10.7%，5月没有补贴的7种商品销售平均增速为6.1%，低于整体限额以上社零8.2%。这种经济数据的三重分化最终体现为价格的分歧，今年上半年CPI连续负增长、PPI降幅扩大，但更能体现经济供需关系的核心CPI同比增速却逐步企稳回升，5月已经接近2022-2024年中枢水平。因此，在三重分化下，关于宏观的叙事只看到任何单独一面，可能都是不完整的。往后看，总量方面预计可以顺利完成全年5%左右的经济发展目标，但经济节奏和结构可能更多取决于上述三重分化的宏观叙事如何演变。下半年重点关注三个问题，一是耐用品消费需求透支问题，何时出现透支、透支幅度多大，会改变当前整体消费增长的逻辑。二是出口增速的降幅多大，上半年美国“抢进口”透支全球贸易需求，下半年如果出口下行，全年出口增速能到多少。三是政策如何应对，除了市场预期的政策性金融工具之外，年内会否采取服务消费补贴政策接力商品补贴等其他政策。具体来看，5月经济各领域表现如下：（一）工业维持强劲，但高技术制造业边际走弱。5月工业增加值同比+5.8%，前值+6.1%。分部门来看，采矿业和公用事业分别增长6%和2%，均与上月持平，制造业从7.1%降至6.9%，其中高技术制造业同比增速从10%降至8.6%。分行业来看，边际降幅最大的是铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业，增速从上月17.6%降至14.6%，下降3个点；其次是电气机械，从13.4%降至11%，下降2.4个点。工业产销率仍然偏低，但边际好转。5月工业产销率为95.4%，低于上年同期96.6%，但5月环比提高0.1个点，而往年大多为环比下降。（二）6.4%的社零增速远超市场预期，“抢国补”可能影响较大。5月社零同比增速6.4%，远超4.9%的Wind一致预期；从季调环比来看，5月为0.93%，是2023年4月以来的最高环比增速。社零超预期，一部分原因在于提前启动的“618购物节”跟“国补”叠加，另一部分原因可能在于“抢国补”。5-6月诸多地区传出“国补暂停”的说法，尽管很多省份进行辟谣，但可能还是有不少消费者在此期间抢时间购买以旧换新产品。从数据来看，5种以旧换新产品销售增速从上月的28.5%提高到34.1%（简单平均，4种产品包括：文化办公、通讯器材、家具、家电），7种没有补贴的消费品增速为6.1%（简单平均，7种商品包括：粮油食品、饮料、烟酒、中西药、日用品、服饰鞋帽、化妆品）。（三）固定资产投资走弱，但有价格因素，

实际投资增速降幅没有这么大。5 月固投累计增速从上月 4.0%降至 3.7%，推算当月同比从 3.6%降至 2.9%。但要注意到，5 月 PPI 同比从上月的-2.7%降至-3.3%，投资降幅有价格因素，实际降幅没有这么大。具体来看：（1）制造业投资：设备更新仍然是主要驱动。5 月累计增速从 8.8%降至 8.5%，推算当月增速从 8.2%降至 7.8%。设备更新仍然是制造业投资的主要拉动，前 5 个月设备工器具购置投资增长 17.3%，拉动全部投资增长 2.3 个百分点，对投资增长的贡献率达到 63.6%。分行业来看，前 5 个月电气机械行业投资累计同比-8.6%，化学原料和制品行业+0.4%，医药制造业+0.9%，是制造业投资的主要拖累，其他行业少有低于 10%增速。（2）基建投资：公共管理业是 5 月基建投资增速小幅下行的主要拖累。5 月广义基建投资的累计增速从 10.9%降至 10.4%，当月增速从 9.6%降至 9.2%；狭义基建累计增速从 5.8%降至 5.6%，当月增速从 5.8%降至 5.1%。分行业来看，公共设施管理业投资累计增速从 4.9%降至 3.8%，水利管理业从 30.7%降至 26.6%，是主要拖累。最近市场预期 4 月 25 日政治局提及的政策性金融工具即将出台，预计将对下半年的基建投资起到一定提振作用。（3）房地产：销售小幅下降，投资维持低位。商品房销售面积累计增速从-2.8%小幅降至-2.9%，当月增速从-2.1%小幅降至-3.3%；但一线城市房价降幅扩大，70 城二手房价环比增速从-0.4%小幅降至-0.5%，其中一线城市环比从-0.2%降至-0.7%，是去年 9 月以来最大降幅。房地产投资方面，投资累计增速从-10.3%降至-10.7%，其中新开工累计-22.8%、施工面积累计-9.2%、竣工累计-17.3%。5 月开发商到位资金累计降幅扩大，从-4.1%扩大至-5.3%，主要是贷款环境变动，国内贷款累计增速从+0.8%降至-1.7%。风险提示：房地产市场走弱；出口下行；以旧换新政策后续不及预期的风险。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：占烁）

### 宏观量化经济指数周报-20250615：工业生产淡季不弱，“抢出口”有所放缓

**观点** 周度 ECI 指数：从周度数据来看，截至 2025 年 6 月 15 日，本周 ECI 供给指数为 50.18%，较上周回落 0.01 个百分点；ECI 需求指数为 49.93%，较上周回升 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 49.75%，较上周回升 0.02 个百分点；ECI 出口指数为 50.20%，较上周回落 0.01 个百分点。月度 ECI 指数：从 6 月前两个周的高频数据来看，ECI 供给指数为 50.18%，较 5 月回落 0.05 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 49.74%，较 5 月回落 0.01 个百分点；ECI 出口指数为 50.20%，较 5 月环比持平。从 ECI 指数来看，6 月初我国经济运行较为平稳，供给端在生产淡季出现了季节性回落的特征，而在日内瓦协定落地后出口总量修复动能仍偏弱，后续仍需进一步关注近期中美经贸谈判的动向。工业生产方面，6 月份主要行业开工率环比有所走弱，一方面反映出季节性回落的影响，另一方面则反映出日内瓦协定落地后出口修复的动能偏弱，但同比来看整体仍优于去年同期，指向工业生产景气度有所放缓但并不弱；出口方面，6 月初我国重点港口货物吞吐量环比小幅回落，同比增速较上月也有所收窄，指向日内瓦协定落地后我国出口修复的动能有所减弱，但韩国 6 月前 10 日的出口增速录得 5.4%，较 5 月份出现明显改善，一定程度上指向全球需求或有所回暖，结合以上两点来看，我国 6 月份出口或延续小幅放缓的态势，但整体并不弱，预计仍会录得同比正增长。ELI 指数：截至 2025 年 6 月 15 日，本周 ELI 指数为-1.06%，较上周

回落 0.15 个百分点。短中期流动性投放加量、综合融资成本稳中有降。2025 年 5 月企业新发放贷款（本外币）加权平均利率和个人住房新发放贷款的加权平均利率分别为约 3.2% 和 3.1%，比上年同期低约 50 个基点和 55 个基点，从价格来看，贷款利率水平已经降至历史低位。在 5 月份金融数据显示有效融资需求尚有不足的情况下，贷款利率在内的综合融资成本延续稳中有降的态势。在 2025 年 5 月“降准降息”等一揽子金融政策落地之后，为推动融资成本继续稳中有降，货币政策在 5 月至 6 月也循序渐进增大流动性投放力度：（1）6 月份央行预告两批次买断式逆回购操作，分别招标 1 万亿 3 个月期买断式逆回购和 4000 亿 6 个月期买断式逆回购，合计 1.4 万亿短中期流动性操作，不仅对冲了本月到期的 1.2 万亿买断式逆回购，而且增量 2000 亿元净投放，在 6 月份新增贷款或季节性回暖，而银行体系同业存单到期量较高的情况下，短中期流动性加量投放有利于稳定市场资金利率预期、稳定银行负债端成本，助力“降准降息”等政策效应更积极地显现；（2）5 月“降准降息”当月 MLF 加量净投放 3750 亿元，已是连续 3 个月净投放，鉴于 6 月份 MLF 到期 1820 亿元，预计本月 MLF 或也将加量投放，稳定银行负债，释放承接实体经济融资的空间，中期流动性投放力度或仍在渐进加量。在 5 月至 6 月一系列呵护流动性供给的政策效应下，预计 6 月后半月银行间流动性和实体经济流动性延续中性偏向宽松的状态，综合融资成本继续稳中趋降。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 20250615：“抢进口”与服务部门衰退冲击令美国 5 月 CPI 环比不及预期

核心观点：本周以色列袭击伊朗引发中东紧张局势升级，美股下跌；而美债利率在通胀数据不及预期的带动下走低，10 年期美债利率全周降 10.69bps 至 4.399%，黄金与原油价格在避险情绪和供给担忧的影响下分别大涨 3.68% 和 13.01%。本周美国多项“软数据”调查有所改善，消费者与企业信心抬升，未来通胀预期降温；而“硬数据”的 5 月 CPI 环比不及预期，其中核心商品涨幅偏弱，主要来自美国贸易商提前补库、加墨部分进口商品免税对关税的稀释；而服务通胀的走弱则更多受到总需求偏弱的大背景下，美国居民服务消费预算收缩影响。向前看，前景高度不确定的通胀和仍有韧性的增长令美联储在下周 FOMC 会议上无法降息。当前市场的降息预期高度一致，认为 9、12 月各有一次降息，但我们认为不可忽视特朗普的干预与鲍威尔对美联储独立性更大的重视，这或导致全年最终仅有 0-1 降息。 大类资产：以伊冲突升级主导市场避险情绪，美股下跌，黄金与原油价格大涨。本周伊始，中美经贸磋商机制首次会议在伦敦进行，市场情绪得到提振，美股上行；而后发布 5 月美国 CPI 数据不及预期，降息预期升温，美债利率回落。但 6 月 12 日以伊冲突再度升级，以色列对伊朗多处核设施和军事目标发动袭击，市场避险情绪再度升温。整体来看，全周（6 月 9 日至 13 日）10 年期美债利率降 10.69bps 至 4.399%，2 年期美债利率降 8.90bps 至 3.974%，美元指数跌 1.01% 至 98.18；标普 500、纳斯达克指数分别收跌 0.39%、0.63%；现货黄金价格受以伊冲突影响再度大涨 3.68% 至 3432 美元/盎司，原油价格则在原油供应和航路运输的担忧情绪推动下大涨 13.01% 至 72.98 美元/桶。 海外经济：美国“软数据”有所改善，消费者与企业信心抬升，未来通胀预期降温。5 月纽约联储消费者调查 1 年期通胀预期降至 3.2%，预期

3.5%，前值 3.63%；3 年期通胀预期 3.0%，前值 3.2%，5 年期通胀预期 2.6%，前值 2.7%。5 月 NFIB 美国小企业乐观指数升至 98.8，预期 96，前值 95.8。6 月密歇根大学消费者信心指数初值 60.5，创 2024 年 1 月以来最大单月升幅，预期 53.6，前值 52.2；1 年通胀预期初值 5.1%，预期 6.4%，前值 6.6%；5 年通胀预期初值 4.1%，预期 4.1%，前值 4.2%。整体来看，本周的“软数据”调查均反映出市场对通胀的担忧有所降温，并对未来前景的乐观程度有所抬升。货币政策方面，特朗普 6 月 12 日再度对当前美联储不降息的决定表示不满。特朗普抨击鲍威尔为“笨蛋”，并称降低 2 个百分点的利率每年可以为美国节省 6000 亿美元的债务利息支出。但特朗普同时表示他将不会提前罢免美联储主席鲍威尔，而后的任期将于 2026 年 5 月届满。增长方面，截至 6 月 9 日，亚特兰大联储 GDPNow 模型对 25Q2 美国 GDP 最新预测值为+3.8%；截至 6 月 13 日，纽约联储 Nowcast 模型对 25Q2 美国 GDP 预测值为+2.34%。5 月 CPI：环比与核心环比均不及预期，“抢进口”稀释商品通胀冲击，关税负担抑制居民消费预算稀释服务通胀冲击。美国 5 月 CPI 同比+2.4%，预期+2.4%，前值+2.3%。环比+0.1%，预期+0.2%，前值+0.2%；核心 CPI 同比+2.8%，预期+2.9%，前值+2.8%。核心环比+0.1%，预期+0.3%，前值+0.2%。从结构上看，①核心商品方面，本月核心商品环比-0.04%转负，其中机动车环比由-0.18%跌至-0.3%。新车价格显著下跌，或反映需求疲软；零部件价格明显反弹，或反映关税冲击；二手车价格维持跌势，与 Manheim 二手车指数“预告”的一致。②居住通胀方面，本月居住服务环比由+0.33%回落至+0.25%。自住房折算 OER 与租金 RPR 同比增速在基数效应驱动下继续保持回落趋势，但环比增速口径下，RPR 回落程度有所放大。关税带来的一系列影响或正给美国服务部门带来“消费降级”。③工资通胀方面，超核心 CPI 环比由+0.209%跌至+0.06%，但高波动的机票、酒店、车险变化不大。超核心 CPI 回落主要来自医保服务涨幅收窄和交运服务跌幅走深。整体来看，本次核心商品 CPI 涨幅偏弱，主要来自美国贸易商提前补库、加墨部分进口商品免税对关税的稀释。而服务通胀的走弱则更多受到总需求偏弱的大背景下，美国居民服务消费预算收缩影响。在总收入不变的情况下，关税本质上是对居民的加税行为，因此虽然特朗普关税对商品部门有滞胀冲击，但给服务部门带来的是更大的衰退冲击。这也导致美国 CPI 的扩散指数更加分化——增速>4%、增速<2%的项目占比在增大，反而是增速 2-4%的项目占比在缩小。6 月 FOMC 前瞻：本次料“按兵不动”，全年或 0-1 次降息。北京时间 6 月 19 日 2:00，美联储将公布美国 6 月 FOMC 利率决策。截止最新联邦基金期货市场预期本次 FOMC 会议不降息，9 月会议降息概率 86.2%，到 25 年底累计降息 2.02 次 50.5bps。向前看，在基数效应影响下，未来一个季度美国 CPI、核心 CPI 同比增速大概率继续上行，尤其考虑到近期中东局势升级带来的油价飙升，6 月 CPI 上行幅度或较大。虽然未来 CPI 同比增速继续上行，但环比中枢在横向稀释（美国贸易商提前补库、加墨部分进口商品免税）和纵向稀释（关税给服务部门带来的衰退冲击）的影响下或逊于预期。整体来看，前景高度不确定的通胀，和 5 月非农表现出仍有韧性的增长令美联储 6 月无法降息。这同时也意味着，美联储今年降息的难度存在很大的不确定性和逊于预期风险，近期美联储官员的表态也反映出 FOMC 对降息的谨慎态度。当前市场的降息预期高度一致，认为 9、12 月各一次降息，但我们认为不可忽视特朗普的干预与鲍威尔对美联储独立性更大的重视：本周特朗普再度喊话鲍威尔要求其降息，而鲍威尔为体现美联储在货币政策上的独立性或对降息“更为谨慎”，这或导致全年最

终仅有 0-1 降息。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)

### 宏观深度报告 20250614：长期利率的合意点位是多少？

观点 从“中性利率”决定长期利率合意点位出发，长期利率将决定于两个因素：长期经济增长率和长期通胀预期值。如果将目标通胀率调配至 0.6%-1.0%，同时长期经济增速水平维持在 5.0%，那么名义中性利率水平则为 1.60%-2.0%；若长期通胀率没有改善，主要政策利率再度调降 10-20bps 的空间，或驱动长期利率继续向中性政策利率水平收敛，10 年期利率或因“降息”打开下行空间，中枢或逐级下沉至 1.30%-1.40%。

从“中性利率”看，为适配长期通胀预期偏低的状态，“降息”仍有空间。若以“中性利率”为锚，那么当前实际中性利率 1.40%恰与 5 月“降息”后的 7 天期逆回购利率持平，但是考虑到当前长期通胀预期依然偏低，2025 年 2 月至 5 月 CPI 同比增速均值仅为 -0.25%，因此若中性政策利率考虑实际通胀率偏低的状态，意味着主要政策利率应继续调降，如果过去 3 个月 CPI 平均增速 -0.25% 的状态继续在今年下半年延续，那么主要政策利率或仍有 10-20bps 的调降空间，进一步“降息”将打开短端利率下行空间，并指引长期利率继续向中性政策利率水平收敛。

从“中性利率”看，宏观意义上，长期利率应渐进收敛于中性利率。作为短期利率预期值，长期收益率也应收敛于中性利率，期间传导机制即是“主要政策利率→短期利率及预期→长期利率”，顺延期限结构由短及长传导政策信号。由于 2023 年第二季度开始通胀下行压力增大，截至 2025 年一季度末 GDP 平减指数已是连续 8 个季度负增长，利率市场对“降息”持续抱有较高的期待，由此推动长期利率向政策利率快速收敛，曲线形态持续走平，在主要政策利率降至通胀率预期显著回升之前，长期利率或持续向政策利率靠拢，由此“7 天期逆回购利率→DR001”形成的短端利率或成为 10 年期国债收益率的底部。如果以 GDP 增速目标 5.0% 作为长期潜在增速水平，那么实际中性利率则在 1.0% 左右，此时长期利率的合意点位将取决于长期通胀率预期，若实际通胀率持续处于低位，长期利率走低的过程或将不会结束。

长期利率“走廊”初露雏形：在 2024 年 12 月“降负债成本”逻辑推动 10 年期利率跌破 DR007 “年线”之后，经过近 6 个月的发酵，经验上看，10 年期国债收益率渐渐形成以 DR001 “年线”为底、以 DR007 “年线”为顶的“利率走廊”。从收益率曲线传导看，目前长期利率进一步下移需要政策利率引导短端利率打开下行空间。2025 年 5 月“降准降息”落地后，DR007 的 250 日均线水平已压降至 1.78%，或意味着利率顶部也在被逐级下压；DR001 的 250 日均线已压降至 1.64%，与 10 年期国债收益率仅相差 0.71bp，DR001 或与 DR007 继续牵引长债利率波动。

风险提示：(1) 特朗普政府关税政策反复摇摆，美联储“降息”路径不明确，美债收益率和美元流动性尚有不稳定性；(2) “降息降准”等宽松政策效应迟滞，人民币资产预期回报率低于市场预期；(3) 影响价格总水平的供给和需求政策存在不确定性。

(证券分析师：芦哲 证券分析师：王洋)

### 宏观点评 20250613：贷款季节回暖、存款“搬家”初显——2025 年 5 月金融数据点评

事件 2025 年 6 月 13 日，人民银行发布 2025 年 1-5 月金融统计数据：(1) 社会融资规模：2025 年 1-5 月新增社融 18.63 万亿元，同

比多增 3.83 万亿元，截至 5 月末，社融存量同比增速持平于 8.7%。5 月份新增社融 22,894 亿元，从社融分项来看，政府债券融资继续支撑社融，5 月政府债券融资增长 14,633 亿元，同比多增 2,367 亿元，5 月社融口径新增人民币贷款 5960 亿元，同比少增 2,237 亿元；5 月“委托贷款+信托贷款+未贴现银行承兑汇票”三项表外融资合计减少 1,156 亿元，其中未贴现银行承兑汇票减少 1,162 亿元，同比少减 169 亿元。（2）贷款投放：2025 年 1-5 月金融机构口径新增人民币贷款 10.68 万亿元，截至 2025 年 5 月末，金融机构人民币贷款余额同比增速回落 0.1 个百分点至 7.1%，5 月份金融机构口径新增人民币贷款 6,200 亿元，同比少增 3,300 亿元。（3）货币供应：截至 2025 年 5 月末，M2 同比增速回落 0.1 个百分点至 7.9%，M1 增速回升 0.8 个百分点至 2.30%，受此影响 M2-M1 剪刀差收窄至 5.6%。从存款结构看，5 月份非金融企业和居民存款分别减少 4,176 亿元和增加 4,700 亿元，分别同比少减 3,824 亿元和多增 500 亿元；财政存款新增 8,800 亿元，同比多增 1,167 亿元；非银金融机构存款增加 11,900 亿元，同比多增 300 亿元。综合来看 5 月份人民币存款新增 21,800 亿元，同比多增 5,000 亿元。观点 总量：季节性环比回暖。无论金融机构口径贷款，还是剔除非银金融贷款之后的实体经济贷款，在经过 4 月份融资季节性回落之后，5 月份融资需求出现季节性环比回升，但是增量依然受制于有效融资需求不足的问题。5 月份虽然落地了“降准降息”，可贷款依然同比少增，其原因或在于两个方面：其一是由于地方政府“化债”继续置换存量贷款；其二是“降准降息”等宽松效应存在滞后效应，由于 2024 年四季度存量贷款利率调整周期可以缩短至一个季度，因此 5 月份 LPR 报价下行带动存量贷款利率调整，或将延迟至 2025 年 7 月显现。而从新增社融看，尽管政府债券融资继续是新增社融的主要驱动，但是由于 5 月份“低基数”效应减弱，政府债券融资对社融增长的作用边际走弱。不过 5 月份企业债券融资回升，新增 1,496 亿元，同比多增 1,211 亿元。结构：中长期贷款温和修复。展开新增贷款的分项看，5 月份“降息”效应下，居民中长期贷款温和修复，增加 746 亿元（同比多增 232 亿元），而居民短期贷款减少 208 亿元（同比少增 451 亿元），表明“消费贷”延续了 4 月份以来量价均衡的态势。5 月份银行体系“票据贴现冲量”诉求回落，企业短期贷款融资需求回升，5 月份短期贷款和票据融资合计增长 1,638 亿元（同比少增 977 亿），其中票据融资仅新增 746 亿元（同比少增 2,826 亿元），但是企业发行票据融资的需求下降后，短期贷款融资回暖，企业短期贷款新增 1,100 亿元（同比多增 2,300 亿元）。与企业短期贷款修复相比，企业中长期贷款仅新增 3,300 亿元（同比少增 1,700 亿元），在去年同期较低基数的基础上依然同比少增，表明地方政府“化债”对政策性支持融资的抑制作用较大，可在政策端依然有针对性的政策空间，4 月份中央政治局会议提出“新型政策性金融工具”，关注政策性金融工具的落地情形，在地方债务问题拖累融资的情形下，若政策性金融工具继续发挥“资金过桥”的衔接作用，二季度末至三季度企业中长期融资或出现修复性增长。货币：存款“搬家”显现。在财政支出加快和货币“降息”落地等因素的协同推动下，5 月份存款出现双重“搬家”：一方面，随着财政支出加快，财政存款向企业存款“搬家”，明显改善企业手头资金，提升 M1 增速；另一方面，随着 5 月份“OMO-LPR-存款利率”逐次“降息”落地，与下行的存款利率相比，资管产品的吸引力在提升，推动居民和企业存款向非银机构“搬家”。货币政策：政策宽松中继、融资需求或继续温和修复。5 月“降准降息”等一揽子增量政策落地后，5 月至 6 月进入增量政策效应的观察

期，5 月份企业在手资金改善、融资需求环比回暖，显示政策效应正在逐步显现。6 月份以来，在“降准降息”渐次发力的同时，央行也在适时加大流动性投放力度，6 月份将进行 2 次合计 1.4 万亿元的买断式逆回购操作，且本月 MLF 或选择加量投放，政策端继续为银行体系注入流动性，6 月份融资需求或延续温和回暖的态势，并且货币政策层面仍有“新型政策性金融工具”等加码的空间。预计未来货币政策宽松仍将视经济数据、市场预期和外部冲击的研判而定。风险提示：中美贸易谈判尚有不不确定性；一揽子增量政策的宽松效应迟滞；人民币资产预期回报率低于市场预期。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：王洋）

## 固收金工

### 固收周报 20250615：建议重估中低价转债期权价值

上周（0608—0613）地缘格局突变，以色列对伊朗展开系列有针对性的军事行动，伊朗进行相应反击，供给端负面扰动所带来的不确定性，继特朗普政府实行单边关税政策威吓后进一步放大，全球滞胀风险边际上升。资产表现方面，黄金、原油应声上涨，美国债收益率曲线整体上移，但整体表现上反应仍相对克制。我们认为 1) 特朗普政府在前期国内外政策推行引来争议后，有转移舆论关注焦点的需求，伊朗成为几乎唯一的当前可选目标；2) 目前美国作为全球原油、天然气第一净出口国，原油、天然气价格提升有助于改善其贸易逆差；3) 目前欧洲进口 35%、LNG45%来自美国，以伊冲突或增加美欧关税谈判时美方筹码。国内方面，1) 5 月社零数据超预期反弹，展示消费市场韧性；2) 金融数据则呈现“总量稳、结构优、信贷弱”的特征，后市或仍存在进一步降息降准空间。转债方面，整体承压震荡为主，低价大盘高评级标的整体表现相对稳健，显示配置策略上偏保守的特征。我们认为临近信评更新节点，结合国际地缘格局新增变化，建议投资人着力评估中低价高评级标的的期权价值，积极择时低吸抢筹配置。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：齐鲁转债、川恒转债、广大转债、友发转债、金铜转债、奇正转债、白电转债、长银转债、大禹转债、万凯转债。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 20250615：周观：债市窄幅震荡态势何时能够结束？（2025 年第 23 期）

观点 5 月基本面数据陆续公布，同时央行公告月内第二次买断式逆回购操作，债市窄幅震荡态势何时能够结束？本周（2025.6.9-2025.6.13），10 年期国债活跃券收益率从上周五的 1.6525%下行 1.05bp 至 1.642%。周度复盘：周一（6.9），5 月物价数据和进出口数据公布。5 月 CPI 当月同比-0.1%，与上月持平；PPI 当月同比-3.3%，较上月下滑 0.6 个百分点。5 月出口当月同比 4.8%，较上月下滑 3.3 个百分点；进口金额-3.4%，较上月下滑 3.2 个百分点。物价数据符合预期，CPI 仍未转正，PPI 由于基数抬升而进一步下滑。出口数据较上月明显走弱，显示 5 月中旬日内瓦会议谈判完成后，出口尚未恢复，且关税政策的反复性仍然对企业出口存在抑制。此外，DR001 下破 1.4%的政策利率，全天 10 年期国债活跃券收益率上行 0.35bp。周二（6.10），早盘资金面延续宽松，债市情绪较好。午后股市跳水，10 年期国债活跃券收益率短暂下行，随后受伦敦谈判结果较好传闻影响，震荡上行，

全天 10 年期国债活跃券收益率上行 0.15bp。周三（6.11），中美伦敦第一轮经贸谈判结束，前一晚双方表示达成了共识和贸易框架，股市上涨。同时，央行进行月内第二次买断式逆回购询价的预期开始发酵，流动性宽松对债市影响更大，全天 10Y 国债活跃券收益率下行 1.45bp。周四（6.12），开盘出现止盈情绪，10 年期活跃券收益率上行，午后国债跷跷板再推动收益率上行，全天 10 年期国债活跃券收益率上行 0.3bp。周五（6.13），盘后公布两大消息，一是 5 月金融数据，新增人民币贷款 6200 亿元，同比少增 3300 亿元，其中新增居民贷款 540 亿元，同比少增 217 亿元，新增企业贷款 5300 亿元，同比少增 2100 亿元，较弱的符合市场预期。第二，发酵多日的买断式逆回购终于落地，央行公告，6 月 16 日将以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展 4000 亿元 6 个月期买断式逆回购操作。流动性宽松的再次定调利好债市，全天 10 年期国债活跃券收益率下行 0.4bp。周度思考：本周 5 月基本面数据陆续公布，但债市仍然呈现出对其的脱敏态势。我们认为主要原因在于宏观数据与微观体感之间有一致性，因此没有超出预期。政策方面，中美经贸谈判消息落地，对债市影响中性，央行进行月内第二次买断式逆回购操作，6 月买断式逆回购合计净投放 2000 亿元。本月还有 1820 亿元 MLF 将到期，后续需要关注 MLF 到期续作情况，预计将延续净投放。由于政策向实体经济传导是慢变量，我们认为 10 年期国债收益率将延续窄幅波动，仍将在 1.6%-1.7% 的箱体中震荡，在央行为流动性保驾护航态度明显的情况下，短债的性价比或更高。美国失业救济金、5 月 CPI、6 月密歇根大学消费者信心指数初值、5 月 PPI 等一系列数据公布，后市美债收益率如何变化？上周（0608—0613）地缘格局突变，以色列对伊朗展开系列有针对性的军事行动，伊朗进行相应反击，供给端负面扰动所带来的不确定性，继特朗普政府实行单边关税政策威吓后进一步放大，全球滞胀风险边际上升。资产表现方面，黄金、原油应声上涨，美国债收益率曲线整体上移，但整体表现上反应仍相对克制。我们认为 1) 特朗普政府在前期国内外政策推行引来争议后，有转移舆论关注焦点的需求，伊朗成为几乎唯一的当前可选目标；2) 目前美国作为全球原油、天然气第一净出口国，原油、天然气价格提升有助于改善其贸易逆差；3) 目前欧洲进口 35%、LNG45%来自美国，以伊冲突或增加美欧关税谈判时美方筹码。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 7 日当周初次申请失业金人数维持在相对高位，5 月 31 日持续领取失业金人数上升，显示劳动力市场正在逐步降温；PPI 环比不及预期，缓解通胀忧虑。截至 6 月 7 日当周，美国首次申领失业救济人数连续两周高于预期。当周初请失业金人数为 24.8 万人，高于预期的 24 万人，创 2024 年 10 月以来新高。续请失业金人数也升至 195.6 万人，为 2021 年底以来最高水平，反映失业者再就业难度增加。目前，就业市场走弱，劳动力市场正在逐步降温。受航空票价等服务项目成本回落的带动，美国 5 月生产者价格指数（PPI）涨幅未达市场预期，进一步减轻了市场对通胀的担忧。数据显示，5 月 PPI 环比上升 0.1%，低于预期的 0.2%，显示通胀压力依然温和。（2）美国 5 月 CPI 及核心 CPI 同比涨幅低于预期，显示通胀压力有所缓解。美国 2025 年 5 月同比录得 2.4%，低于市场预期的 2.5%，高于前值 2.3%；核心 CPI 同比为 2.8%，低于预期的 2.9%，与前值持平，维持四年来最低水平。结构上，食品价格环比回升，能源、核心商品与核心服务价格环比均回落。剔除食品、能源及住房后的“超级核心通胀”环比增速为 0.01%，较 4 月（0.07%）和 3 月（-0.04%）明显放缓。整体判断，美国通胀压力仍处温和区间，强化了市场对于美联储年内降息的

预期。(3) 美联储短期降息可能性小, 降息时点需关注通胀轨迹。6月12日, 美国前美联储主席、前财政部部长耶伦直言不讳地表示, 尽管美国通胀率呈放缓趋势, 但特朗普的关税将导致美国通胀率同比上升至少3%, 并让普通家庭损失1000美元收入。耶伦强调: 我看到的最新、最乐观的估计表明, 由于关税及其连锁反应, 普通家庭的收入将减少约1000美元, 实际金额可能会更大, 这取决于关税计划的进展情况。同一天, 特朗普借助近期通胀数据低于预期的趋势, 继续向央行施压要求降息。而耶伦的预测是, 美联储将“坚定保持观望立场”, 这意味着央行不太可能按照特朗普的要求匆忙降息。截至6月13日, Fedwatch 预期2025年6月降息25bp的概率降至为0.4%, 7月降息概率升至23.1%。9月份在6月份已经降息25bp的前提下再下降25bp的概率达14.5%。总的来看, 当前市场普遍预期美联储在短期内(6月)将维持利率不变, 但若后续经济数据(如非农就业、零售销售等)继续走弱, 7月至9月期间或成为政策转向的窗口。风险提示: 大宗商品价格波动风险、宏观政策变动风险、特别国债供给冲击。

(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 20250614: 绿色债券周度数据跟踪 (20250609-20250613)

观点 一级市场发行情况: 本周(20250609-20250613)银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券24只, 合计发行规模约405.32亿元, 较上周增加309.62亿元。发行年限多为3年; 发行人性质为地方国有企业、中外合资企业、中央金融企业、国有企业、央企子公司; 主体评级多为AAA、AA+级; 发行人地域为北京市、上海市、天津市、广东省、江苏省、福建省、海南省、河南省、四川省; 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(20250609-20250613)绿色债券周成交额合计622亿元, 较上周增加91亿元。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296亿元、213亿元和92亿元; 分发行期限来看, 3Y以下绿色债券成交量最高, 占比约81.10%, 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、建筑, 分别为266亿元、112亿元和23亿元; 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217亿元、87亿元和44亿元。估值偏离度前三十位个券情况: 本周(20250609-20250613)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, 折价成交的比例小于溢价成交。折价个券方面, 折价率前四的个券为22万科GN001(-0.8822%)、25水能G1(-0.8773%)、G三峡EB2(-0.8579%)、22万科GN002(-0.8506%), 其余折价率均在-0.50%以内。主体行业以建筑、房地产、公用事业、交通运输为主, 中债隐含评级以AAA、AA+评级为主, 地域分布以广东省、北京市、湖北省、浙江省多。溢价个券方面, 溢价率前二的个券为20吉安绿色债(0.4950%)、25融和融资MTN003(碳中和债)(0.4696%), 其余溢价率均在0.20%以内。主体行业以金融、建筑、公用事业为主, 中债隐含评级以AA+、AAA、AAA-评级为主, 地域分布以北京市、广东省、四川省居多。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 20250614: 二级资本债周度数据跟踪 (20250609-20250613)

观点 一级市场发行与存量情况: 本周(20250609-20250613)银行间市场及交易所市场共新发行二级资本3只, 发行规模为415.00亿元。发行年限为10Y、15Y; 发行人性质为中央金融企业、其他企业;

主体评级为 AAA；发行人地域为北京市、浙江省。截至 2025 年 6 月 13 日，二级资本债存量余额达 46,635.35 亿元，较上周末(20250606)增加 795.0 亿元。二级市场成交情况：本周(20250609-20250613)二级资本债周成交量合计约 2435 亿元，较上周增加 1222 亿元，成交量前三个券分别为 25 中行二级资本债 01BC (379.90 亿元)、25 民生银行二级资本债 01 (258.39 亿元)和 25 工行二级资本债 02BC (131.79 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 1945 亿元、127 亿元和 71 亿元。从到期收益率角度来看，截至 6 月 13 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：-0.03BP、-0.21BP、0.15BP；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、-0.23BP、0.21BP；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：-0.04BP、-0.23BP、2.36BP。估值偏离%前三十位个券情况：本周(20250609-20250613)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 22 贵阳农商行二级资本债 01 (-4.0052%)、21 贵阳农商二级 (-1.7074%)、23 沧州银行二级资本债 01 (-1.0810%)，其余折价率均在 -1.00% 以内。中债隐含评级以 AAA-、AA-、A+ 评级为主，地域分布以北京市、广东省居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为 22 龙游农商行二级资本债 01 (0.5311%)、20 长沙银行二级 (0.5215%)、22 海宁农商行二级资本债 01 (0.5198%)，其余溢价率均在 0.30% 以内。中债隐含评级以 A+、AAA-、AA、AA- 评级为主，地域分布以浙江省、北京市居多。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)

## 行业

**建筑装饰行业跟踪周报：继续关注重大项目和区域基建领域，推荐水利、洁净室工程板块**

**投资要点** 本周(2025.6.9-2025.6.13,下同):本周建筑装饰板块(SW)涨跌幅-1.41%，同期沪深 300、万得全 A 指数涨跌幅分别为-0.25%、-0.27%，超额收益分别为-1.16%、-1.14%。行业重要政策、事件变化、数据跟踪点评：(1) 国常会听取构建房地产发展新模式和推进好房子建设有关情况汇报：会议指出要扎实有力推进“好房子”建设，纳入城市更新机制加强工作统筹，在规划、土地、财政、金融等方面予以政策支持。要对全国房地产已供土地和在建项目进行摸底，进一步优化现有政策，提升政策实施的系统性有效性，多管齐下稳定预期、激活需求、优化供给、化解风险。我们认为政策有望加大力度推动好房子建设，利好优质工程和材料企业，推动存量政策优化调整，有望促进地产景气度企稳回升。(2) 中国人民银行发布 5 月金融数据：5 月末社融存量同比增速持平于 8.7%，5 月份新增社融 2.29 万亿元，同比多增 0.23 万亿元，其中政府债券仍是主要拉动项，5 月政府债券融资增长 1.46 万亿元，同比多增 0.24 万亿元，但社融口径新增人民币贷款 5960 亿元，同比少增 2237 亿元，反映融资需求仍然不足。随着降准降息落地和财政支出端加快，有望支撑实物需求回暖。周观点：

(1) 国常会指出要扎实有力推进“好房子”建设，纳入城市更新机制加强工作统筹，并提出要更大力度推动房地产市场止跌回稳，地产投资端景气企稳有望得到更多政策支持；基建投资保持平稳，水利、运

输等领域投资增长明显，近期重大基建投资项目进展关注度提升，建议关注区域受益标的。5月建筑PMI环比继续回落，其中土木工程建筑业商务活动指数比上月上升1.4个百分点，已连续两个月回升，反映基建相关工程项目施工加快，同时看到新订单指数环比有所回升，反映项目预期有所改善，后续稳增长政策发力的效果推动的实物量落地仍需重点关注。展望下半年来看预计增量的财政政策支持 and 融资端的改善对投资端和实物量的效果将逐渐显现，同时扩内需预期增强，基建投资和重点区域建设有望政策加码。我们建议关注估值仍处历史低位、业绩稳健的基建龙头央企和地方国企估值持续修复机会，推荐中国交建、中国电建、中国中铁，建议关注中国核建、中国化学等。

(2) 出海方向：2025年前4个月我国对外承包工程完成营业额同比增长6.8%，新签合同额同比增长22.4%；其中在共建“一带一路”国家新签合同额645.4亿美元，同比增长17.4%；美国关税摩擦和全球贸易摩擦升级，后续外交博弈、贸易摩擦或加剧，一带一路战略推进或加码，预期未来中欧合作、东盟地区合作有望更加密切，基建合作仍是重要形式，海外工程需求景气度有望保持，海外工程业务有望受益，后续预计逐渐兑现到订单和业绩层面。建议关注国际工程板块，个股推荐中材国际、上海港湾，建议关注中工国际、北方国际、中钢国际等。(3) 需求结构有亮点，新业务增量开拓下的投资机会：部分专业制造工程细分领域、节能降碳以及新能源相关的基建细分领域景气度较高，有相关转型布局的企业有望受益，建议关注鸿路钢构、华阳国际等；半导体洁净室景气度有望延续，关注亚翔集成、柏诚股份等。风险提示：地产信用风险失控、政策定力超预期、国企改革进展低于预期等。

(证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊  
 证券分析师：石峰源)

### 商贸零售行业跟踪周报：5月我国非美出口展现韧性，重视非美出口枢纽小商品城的战略地位

周观点（注：文中“本周”指的6月9日至6月15日）6月9日，海关总署公布2025年5月进出口数据。2025年5月，以美元计价，我国出口额同比增长4.8%（前值8.1%，彭博一致预期6.0%），进口额同比-3.4%（前值-0.2%，彭博一致预期-0.8%）。分地区看，美国出口下滑较大，非美出口展现强大韧性。1) 美国出口下滑仍较大，关税暂停效果有所滞后：以美元计，2025年5月美国出口额同比-9.7%，我们认为5月12日中美日内瓦经贸会谈联合声明发布后，实体恢复对美出口需要一定的时间。2) 非美出口表现强劲，是5月我国出口保持同比增长的有力支撑。以美元计，2025年5月我国对欧盟的出口额同比+6.4%、东盟+12.2%、拉美+9.4%、非洲+18.9%、共建一带一路国家同比+9.2%，均表现强劲。美国对等关税之后，部分主营美国的实体企业将经营重心转移到非美区域，使得非美出口保持强势。关注小商品城：我国非美出口核心枢纽。义乌小商品城是我国小商品出口的重要枢纽。背靠小商品市场，2024年义乌进出口总额达到6689亿元，同比+18.2%；2025年1-4月进出口总额为2313亿元，同比+15.1%。义乌的进出口贸易表现持续强劲，展现出良好的韧性。其中，义乌还是非美贸易的枢纽。1-4月义乌对美出口额为300亿元，占比仅为15%；对共建“一带一路”国家的进出口额占比达到66.6%。当前局势下，小商品城具备重要的战略地位：作为非美出口、一带一路进出口的重要枢纽，在当前环境下，小商品城具备重要的战略地位。一带一路发展中国家的贸易具有每单体量小、对sku数量要求较高等特点，在小商品城已经形成了天然的集群。根据义乌市政府统计2025年国际商

贸城日均客流量 22 万人次，其中外商超过 3000 人次。2024 年 12 月，2024 年 12 月国务院正式批准《浙江省义乌市深化国际贸易综合改革总体方案》进一步推进义乌的国际贸易改革，打造具备战略地位的进出口枢纽。推荐标的：小商品城等。风险提示：公司新市场、新业务开拓具备不确定性，地缘贸易风险进一步扩散等。

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：石琦瑄

证券分析师：张家璇 证券分析师：阳靖 证券分析师：郝越 研究助理：王琳婧)

#### 汽车周观点：6 月第 1 周乘用车环比-22.6%，继续看好汽车板块

n 板块观点重申：继续坚定看好汽车！机器人/智能化/红利三条主线！  
n 本周市场对汽车核心关注？Ø 本周汽车 A-H 表现总体一般，重卡/两轮车表现相对更好。“汽车反内卷”落地措施之一“车企纷纷承诺给供应商的支付账期缩短至 60 天”总体是有助于产业健康发展但我们认为行业洗牌期最终仍然是由市场化力量来解决，政策只是辅助力量。关于地方补贴暂停也是本周关注的焦点，目前基于我们统计大概补贴受影响城市占总体汽车销量比例低于 10%，具体还得观察后续进度。  
n 当前时点汽车板块如何配置？Ø 我们认为“只有坚持技术创新才是汽车反内卷且走向健康发展的本质”，坚持看好 2025 年【AI 机器人+AI 智能化+红利&好格局】三条主线。6 月优选【红利&好格局主线】。Ø 【红利&好格局主线】客车（宇通客车）/重卡（中国重汽 A-H/潍柴动力）/零部件（福耀玻璃+星宇股份+新泉股份+继峰股份）。Ø 【AI 智能化主线】乘用车优选港股（小鹏汽车-W/理想汽车-W/小米集团-W）>A 股（赛力斯/上汽集团/比亚迪）；零部件优选（地平线机器人-W/德赛西威/伯特利/黑芝麻智能等）。Ø 【AI 机器人主线】零部件优选（拓普集团+均胜电子+福达股份+爱柯迪+瑞鹄模具+精锻科技（关注）等）。  
n 风险提示：贸易战升级进一步超出预期；全球经济复苏力度低于预期；L3-L4 智能化技术创新低于预期；全球新能源渗透率低于预期；地缘政治不确定性风险增大。

(证券分析师：黄细里 证券分析师：刘力宇

证券分析师：孟璐 证券分析师：郭雨蒙 研究助理：孙仁昊 研究助理：赖思旭)

#### 公用事业行业跟踪周报：可再生能源电力开发建设月度调度会召开，国家能源局组织开展能源领域氢能试点

投资要点 本周核心观点：1)全国可再生能源电力开发建设月度调度视频会召开。会议强调 2025 年下半年要突出 4 个抓紧：一是抓紧“十四五”规划收官，抓好大型风电光伏基地和 102 项重大工程有关建设，确保如期建成。二是抓紧“十五五”可再生能源发展规划编制，树立科学理念，与其他规划做好衔接，广泛听取地方、企业、专家及行业各界的意见建议，形成高质量的规划成果。三是抓紧做好已经颁布实施政策的落实，做好新旧政策的衔接，确保平稳过渡。四是抓紧研究相应政策，回应企业关切，进一步加大政策供给，继续推动新能源高质量发展。2)国家能源局组织开展能源领域氢能试点。氢能试点包括项目和区域试点，试点方向包括规模化制氢及一体化，先进柔性离网制氢，清洁低碳氢能综合开发，规模化、长距离输送，高密度、多元化储存，炼油及煤制油气绿色替代，氢氨燃料供电供能，氢储能长时长效运行，能源领域综合应用，氢能实证实验平台和氢能低碳转型试点。行业核心数据跟踪：电价：2025 年 5 月电网代购电价同比下降 3%环比+0.4%。煤价：截至 2025/6/13，动力煤秦皇岛 5500 卡平仓价 609 元/吨，周环比 0%。水情：截至 2025/6/13，三峡水库站水位 150 米，2021、2022、2023、2024 年同期水位分别为 150 米、149 米、152、

148 米，蓄水水位正常。三峡水库站入库流量 11500 立方米/秒，同比-19.01%，三峡水库站出库流量 14000 立方米/秒，同比+26.13%。用电量：2025M1-4 全社会用电量 3.16 万亿千瓦时（同比+3.1%），其中，第一产业、第二产业、第三产业、居民城乡用电分别同比+10.0%、+2.3%、+6.0%、+2.5%。发电量：2025M1-4 年累计发电量 2.98 万亿千瓦时（同比+0.1%），其中火电、水电、核电、风电、光伏分别-4.1%、+2.2%、+12.7%、+10.9%、+19.5%。装机容量：2025M1-4 新增装机容量，火电新增 1298 万千瓦（同比+41.7%），水电新增 265 万千瓦（同比-2.7%），核电新增 0 万千瓦（同比持平），风电新增 1996 万千瓦（同比+18.5%），光伏新增 10493 万千瓦（同比+74.6%）。投资建议：迎峰度夏关注水电、火电投资机会。1）火电：迎峰度夏建议关注区域火电投资机会。建议关注【建投能源】【华电国际】【华能国际】【国电电力】【申能股份】【皖能电力】。2）水电：量价齐升、低成本受益市场化。度电成本所有电源中最低，省内水电市场电价持续提升，外输可享当地电价。现金流优异分红能力强，折旧期满盈利持续释放。重点推荐【长江电力】。3）核电：成长确定、远期盈利&分红提升。22/23 年连续两年核准 10 台，24 年再获 11 台核准，成长再提速。在建机组投运+资本开支逐步见顶。公司 ROE 看齐成熟项目有望翻倍，分红同步提升。重点推荐【中国核电】【中国广核】，建议关注【中广核电力 H】。4）绿电：化债推进财政发力，绿电国补欠款历史问题有望得到解决。资产质量见底回升，绿电成长性再次彰显。重点推荐【龙净环保】，建议关注【龙源电力 H】【中闽能源】【三峡能源】。5）消纳：关注特高压和电网智能化产业链。趋势一配电网智能化：关注【威胜信息】【东软载波】【安科瑞】；趋势二电网数字化：推荐虚拟电厂；趋势三国际化：推荐特高压和电网设备。风险提示：需求不及预期、电价煤价波动风险、流域来水不及预期等

（证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩）

### 有色金属行业跟踪周报：美元指数下行叠加地缘冲突加剧，黄金录得环比大幅上行

投资要点 回顾本周行情（6 月 9 日-6 月 13 日），有色板块本周上涨 3.79%，在全部一级行业中排名靠后。二级行业方面，周内申万有色金属类二级行业中金属新材料板块上涨 8.62%，贵金属板块上涨 6.13%，工业金属板块上涨 3.34%，能源金属板块上涨 2.29%，小金属板块上涨 2.17%。工业金属方面，中东地缘冲突加剧，避险情绪在短期利空市场风险偏好，工业金属短期受到压制；若中东地缘冲突进一步恶化导致原油价格上行，美国再通胀进程将显著加快，工业金属或从中受益。贵金属方面，价格的传导机制尚未打通，经济走弱的迹象已经初见，美元指数于本周短暂跌破 98 关口，支撑黄金价格上行；此外若中东地缘冲突进一步恶化导致原油价格上行，我们预计美国再通胀进程将显著加快，黄金或持续受益于实际利率的下行。 周观点：

铜：基本面供需双弱，宏观情绪转冷铜价环比下跌。截至 6 月 13 日，伦铜报收 9,648 美元/吨，周环比下跌 0.24%；沪铜报收 78,010 元/吨，周环比下跌 1.17%。供给端，截至 6 月 13 日，本周进口铜矿 TC 维持 -43.5 美元/吨；艾芬豪矿业公布其位于刚果（金）的卡莫阿-卡库拉铜矿的卡库拉矿的西段于 6 月 7 日恢复营运，同时下调 2025 年度矿产铜产量计划从 52—58 万吨至 37—42 万吨；需求方面，传统淡季效应逐步显现，电线电缆、家电等下游行业订单增速明显放缓。宏观层面，当下 Comex 铜较 LME 铜维持高溢价主要基于美国商务部的 232 调查，美国需求的前置以及 Comex 的高库存压力使得调查落地后伦敦与上海的到货压力加大，叠加 5 月全球 PMI 呈现疲软迹象，我们预计

短期铜价维持区间震荡，观察中东战争对全球通胀的影响。 铝：低库存与海外原油价格上行共同作用推升铝价，关注需求下行情况。截至 6 月 13 日，本周 LME 铝报收 2,503 元/吨，较上周上涨 2.10%；沪铝报收 20,440 元/吨，较上周上涨 1.84%。供应端，青海地区电解铝企业贡献新投产产能，中国电解铝行业理论开工产能达到 4389.00 万吨，较上周增加 2 万吨；需求端，本周铝板带箔企业产能利用率环比下降 0.23%，铝棒产能利用率环比下降 0.29%，电解铝的理论需求环比下降。本周社会库存进一步续降至 49.33 万吨，环比下降 8.24%，社库续降支持铝价；此外，中东地缘冲突有进一步烈化迹象，能源价格上涨将推升海外铝成本；随着消费淡季的来临以及下游接货情绪转冷，铝价上方空间料将遇到压制，关注需求下行情况与海外能源价格波动情况。 黄金：美元指数下行叠加地缘冲突加剧，黄金录得环比大幅上行。截至 6 月 13 日，COMEX 黄金收盘价为 3452.60 美元/盎司，周环比上涨 3.65%；SHFE 黄金收盘价为 794.36 元/克，周环比上涨 1.42%。美国经济数据走弱，美元指数进一步下行。美国 5 月 CPI 同比上升 2.4%，低于预期的 2.4%；美国 5 月 PPI 同比上升 2.6%，符合预期；考虑到上周公布的美国 PMI 数据中价格分项的大幅上行，价格的传导机制尚未打通，经济走弱的迹象已经初见，美元指数于本周短暂跌破 98 关口，周跌 1.09%，支撑黄金价格上行；中东地缘冲突加剧，避险情绪大幅推升金价。本周伊朗与以色列冲突大幅加剧，避险情绪大幅推升金价；此外，伊朗威胁将考虑关闭霍尔木兹海峡，该地区承载全球每年 20% 左右的原油运输，若中东地缘冲突进一步恶化导致原油价格上行，我们预计美国再通胀进程将显著加快，黄金或持续受益于实际利率的下行。 风险提示：美元持续走强；下游需求不及预期。

（证券分析师：孟祥文 证券分析师：徐毅达）

### 建筑材料行业跟踪周报：更大力度地推动房地产市场止跌回稳

**投资要点** 本周(2025.6.9-2025.6.13, 下同)：本周建筑材料板块(SW)涨跌幅-2.77%，同期沪深 300、万得全 A 指数涨跌幅分别为-0.25%、-0.27%，超额收益分别为-2.51%、-2.50%。 大宗建材基本面与高频数据：(1) 水泥：本周全国高标水泥市场价格为 360.2 元/吨，较上周-3.3 元/吨，较 2024 年同期-29.0 元/吨。较上周价格持平的地区：两广地区、东北地区；较上周价格上涨的地区：长三角地区(+22.5 元/吨)、长江流域地区(+12.9 元/吨)、华东地区(+12.9 元/吨)；较上周价格下跌的地区：泛京津冀地区(-6.7 元/吨)、华北地区(-14.0 元/吨)、中南地区(-3.3 元/吨)、西南地区(-6.0 元/吨)、西北地区(-14.0 元/吨)。本周全国样本企业平均水泥库位为 66.6%，较上周-0.4pct，较 2024 年同期+2.2pct。全国样本企业平均水泥出货率(日发货率/在产产能)为 45.7%，较上周-2.3pct，较 2024 年同期-3.8pct。(2) 玻璃：卓创资讯统计的全国浮法白玻原片平均价格为 1229.9 元/吨，较上周-20.4 元/吨，较 2024 年同期-463.2 元/吨。卓创资讯统计的全国 13 省样本企业原片库存为 6045 万重箱，较上周+34 万重箱，较 2024 年同期+837 万重箱。(3) 玻纤：本周国内无碱粗纱市场报价主流走稳，个别厂报价根据市场情况稍有调整。截至 6 月 12 日，国内 2400tex 无碱缠绕直接纱市场主流成交价格在 3500-3700 元/吨不等，成交高价走低，全国企业报价均价 3687.50 元/吨，主流含税送到，较上一周均价(3687.50)基本持平，同比下跌 4.08%，较上周同比降幅收窄 0.46 个百分点；本周电子纱市场主流产品 G75 各厂报价基本稳定，部分 E 系列及 D 系列玻纤纱价格有所提涨，主因货源供应紧俏。周内电子纱 G75 主流报价 8800-9200 元/吨不等，较上一周均价持平；7628 电子布报价亦趋

稳，当前报价 3.8-4.4 元/米不等，成交按量可谈。周观点：（1）5 月金融数据总体平稳，M1 增速环比低于季节性，社融增速主要依靠政府债券保持。周五国常会再次强调构建房地产发展新模式，优化现有政策，最终目的是更大力度地推动房地产市场止跌回稳，实现平稳健康发展。我们认为，现房销售试点并不会引起新开工规模的塌房。当前新开工面积已明显低于销售面积，现房销售要求会进一步减少新增销售面积，去化周期也将进一步下降，从而支撑房价，继而拉动新开工面积向销售面积靠拢。结构上看，存量开发主体的资金压力加大，可能会导致他们进一步收缩，但新开发主体会根据房价的上涨预期，而决定是否加大开发投资。（2）地产链出清已近尾声，供给格局大幅改善。企业增长预期较低，因此板块具备较高的胜率。首先，25 年 Q4 或是需求长周期的拐点，低估值的品牌龙头和扩张型公司有望迎来估值修复，例如公牛集团、北新建材、三棵树、伟星新材、欧派家居、兔宝宝、奥普科技、欧普照明、箭牌家居等。其次，如果外部需求快速回落，25 年 Q3 中西部基建很有可能成为救急的方向，关注华新水泥、四川路桥、海螺水泥、易普力、中国交建等。另外，在流动性充裕的背景下，科技属性强的公司有较高关注度，例如上海港湾、鸿路钢构、萤石网络、公牛集团等，转型公司也具备阶段性弹性，例如诚邦股份、凯伦股份、松霖科技、北京利尔等。（3）中美持续脱钩的长期趋势下，经营美国市场的回报率下降和不确定性增加，非美国国家可能加强贸易联系，出海企业将转向拓展欧洲、中东、东南亚等其他市场。而且美元降息趋势下，非美国国家经济建设有望进入快车道。综合新兴国家收入占比以及本土化的能力和技术实力，推荐上海港湾、科达制造、中材国际、中国交建、米奥会展（与中小盘、社服共同覆盖）。大宗建材方面：1、水泥：（1）六月上旬，受中高考、降雨天气等淡季因素影响，国内水泥市场需求持续疲软，全国重点地区水泥企业平均出货率 45.7%，环比下滑约 2.3 个百分点。价格方面，受淡季因素影响，部分地区水泥价格仍在探底，虽也有推涨区域，但需求支撑不足，稳定性待考验，预计后期价格将继续维持震荡调整走势。（2）Q1 水泥行业价格反弹超预期，全国均价整体明显高于去年同期，尽管短期部分区域因需求波动或错峰执行问题供需阶段性失衡、价格出现回落，但今年行业在主导企业引领下维护利润的意愿显著增强，我们认为供需再平衡时间仍然会明显好于去年，近期长三角地区在需求趋淡的背景下推涨熟料价格反映行业供给自律的强化效果，全年盈利中枢有望高于去年。（3）水泥企业市净率估值处于历史底部。中期宏观政策导向有望更加强化扩内需稳投资，财政政策发力有望支撑实物需求企稳回升，行业景气低位为进一步的整合带来机遇。结合产能产量管控等产业政策的进一步落地、水泥行业纳入全国碳市场，有望加速过剩产能出清和行业整合。（4）龙头企业综合竞争优势凸显，中长期有望受益于行业格局优化，估值有望迎来修复，推荐全国和区域性龙头企业：华新水泥、海螺水泥、上峰水泥、冀东水泥，建议关注天山股份、塔牌集团等。2、玻纤：（1）中期粗纱盈利有韧性。行业盈利仍处低位，二三线企业普遍处于盈亏平衡或亏损状态，行业低盈利将持续制约产能投放节奏，需求侧国内风电、热塑等领域继续增长，随着中美贸易摩擦缓和，外需下行风险可控，短期新增产能较多的企业在库存压力下中低端价格回落，但随着行业新增产能逐步消化，中长期行业供需平衡修复趋势有望延续。今年以来风电、热塑等中高端产品内需景气度高，龙头企业凭借产品结构优势有望获得超额利润。（2）细纱电子布成本曲线陡峭，景气底部持续时间长，随着新增供给投放持续受低盈利约束，供需平衡也得到持续修复，支撑盈利改善。（3）

中长期落后产能出清、玻纤成本的下降也为新应用的拓展和渗透率的提升提供催化剂，随着风电、新能源车等领域用量持续增长，光伏组件边框等新兴应用领域持续拓展，行业容量有望持续增长，产品结构的调整有利于龙头提升壁垒，盈利稳定性也将增强。AI 等应用带动 low Dk 电子布产品持续放量，Low CTE 应用逐步兴起，国产替代正在加速，利好国内电子布领域龙头：宏和科技、中材科技等。（4）当前龙头估值处于历史低位，供需平衡修复、景气提升有望推动估值修复。推荐中国巨石，建议关注中材科技、山东玻纤、长海股份、国际复材、宏和科技等。

3、玻璃：终端需求表现疲软，加之 Q1 行业盈利较前期低点有所修复，年初以来供给出清速度有所放缓，因此行业供需阶段性仍处弱平衡状态，库存中高位波动，随着需求季节性将进入淡季，价格下行压力增加。随着行业亏损面继续扩大，我们认为应进一步观察产线冷修释放情况，供给收缩幅度决定后续价格反弹持续性和空间。中期供需平衡仍面临需求下行压力，但浮法玻璃龙头享有硅砂等资源等中长期成本优势，享受超额利润，有望受益于行业产能的出清，叠加光伏玻璃等多元业务的成长性，推荐旗滨集团，建议关注南玻 A 等。

装修建材方面：关税和贸易摩擦升级等外部不确定性增加，扩内需预期增强，此前政府工作报告强化了促内需和消费的政策预期，对地产继续延续“稳楼市”、“止跌回稳”的基调，后续政策有望不断出台和推进。24 年两新政策对家居建材消费拉动效果明显，25 年以旧换新政策有望进一步扩大加码，家居建材消费需求有望持续释放。今年以来多个一线城市二手房成交保持持续增长态势，后续叠加国补持续落地和消费者信心回暖，家居建材需求景气改善预期加强，多数估值处于底部区间的板块龙头公司估值有望修复。当前行业底部修复特征更加明显，多数公司利润目标强化，少数公司选择进攻打法，信心恢复有待政策和阶段经营效果的信号；国补对装修消费有明显拉动的效果，25 年各地的政策继续扩大品类范围，龙头企业也有更充分的准备。同时龙头公司积极探索新模式或延伸产业链，包括渠道和品类融合、提升效率，加强定价权等。投资建议：（1）扩张增长意愿强的部分龙头企业，例如北新建材等，建议关注三棵树。（2）受益国补政策、渠道&品类融合优势明显的细分龙头，建议关注欧派家居、箭牌家居、东鹏控股、慕思股份等。（3）竞争格局优、业绩增长稳健、股息率相对较高的细分龙头，例如兔宝宝、奥普科技、伟星新材等。

风险提示：地产信用风险失控、政策定力超预期。

（证券分析师：黄诗涛 证券分析师：房大磊

证券分析师：石峰源）

#### 电力设备行业跟踪周报：固态电池产业化进展加快，特斯拉 Robotaxi 定档

投资要点 电气设备 6683 下跌 0.46%，表现弱于大盘。本周（6 月 9 日-6 月 13 日）核电涨 1.93%，风电涨 1.42%，发电设备涨 0.76%，锂电池涨 0.66%，新能源汽车涨 0.6%，光伏涨 0.23%，电气设备跌 0.46%。涨幅前五为旭光电子、ST 百利、江淮汽车、科恒股份、合纵科技；跌幅前五为盈峰环境、新联电子、中材科技、中超控股、信质集团。行业层面：人形机器人：埃斯顿发布第二代人形机器人 Codroid 02；智平方 AlphaBot 2 进驻东风柳汽工厂“实习”；“阿 O 充电”移动机器人 2025 年将在京千台上岗；卧安机器人冲刺港股，年营收 6.1 亿。储能：EESA：5 月新能源招标 22gwh，环比+18%；国家发改委：国家能源局修订形成了《能源规划管理办法（修订征求意见稿）》，现向社会公开征求意见；浙江发改委和能源局：联合印发《2025 年浙江省迎峰度夏电力需求侧管理工作实施方案》，鼓励虚拟电厂、用户侧储能参与响

应；广东电网公司：广东 2025 年储能建设计划：209 个，41.8GW/84.6GWh；全球首次开门燃烧试验成功，海辰储能用极限测试定义储能安全新标杆。电动车：中汽协：5 月电动车销量 130.7 万辆，同环比+37%/7%，渗透率 49%，环比+2pct，出口 21.2 万辆，同环比 114%/6%；5 月国内动力电池装机 57gwh，同环比+43%/+6%，宁德市占率 42.9%，环比提升 2pct；主流车企 60 天账期承诺，汽车业打响“反卷”又一枪；多地汽车以旧换新置换补贴暂停，下半年重启；宁德时代率先量产 587Ah 电芯；小鹏 G7 全球首发图灵 AI 芯片，起售价 23.58 万元；鸿蒙智行问界 M8 45 天交付破 2 万；特斯拉 robotaxi 车辆“测试”阶段，6 月 22 日上线；中创新航与现代汽车签订 30gwh 电池合同；冠宇建成全固态锂电池试验线；Solid Power 在韩国正在建设一条固态中试线，预计未来将与 SK 加强合作；市场价格及周环比：钴：百川金属钴 23.58 万/吨，-0.3%；镍：上海金属网 12.18 万/吨，-1.3%；碳酸锂：SMM 工业级 5.91 万/吨，0.8%；前驱体：SMM 四氧化三钴 19.30 万/吨，-1.4%；三元 523 型 7.7 万/吨，-1.0%；正极：SMM 磷酸铁锂-动力 3.05 万/吨，0.6%；三元 622 型 12.75 万/吨，-0.4%；负极：百川石油焦 0.24 万/吨，-0.4%；DMC 碳酸二甲酯：EC 碳酸乙烯酯 0.42 万/吨，-1.2%；新能源：国家发改委《能源规划管理办法》公开征求意见；林洋能源子公司中标 1.79 亿元毛里求斯电网侧储能项目；首个沙戈荒大型风光外送基地项目投产 14.2GW；发改委、能源局印发《关于有序推动绿电直连发展有关事项的通知》；本周硅料 36.00 元/kg，环比-2.70%；N 型 210 硅片 1.30 元/片，环比持平；N 型 210R 硅片 1.10 元/片，环比持平；双面 Topcon182 电池片 0.29 元/W，环比持平；双面 Topcon182 组件 0.68 元/W，环比持平；玻璃 3.2mm/2.0mm 19.50/12.10 元/平，环比-9.30%/-7.63%。风电：国家电投 2025 年陆上第二批 2.5GW 风机集采开标，除 8.5MW 机型外，其余 6.25MW 机型开标均价超 2000 元/kW，价格继续稳住。本周招标 0.2 GW：陆上 0.2 GW/海上暂无；本周开/中标暂无。本月招标 0.51 GW，同比-69.49%：陆上 0.51 GW/海上暂无，同比-69.49%。25 年招标 46.50 GW，同比+9.61%：陆上 40.85 GW/海上 5.65 GW，同比+6.01%/同比+45.62%。本月开标均价：陆风 1499 元/KW，陆风（含塔筒）2070 元/KW。电网：甘肃新能源发电装机超 7000 万千瓦。公司层面：汇川技术：所属子公司苏州汇川联合动力首次公开发行股票并在深交所创业板上市申请获得深交所审议通过；中伟股份：已累计回购 1895.19 万股，约占总股本的 2.02%，累计成交总金额 6.62 亿元；宏发股份：调整 2024 年度利润分配方案，调整后向全体股东每股派发现金红利 0.515 元；科达利：科达利与伟创电气、银轮股份、开普勒、伟立成长拟共同投资设立依智灵巧，科达利以现金方式投入人民币 1500 万元，占注册资本的 30%；林洋能源：全资子公司林洋电力服务中标毛里求斯政府性公开招标电网侧储能项目，金额合计 2498.89 万美元，占 2024 年营业收入 2.66%；雷赛智能：以 50.28 元/份行权价向 226 名激励对象授予 486.30 万份股票期权，占总股本 1.58%，占拟授予总数 81.05%，预留 18.95%；杉杉股份：杉杉集团及其全资子公司朋泽贸易拟进行实质合并重整；鼎盛新材：拟对限制性股票合计 169.02 万股进行回购注销；派能科技：融科创投已累计减持股份 735.91 万股，约占公司总股本 3%；绿的谐波：董事李谦累计减持公司股份数量为 25.67 万股，占公司总股本 0.14%。投资策略：机器人：Tesla 明确年底数千台产量，29 或者 30 年超 100 万台、musk 回归后整顿团队加速量产，初创公司密集发布产品更新，科技公司和车企全面入局，25 年国内外量产元年共振，短期调整不改产业大趋势，我们继续全面看好人形板块，全面

看好 T 链确定性供应商和头部人形核心供应链、看好总成、灵巧手、整机、以及丝杠、谐波、传感器、运控等核心环节。电动车：5 月电动车销量 130.7 万辆，同环比+37%/7%，环比提速，车企价格战持续，全年销量预计 30% 增长；欧洲 9 国合计销量 22.9 万辆，同环比 36%/7%，增速超预期，全年销量预期上修至 25%；近期美国储能已恢复发货，行业 6 月排产小幅向上，板块仍处于估值底部，首推宁德时代、比亚迪、科达利、亿纬、裕能、富临、璞泰来、尚太、天奈、天赐等锂电龙头公司，同时固态中试线 2H25 密集落地，看好硫化物及核心设备优质标的。储能：欧洲、中东等新兴市场大储需求大爆发，美国对等关税下降恢复发货，全年美国装机上修至增长 20-30%，国内储能因政策调整将先抑后高质量发展预计总体持平；欧洲户储去库完成，出货恢复，工商储需求开始爆发，亚非拉等新兴市场光储平价需求持续；我们预计全球储能装机 25-28 年的 CAGR 为 20-40%，看好储能逆变器/PCS 龙头、大储集成和储能电池龙头。工控：工控 25 年需求总体继续弱复苏，锂电需求恢复、风电、机床等向好，同时布局机器人第二增长曲线，全面看好工控龙头。风电：25 年国内海风 10GW+，翻倍增长，Q2 是拐点，欧洲海风进入持续景气周期，继续全面看好海风，陆风 100GW+，同增 25%，铸件等零部件涨价，风机毛利率逐步修复，推荐海缆、海桩、整机、铸件、叶片等。光伏：国内 531 抢装尾声产业链价格新低附近企稳，主链条压力明显，或为供给侧改革的合适时机，硅料有望再次成为主要抓手；需求全球来看 25 年预计 10% 增长，国内小降，欧洲分布式和新兴市场需求好，看好受益的逆变器环节、然后看可能受益于供给侧改革的硅料、玻璃、电池和组件等。电网：25 年电网投资确定增长，海外 AI 数据中心旺盛需求持续，国内 AI 数据中心新一轮基建，继续推荐 AI 电气、出海、特高压、柔直等方向龙头公司。投资建议：宁德时代（动力&储能电池全球龙头、盈利和增长确定估值低）、三花智控（热管理全球龙头、特斯拉机器人总成空间大）、汇川技术（通用自动化弱复苏龙头 Alpha 明显、联合动力持续超预期）、比亚迪（电动车销量持续向好且结构升级、全民智驾超预期）、阳光电源（逆变器全球龙头、海外大储优势显著、估值极低）、科达利（结构件全球龙头稳健增长、大力布局机器人优势显著打造第二增长曲线）、璞泰来（负极龙头盈利拐点隔膜涂敷稳增、固态电池设备&材料领先）、大金重工（海风出口布局厚积薄发、量利双升超预期）、亿纬锂能（动力&储能锂电上量盈利向好并走出特色之路、消费类电池稳健）、海博思创（国内大储龙头优势明显、积极开拓海外储能）、尚太科技（负极龙头份额提升超预期、成本优势大盈利能力强）、雷赛智能（伺服控制器龙头企业、机器人关节批量优势明显）、浙江荣泰（云母龙头增长确定、微型丝杠大客户订单上量）、北特科技（汽零稳步增长、丝杠具备领先优势）、德业股份（新兴市场开拓先锋、户储爆发工商储蓄势）、斯菱股份（车后轴承市场稳定增长、打造谐波第二增长曲线）、麦格米特（多产品稳健增长、AI 电源未来潜力大）、科华数据（全面受益国内 AI 资本开支新周期、数据和数能双星驱动）、富临精工（高压实铁锂领先、机器人布局深厚）、湖南裕能（铁锂正极龙头强阿尔法、新品放量 and 价格见底盈利反转）、宏发股份（继电器恢复稳增长、高压直流持续稳增长）、锦浪科技（欧洲去库完成逆变器迎来拐点、新兴市场销售提升提供支撑）、祥鑫科技（汽零和结构件稳健、积极布局人形）、禾迈股份（微逆去库尾声重回高增长、储能产品开始导入）、华友钴业（锂电资源材料一体化布局、镍钴盈利能力超预期）、阿特斯（一体化组件头部企业、深耕海外大储进入收获期）、天奈科技（碳纳米管龙头、快充&硅碳&固态持续受益）、东方电缆（海缆壁垒高格局好，

海风项目开始启动)、伟创电气(变频伺服持续增长、大力布局人形机器人)、固德威(组串逆变器持续增长,储能电池和集成逐步恢复)、思源电气(电力设备国内出海双龙头、订单和盈利超预期)、三星医疗(海外配网和电表需求强劲、国内增长稳健)、国电南瑞(二次设备龙头、稳健增长可期)、鸣志电器(步进电机全球龙头、机器人空心杯电机潜力大)、天赐材料(电解液&六氟龙头、新型锂盐领先)、帝科股份(银浆龙头、银包铜银浆率先量产在即)、曼恩斯特(磨头龙头持续高增、多品类扩张布局固态和人形)、容百科技(高镍正极龙头、海外进展超预期)、日月股份(大铸件紧缺提价可期,盈利弹性大)、上能电气(逆变器地面地位稳固、大储 PCS 放量在即)、科士达(受益国内 AI 资本开支新周期、UPS 龙头)、盛弘股份(受益海外和国内 AI 资本开支、海外储能新客户拓展)、平高电气(特高压交直流龙头、估值低业绩持续超预期)、许继电气(一二次电力设备龙头、柔直弹性可期)、金风科技(风机毛利率恢复、风电运营稳健)、金盘科技(干变全球龙头、海外全面布局)、欣旺达(消费锂电盈利向好、动储锂电逐步上量)、中伟股份(三元前驱体龙头、镍锂金属布局可观)、明阳智能(海上风机龙头、风机毛利率修复弹性大)、隆基绿能(单晶硅片和组件全球龙头、BC 技术值得期待)、爱旭股份(ABC 电池组件龙头、25 年大幅放量)、晶澳科技(一体化组件龙头、盈利率先恢复)、通威股份(硅料龙头受益供给侧改革、电池和组件有望改善)、福莱特(光伏玻璃龙头成本优势显著、价格底部有望企稳反弹)、钧达股份(Topcon 电池龙头、扩产上量)、禾望电气(大传动优势明显、内部变革激发活力)、中国西电(一次设备综合龙头、受益特高压和管理改善)、晶科能源(一体化组件龙头、Topcon 明显领先)、天合光能(210 一体化组件龙头、户用分布式和渠道占比高)、聚和材料(银浆龙头、铜浆率先布局)、三一重能(成本优势明显、双海战略见成效)、福斯特(EVA 和 POE 胶膜龙头、感光干膜上量)、新宙邦(电解液&氟化工齐头并进)、星源材质(干法和湿法隔膜龙头、LG 等海外客户进展顺利)、当升科技(三元正极龙头、布局固态电池技术)、艾罗能源、恩捷股份、天顺风能、德方纳米、昱能科技、永兴材料、中矿资源、赣锋锂业、威迈斯、儒竞科技、派能科技、元力股份、大金重工、科士达、安科瑞、海兴电力、中熔电气、天齐锂业、日月股份、TCL 中环、振华新材、三一重能、弘元绿能、金风科技。建议关注:厦钨新能、英联股份、峰岬科技、震裕科技、凌云股份、宏工科技、英维克、明阳电气、多氟多、天际股份、东方电气、中信博、东威科技、宇邦新材、海力风电、新强联、通灵股份、快可电子、中科电气、美畅股份、铨升科技、信捷电气、大全能源、通合科技、帕瓦股份、金雷股份、禾川科技、嘉元科技、东方日升等。风险提示:投资增速下滑,政策不及市场预期,价格竞争超市场预期

(证券分析师:曾朵红 证券分析师:阮巧燕  
研究助理:许钧赫)

### 非银金融行业跟踪周报:险资预计持续增配红股

**投资要点** 非银行金融子行业近期表现:最近 5 个交易日(2025 年 06 月 09 日-2025 年 06 月 13 日)非银金融板块各子行业均跑赢沪深 300 指数。保险行业上涨 2.07%,多元金融行业上涨 1.45%,证券行业上涨 0.88%,非银金融整体上涨 1.28%,沪深 300 指数下跌 0.25%。 证券:交易量同比大幅提升;券商履行社会责任专项评价办法获修订。 1) 6 月交易量同比大幅提升。截至 6 月 13 日,6 月日均股基交易额 14783 亿元,较上年 6 月上涨 79.76%,较上月增长 7.58%。截至 6 月 12 日,两融余额 18213 亿元,同比提升 20.55%,较年初下降 2.32%。

截至6月13日,6月IPO发行3家,募集资金17.85亿元。2)中证协修订发布《证券公司履行社会责任专项评价办法》。此次修订主要内容包括:①将“服务绿色发展和‘双碳’目标”“服务创新发展”等两项指标并入证券公司做好金融“五篇大文章”专项评价。②结合行业实际和近几年评价情况,进一步优化评价指标和评价标准。例如新增“服务区域协调发展情况”“政府支持机构债券中标情况”两项指标,督促行业在服务乡村振兴战略、服务区域协调发展方面持续发挥资源优势和专业能力。3)06月13日证券行业(未包含东方财富)2025E平均PB估值1.2x。推荐全面受益于活跃资本市场政策的优质龙头,如中信证券、同花顺、东方财富等。 保险:寿险保费恢复增长,险资预计持续增配红利股。1)财政部发布《关于进一步贯彻落实新保险合同会计准则的通知》,明确非上市险企自2026年1月1日期执行新会计准则(I17和I9),确有困难需暂缓执行的保险公司,应当在6月30日前向财政部和金管总局提交书面材料说明原因。我们预计新准则执行将进一步推动险资对OCI股票的配置。2)金监总局披露4月保费情况,寿险保费持续复苏,财险业务增速稳健。1-4月人身险原保费20966亿元,同比+1.8%;4月单月人身险公司原保费规模达2879亿元,同比+11.6%。1-4月产险公司保费达6486亿元,同比+5.2%。4月单月产险公司保费达1331亿元,同比+5.5%,增速基本稳定。3)保险业经营具有显著顺周期特性,未来随着经济复苏,负债端和投资端都将显著改善。2025年06月13日保险板块估值0.58-0.96倍2025E P/EV,处于历史低位,行业维持“增持”评级。 多元金融:1)信托:截至2024年末,全行业信托资产规模29.56万亿元,同比增长23.58%。2024年信托行业利润总额为231亿元,同比降幅为45.5%。2)期货:证监会发布《期货市场程序化交易管理规定(试行)》,加强对期货市场程序化交易的全过程监管。5月全国期货市场成交量为6.79亿手,成交额为54.73万亿元,同比分别下降4.51%和1.55%。4月全国期货公司净利润7.82亿元,同比下滑5.08%,环比2025年3月下月44.60%。 行业排序及重点公司推荐:非银金融目前平均估值仍然较低,具有安全边际,攻守兼备。1)保险行业受益于经济复苏、利率上行。储蓄类产品销售占比大幅提升,负债端预计持续改善,长期仍看好健康险和养老险发展空间。2)证券行业转型有望带来新的业务增长点。受益于市场回暖、政策环境友好,券商经纪业务、投行业务、资本中介业务等均受益。行业推荐排序为保险>证券>其他多元金融,重点推荐新华保险、中国财险、中国人保、中国平安、中信证券、同花顺、九方智投控股等。 风险提示:1)宏观经济不及预期;2)政策趋紧抑制行业创新;3)市场竞争加剧风险。

(证券分析师:孙婷 研究助理:罗宇康)

#### 大炼化周报:长丝价格下跌,产销增加

n【国内外重点炼化项目价差跟踪】国内重点大炼化项目本周价差为2675元/吨,环比-48元/吨(环比-2%);国外重点大炼化项目本周价差为1063元/吨,环比-23元/吨(环比-2%)。 n【聚酯板块】本周POY/FDY/DTY行业均价分别为6979/7279/8200元/吨,环比分别-57/-21/+0元/吨,POY/FDY/DTY行业周均利润为96/30/44元/吨,环比分别+8/+31/+46元/吨,POY/FDY/DTY行业库存为16.5/21.6/28.4天,环比分别+2.7/+0.9/+1.1天,长丝开工率为89.1%,环比-0.6pct。下游方面,本周织机开工率为61.3%,环比-1.1pct,织造企业原料库存为11.0天,环比-0.2天,织造企业成品库存为25.1天,环比+0.9天。 n【炼油板块】国内成品油:本周汽油/柴油/航煤价格上涨。美国成品油:本周美国汽油价格下跌,柴油/航煤价格上涨。 n【化工板块】本周PX均

价为 832.1 美元/吨，环比-8.0 美元/吨，较原油价差为 356.4 美元/吨，环比-13.1 美元/吨，PX 开工率为 84.6%，环比+3.9pct。n n 【相关上市公司】民营大炼化&涤纶长丝：恒力石化、荣盛石化、恒逸石化、桐昆股份、新凤鸣。n 【风险提示】1) 项目实施进度不及预期；2) 宏观经济增速下滑，导致需求复苏弱于预期；3) 地缘风险演化导致原材料价格波动；4) 行业产能发生重大变化；5) 统计口径及计算误差。

(证券分析师：陈淑娴 研究助理：周少玟)

### 环保行业跟踪周报：海螺创业迎现金流拐点，固废板块提分红+供热 IDC 拓展提 ROE

投资要点 重点推荐：海螺创业，瀚蓝环境，绿色动力，永兴股份，光大环境，军信股份，粤海投资，美埃科技，宇通重工，景津装备，新奥能源，昆仑能源，三峰环境，兴蓉环境，洪城环境，中国水务，伟明环保，九丰能源，龙净环保，高能环境，蓝天燃气，新奥股份，赛恩斯，金科环境，英科再生，路德环境。 建议关注：联泰环保，旺能环境，绿色动力环保，北控水务集团，武汉控股，碧水源，重庆水务，凯美特气，仕净科技。 最新研究：海螺创业深度——资金&效率双强，现金流回正大增，资产价值重估。公司垃圾焚烧主业迎现金流拐点，水泥股权价值待重估。1) 垃圾焚烧主业：①盈利端：资金&效率&技术助力，小型化项目盈利可观。项目建造高峰已过，建造下滑影响基本出清，未来运营提质增效将主导业绩增长，②现金流：资本开支持续下降，自由现金流将于 2025 年迎来转正拐点，提分红潜力大。2) 权益资产：公司间接持有 17.8%的海螺水泥股权，海螺水泥业绩有望企稳，权益资产价值被低估，对标海螺水泥市值重估空间大。预计 25-27 年归母净利润 21.82/23.04/24.38 亿元，对应 7.1/6.7/6.3 倍 PE。(估值日期：2025/6/10) 行业观点：【垃圾焚烧】资本开支下降提分红验证，供热&IDC 等提质增效促 ROE 和估值双升！固废重点逻辑在于：一是资本开支下降，自由现金流大幅改善，分红提升！二是，行业成熟期提质增效！1) 自由现金流增厚提分红：行业步入成熟期，资本开支下降，板块自由现金流于 23 年转正，24 年持续增厚。政策要求推进垃圾处理计量收费，促商业模式 C 端理顺，改善现金流。提分红兑现：【军信股份】24 年现金派息 5.07 亿元（同比+37%），每股派息维持 0.9 元，分红比例 94.59%（同比+22.78pct），股息率 4.3%；【绿色动力】24 年现金派息 4.18 亿元（同比+100%），分红比例 71.45%（同比+38.23pct），远超分红承诺底线，24 年 A 股股息率 4.2%，港股股息率 7.3%；【瀚蓝环境】24 年分红预案拟派息 6.52 亿元（同比+67%），分红比例 39.20%（同比+11.83pct），股息率 3.3%；【永兴股份】24 年现金派息 5.40 亿元（同比+15%），分红比例 65.81%（同比+2.12pct），股息率 3.8%；【光大环境】24 年派息 14.13 亿港元（同比+5%），分红比例 41.84%（同比+11.33pct），24 年股息率 6.0%。测算分红潜力=(简易自由现金流-财务费用)/归母净利润。24 年板块分红比例 40%、稳态下分红潜力达 97%~120%；预计 26 年标的分红潜力达 50%~150%+。2) 降本增效提 ROE：成熟期资产不扩张，固废企业通过降本、供热、IDC 合作等方式提质增效，带来 ROE 提升！如绿色动力 25Q1 归母净利润同增 33%超预期，供热量同增 97%，25Q1 加权 ROE 同增 0.51pct 至 2.27%。垃圾焚烧+IDC 为行业拓展新趋势，垃圾发电优势在于：清洁高效、稳定性、经济性、分布近城市中心；三种模式：纯供能模式/供能+机柜租赁/供能+算力租赁模式下，2000 吨/日匹配 20MW 数据中心，盈利增量弹性为 26%/66%/817%，综合 ROE 由 12%提至 16%/15%/18%；合作潜力：满足区位（京津冀、长三角、粤港澳、长沙）和规模（1000 吨/日及以上）要求占总运营规模的比例：永兴

97%、军信 85%、旺能 51%、绿动 49%、伟明 46%、瀚蓝 45%（并购粤丰后）。【水务运营】业绩稳健增长+高分红，水价改革重塑成长与估值。2024 年剔除一次性收益影响后板块业绩稳健增长，经营性现金流上行，资本开支下行。广州提价落实、深圳跟进，有望带动新一轮水价改革。价格改革不仅是弹性、重塑成长+估值！水的重点在于水价制度对合理投入回报的保障，从而在成熟期获得类似全球范式的持续增长，如美国水业业绩 10 年复增 10%，伴随同样确定的红利增长。“从防御到可持续增长”带来估值提升空间 2~3 倍。重点推荐：【粤海投资】稀缺对港供水资产，能高频调价，历史年化涨幅 2%且现金流优质，剥离粤海置地盈利修复，预计对应 25 年股息率 6.7%，对应 25 年 PE9.7 倍。【兴蓉环境】掌握成都优质水务资产，项目投运+污水提价兑现，长期自由现金流增厚空间大，对应 25 年 PE 9.9 倍。【洪城环境】自来水盈利承压，具备调价基础有待推进，高分红兼具稳健增长，承诺 21-26 年 50%+分红，对应 25 年股息率 5.1%，PE 9.7 倍。建议关注：【联泰环保】国内污水处理领域的优秀民营企业之一，深耕长沙、汕头等区域市场，具备区域领先优势，2024 年信用减值损失/归母净利润为 -47%，受益于化债盈利修复弹性大。（估值日期：2025/5/26） 行业跟踪：1）环卫装备：2025M1-4 新能源渗透率同增 6.14pct 至 14.55%。25M1-4 环卫车销量 24542 辆（同比-0.2%），其中新能源 3570 辆（同比+73%），盈峰环境/宇通重工/福龙马新能源市占率分别为 34%/15%/8%。2）生物柴油：生柴价格持平，地沟油价格微涨，利润倒挂。2025/6/6-2025/6/12 生柴均价 7700 元/吨（周环比持平），地沟油均价 6213 元/吨（周环比+1.2%），考虑一个月库存周期测算单吨盈利 -139 元/吨（周环比+38.1%）。3）锂电回收：金属价格涨跌互现&折扣系数下滑，盈利略有改善。截至 2025/6/13，三元电池粉锂系数周环比下滑 2.5pct，锂/钴/镍系数分别为 72.5%/74.8%/74.8%。截至 2025/6/13，碳酸锂 6.07 万（周环比+0.8%），金属钴 23.50 万（周环比+0.9%），金属镍 12.19 万（周环比-1.3%）。根据模型测算单吨废料毛利 -0.63 万（周环比+0.020 万）。风险提示：政策推广不及预期，财政支出低于预期，行业竞争加剧。

（证券分析师：袁理 证券分析师：陈孜文）

#### 电子行业跟踪周报：甲骨文资本开支亮眼，关注二、三线 AI 厂商相关投资-算力周报

投资要点 甲骨文 25/26 财年资本开支亮眼，关注二、三线 AI 大厂相关投资 本周算力产业链相关公司股价持续强劲。全周行情来看，数通 PCB/CCL 板块中沪电股份+9%、广和科技+7.37%、生益电子+5.66%；服务器代工方面，工业富联+2.9%。对于算力需求，此前市场关注焦点仅在北美头部云服务厂商资本开支方面，但二线云服务厂商及其他 AI 相关厂商等长尾客户需求依然值得重视。如本周甲骨文发布 FY25Q4 财报，公司 25 财年资本支出超 210 亿美元，同增超 3 倍，指引新财年资本开支将超 250 亿美元。马斯克旗下 xAI 启动了 50 亿美元债务销售，这笔资金可能有助于马斯克继续大举投资 AI 基础设施。此外如本周黄仁勋在 GTC 巴黎演讲中提到的英国云服务商 Nebius 和 Nscale，Nebius 已启动了一项 10 亿美元的私人配售，Nscale 正在推进一项总额约 27 亿美元的融资计划。 甲骨文：26 财年资本开支 250 亿美元，数据中心建设持续增长。 甲骨文于 6 月 12 日发布 FY25Q4 财报，FY25Q4 营收为 159 亿美元，同比增长 11%，分析师预期 155.9 亿美元。其中云服务（IaaS 和 SaaS）收入 67 亿美元，同比增长 27%，云基础设施（IaaS）收入 30 亿美元，同比增长 52%，分析师预期 30.7 亿美元。2025 财年全年总收入 574 亿美元，同比增长

8%。公司在手订单 1380 亿美元，创历史新高。预计 2026 财年营收将超过 670 亿美元，云基础设施营收将增长超过 70%。资本开支方面，甲骨文正在稳步迈向不仅成为全球最大的云应用公司，同时也将成为全球最大的云基础设施公司之一，预计 2026 财年云基础设施营收预计将增长超过 70%，同时新财年资本支出将继续增至 250 亿美元，主要用于 AI 数据中心和 GPU 集群扩建。星际之门项目方面，公司通过与 OpenAI、软银合作布局美国 AI 基础设施市场，在分工协作上，软银负责财务板块，OpenAI 承担运营重任，甲骨文则凭借云计算与数据管理优势提供核心 AI 基础设施支持。

**AMD Advancing AI 2025:** 发布 MI350 对标英伟达 B200，预计 28 年 AI 芯片市场规模超 5000 亿美元。6 月 12 日，AMD 在美国加州圣何塞召开“Advancing AI 2025”大会，正式发布了新一代 Instinct MI350 系列 GPU 加速器，以及基于新产品的数据中心人工智能基础设施。同时，AMD 还披露了下一代 AI 加速器 MI400 的部分信息。此次发布的 MI350 系列拥有 MI350X 和 MI355X 两个版本，均基于了 AMD 最新的 CDNA4 架构，并加入了对 FP4、FP6 等低精度浮点数据格式的支持。新一代产品采用了台积电第二代 3 纳米制程工艺，晶体管数量增加至 1850 亿颗（上一代 MI300 系列共有 1460 亿至 1530 亿晶体管）。同时内存还集成了 288GB HBM3E，带宽提升到了每秒 8TB，均较上一代有大幅提升，直接对标英伟达的 B200，MI350 系列峰值 AI 算力性能达到 2.3PFLOPS，B200 则为 2.25PFLOPS。MI350 系列即将于今年三季度上市，并且将获得甲骨文（Oracle）、戴尔、Supermicro、HPE、思科等数十家厂商的采用。MI400 系列 GPU 加速器将采用台积电 2nm 制程，并集成 432GB 的 HBM4 内存，带宽达每秒 19.6TB，AI 算力性能相比 MI350 系列大幅提升 2 倍以上，直接对标英伟达的 Rubin GPU。此外在会议上，AMD CEO 苏姿丰将 2028 年全球 AI 处理器市场规模预测从达到 5000 亿美元上调至超过 5000 亿美元，并预测推理芯片的市场将增长的更快。

**英伟达 GTC Paris: AI 工厂+量子革命+机器人闭环，英伟达构建未来科技铁三角** 在英伟达 GTC 巴黎大会上，黄仁勋围绕人工智能、量子计算与机器人技术的交叉融合，勾勒出科技革命的三大支柱。他宣布将在欧洲启动“AI 工厂”计划，通过新建 20 家配备 10000 个 GPU 的数据中心，在两年内将欧洲 AI 算力提升 10 倍。这些“思维机器”不仅整合了 Grace Blackwell 芯片的强大算力，更通过 Omniverse 构建数字孪生体系，将产品设计、工厂运营等环节全面数字化。值得注意的是，英伟达与法国 Mistral AI 共建的 18000 GPU 云平台、与德国西门子合作的工业 AI 工厂，以及与 Nebius、Nscale 等企业的深度协作，正重塑欧洲的科技版图。在量子计算领域，黄仁勋预言行业迎来关键拐点，Grace Blackwell 200 芯片将搭载 CUDA-Q 软件工具包，推动量子算法堆栈的加速迭代。他提出量子比特数量将遵循“五年十倍、十年百倍”的增长规律，这种指数级跃迁将使量子系统在纠错能力、性能表现上实现质的突破。英伟达正与全球超级计算中心合作，推动 QPU 与 GPU 的协同架构，为下一代超级计算机植入量子处理单元，这种混合计算模式正催生新型科研范式。面向未来，黄仁勋将智能体 AI 视为机器人技术的终极形态。通过 Greg 机器人在数字孪生环境的训练演示，展现了从虚拟仿真到物理执行的完整闭环。宝马、奔驰等车企已在 Omniverse 构建工厂孪生体，而英伟达推出的 DGX Lepton 云平台，可实现跨云部署与模型训练的无缝衔接。这种技术演进正在重构产业生态——10 亿台潜在机器人的市场蓝图下，Thor 机器人计算机与 Halo 安全系统构成的三层架构，正将自动驾驶、工业机械臂等场景带入规模化落地阶段。

**产业链相关公司：** PCB/CCL: 沪电股份、

胜宏科技、生益电子、深南电路、景旺电子、广合科技、生益科技、南亚新材 服务器代工：工业富联、华勤技术 风险提示：供应链波动风险，下游需求不及预期，行业竞争加剧。

(证券分析师：陈海进 研究助理：解承堯)

### 医药生物行业跟踪周报：创新药 BD 推动及优秀临床数据，建议关注石药集团、千红制药等

**投资要点** 本周、年初至今 A 股医药指数涨幅分别为 1.2%、9.3%，相对沪深 300 的超额收益分别为 1.6%、11.1%；本周、年初至今 H 股生物科技指数涨跌幅分别为 11.6%、62%，相对于恒生科技指数跑赢 12.9%、44%；本周 A 股化药（+4.4%）、医疗服务（+1.4%）等股价明显上涨，中药（-0.4%）、生物制品（-0.7%）、医疗器械（-1.20%）等股价出现微小跌幅；本周 A 股涨幅居前易明医药（+52%）、昂立康（+48%）、海辰药业（+46%），跌幅居前龙津退（-41%）、河化股份（-18%）、人民同泰（-17%）；本周 H 股涨幅居前北海康成（+118%）、九源基因（+62%）、联康生物（+56%），跌幅居前同源康医药（-18%）、中生北控（-18%）、新锐医药（-14%）。本周板块表现特点：连续多周港股医药板块仍然表现更强。 R/RAML 存在未被满足临床需求，千红制药全球领先。AML 在中国的年发病率约 1.6~2.3/10 万，每年新发病人 2.4 万，其中 60 岁以上老年患者约 8000 人。目前治疗仍以化疗为主，但有 70% 左右获得缓解的患者最终复发并演变为难治性白血病，导致治疗失败而死亡。目前 R/RAML 治疗以维奈克拉+去甲基化药物为主，对特定基因型突变的患者可采用吉瑞替尼等靶向药物，但干预效果依然不理想，产生维奈克拉+阿扎胞苷耐药复发的患者 OS 仅为 2.3 个月。近日，千红制药的 CDK9 抑制剂 QHRD107 在 2025EHA 年会公布 II a 期数据，OS 大幅提升至 12.8 个月，具备 BIC 潜力。据医药经济报数据，2024 年全球血液恶性肿瘤治疗药物市场规模达 400 亿美元，艾伯维的维奈克拉 2024 销售额 25.83 亿美元，预计峰值达 60 亿美元。千红制药的 QHRD107 目前联用维奈克拉+阿扎胞苷，我们认为其上市后具备较大市场潜力。 K 药再创突破：获批成为 HNSCC 首个围手术期治疗药物；AI 赋能疫苗研发！新合生物 mRNA 个性化肿瘤新抗原疫苗 XH001 开启临床。6 月 12 日，FDA 官网显示，默沙东的帕博利珠单抗（K 药）获批新适应症，用于新辅助治疗（单药，2 个周期）和辅助治疗（先联合放疗±顺铂，3 个周期，后单药，12 个周期）肿瘤表达 PD-L1/CPS ≥ 1 的可切除的局部晚期头颈部鳞状细胞癌（HNSCC）。FDA 表示，这是 HNSCC 领域 6 年来的首个新药批准，也是首个获批用于围手术期治疗局部晚期 HNSCC 的药物。 下周医药板块有望持续走强？主要基于两个重要事件。事件 1：石药集团与阿斯利康达成 53 亿美金战略合作。石药同意为阿斯利康所选定的多个靶点发现具有多适应症疾病治疗潜力的临床前候选药物（「PCC」）。石药获得：1）1.1 亿美元预付款；2）最高 16.2 亿美元研发里程碑付款（达成特定研发节点后支付）；3）最高 36 亿美元销售里程碑付款（产品上市后按销售额触发）；4）个位数比例销售提成（基于产品全球年净销售额）。事件 2：国务院国常会优化药品、器械集采政策会议指出：1）要加强药品和耗材集采政策评估，总结经验、补齐短板，推动集采工作规范化制度化常态化开展。2）要更好促进“三医”协同发展和治理，支持医药企业提高创新能力。3）要加强对药品和耗材生产、流通、使用全链条质量监管，扎实推进仿制药质量和疗效一致性评价。利好创新药，建议关注石药集团、信达生物、三生制药、百济神州等。具体配置建议：看好的子行业排序分别为：创新药>CXO>中药>医疗器械>药店>医药商业等。具体标的选择思路：从成长性角度选股，主

要集中创新药领域，建议关注千红制药、舒泰神、石药集团、信达生物、百济神州、三生制药、恒瑞医药、泽璟制药、百利天恒、联邦制药、康方生物、科伦博泰、迪哲医药、海思科、科伦博泰等。从低估值角度选股，主要集中中药领域，建议关注天士力、佐力药业、东阿阿胶、昆药集团、华润三九、方盛制药等。从高股息角度选股：主要集中中药领域，建议关注江中药业、羚锐制药、云南白药、济川药业、葵花药业等。从左侧角度选股，主要集中在CXO、医疗器械，建议关注药明康德、联影医疗、迈瑞医疗等。风险提示：药品或耗材降价超预期；医保政策风险等；产品销售及研发进度不及预期。

（证券分析师：朱国广）

### 煤炭开采行业跟踪周报：港口库存仍处高位，煤价震荡运行

**行业近况** 本周（6月9日至6月13日）港口动力煤现货价环比持平，报收609元/吨。供给端，本周环渤海四港区日均调入量182.46万吨，环比上周增长7.81万吨，增幅4.47%。矿山产地煤矿正常供应，港口供给略有增长。需求端，本周环渤海四港区日均调出量189.41万吨，环比上周减少2.27万吨，降幅1.18%；日均锚地船舶共75艘，环比上周增长7艘，增幅10.11%。库存端，环渤海四港区库存端2868.8万吨，环比上周下降63.1万吨，降幅2.15%。港口本周日均调出量环比下降，库存绝对值减少，但绝对值仍处高位，煤价震荡运行。我们分析认为：煤炭价格目前主要受库存高位影响以及汛期水电稳增影响导致上涨动能有限，但伴随逐步进入迎峰度夏旺季期，煤价或有进一步触底上行可能。估值与建议：仍旧关注保险资金增量；保费收入维持正增长，且向头部保险集中。固收类资产荒依旧，叠加红利资产已经高位，所以关注权益配置变化，预期更青睐于资源股。核心推荐动力煤弹性标的。弹性依次产地自西向东标的，且低估值标的：昊华能源，建议关注广汇能源。风险提示：下游需求不及预期；保供力度强于预期，煤价大幅下跌。

（证券分析师：孟祥文 证券分析师：米宇）

### 原油周报：伊以冲突推动国际油价大幅上涨

**n【美国原油】** n1) 原油价格：本周Brent/WTI原油期货周均价分别69.5/67.9美元/桶，较上周分别+4.1/+4.5美元/桶。n2) 原油库存：美国原油总库存、商业原油库存、战略原油库存、库欣原油库存分别8.3/4.3/4.0/0.2亿桶，环比-341/-364/+24/-40万桶。n3) 原油产量：美国原油产量为1343万桶/天，环比+2万桶/天。美国活跃原油钻机本周439台，环比-3台。美国活跃压裂车队本周182部，环比-4部。n4) 原油需求：美国炼厂原油加工量为1723万桶/天，环比+23万桶/天；美国炼厂原油开工率为94.3%，环比+0.9pct。n5) 原油进出口量：美国原油进口量、出口量、净进口量为618/329/289万桶/天，环比-17/-62/+45万桶/天。**n【美国成品油】** n1) 成品油价格和价差：美国汽油、柴油、航煤周均价分别90/92/89美元/桶，环比+3.0/+4.9/-5.1美元/桶；与原油价差分别21/23/20美元/桶，环比-0.6/+1.3/-8.7美元/桶。n2) 成品油库存：美国汽油、柴油、航空煤油库存分别2.3/1.1/0.4亿桶，环比+150/+125/-26万桶。n3) 成品油产量：美国汽油、柴油、航空煤油产量分别972/490/202万桶/天，环比+68/-10/+14万桶/天。n4) 成品油需求：美国汽油、柴油、航空煤油消费量分别917/338/183万桶/天，环比+91/+23/+7万桶/天。n5) 成品油进出口：①美国汽油进口量、出口量、净出口量分别33/86/53万桶/天，环比+15/-8/-24万桶/天。②美国柴油进口量、出口量、净出口量分别10/145/134万桶/天，环比-6/+4/+10万桶/天。③美国航空煤油进口量、出口量、净出口量分别1/24/23万桶/天，环比-19/+5/+24万桶/天。**n【相关上市公司】**

推荐：中国海油/中国海洋石油（600938.SH/0883.HK）、中国石油/中国石油股份（601857.SH/0857.HK）、中国石化/中国石油化工股份（600028.SH/0386.HK）、中海油服（601808.SH）、海油工程（600583.SH）、海油发展（600968.SH）；建议关注：石化油服/中石化油服（600871.SH/1033.HK）、中油工程（600339.SH）、石化机械（000852.SZ）。  
 【风险提示】1）地缘政治因素对油价出现大幅度的干扰。2）宏观经济增速严重下滑，导致需求端严重不振。3）新能源加大替代传统石油需求的风险。4）OPEC+联盟修改石油供应计划的风险。5）美国解除对伊朗制裁，伊朗原油快速回归市场的风险。6）美国对页岩油生产环保、融资等政策调整的风险。7）全球2050净零排放政策调整的风险。

（证券分析师：陈淑娴 研究助理：周少玟）

### 基础化工周报：焦煤焦炭价格继续下滑

n【聚氨酯板块】本周纯MDI/聚合MDI/TDI行业均价为17570/15790/11558元/吨，环比分别-318/-285/-892元/吨，纯MDI/聚合MDI/TDI行业毛利分别为4334/3534/18元/吨，环比分别-329/-322/-902元/吨。  
 n【油煤气烯烃板块】①本周乙烷/丙烷/动力煤/石脑油均价分别为1387/4267/500/4140元/吨，环比分别+197/+9/-18/+111元/吨。②本周聚乙烯均价为7807元/吨，环比+17元/吨，乙烷裂解/CTO/石脑油裂解制聚乙烯理论利润分别为1091/1917/65元/吨，环比分别-181/+59/-97元/吨。③本周聚丙烯均价为7110元/吨，环比+10元/吨，PDH/CTO/石脑油裂解制聚丙烯理论利润分别为-119/1656/-15元/吨，环比分别-1/+57/-100元/吨。  
 n【煤化工板块】本周合成氨/尿素/DMF/醋酸行业均价为2348/1803/3965/2376元/吨，环比分别-1/-58/-60/-52元/吨，合成氨/尿素/DMF/醋酸行业毛利分别为462/137/-119/32元/吨，环比分别+16/-50/-43/-77元/吨。  
 nn【相关上市公司】化工白马：万华化学、宝丰能源、卫星化学、华鲁恒升。  
 n【风险提示】1）项目实施进度不及预期；2）宏观经济增速下滑，导致需求复苏弱于预期；3）地缘风险演化导致原材料价格波动；4）行业产能发生重大变化；5）统计口径及计算误差。

（证券分析师：陈淑娴 研究助理：周少玟）

### 机械设备行业跟踪周报：持续推荐工程机械油服设备业绩增长确定机会；关注机器人轻量化技术进步

1.推荐组合：北方华创、三一重工、中微公司、恒立液压、中集集团、拓荆科技、海天国际、柏楚电子、晶盛机电、杰瑞股份、浙江鼎力、杭叉集团、迈为股份、先导智能、长川科技、华测检测、安徽合力、精测电子、纽威股份、芯源微、绿的谐波、海天精工、杭可科技、伊之密、新莱应材、高测股份、纽威数控、华中数控。  
 2.投资要点：

【油服设备】中国对外投资快速增长，油服设备出口中东正当时  
 2020-2024年中国对沙特阿拉伯、伊拉克、阿联酋、科威特、卡塔尔、安哥拉（非洲）6国能源行业投资&建设项目累计达502.8亿美元，其中主要的油气项目为291.5亿美元，且呈逐年上升趋势，带动油服设备出口快速增长。油服设备行业具备标准要求高、申请周期长、需要行业&客户双重认证等特点，构筑深厚技术壁垒的同时也带来较好的竞争格局。近年来国内油服设备龙头杰瑞股份/纽威股份中东地区订单均实现爆发式增长，2024年杰瑞中东地区订单金额同比增长100%；纽威股份25Q1海外订单同比增长60%，其中中东&非洲订单占比高达44%，较24全年提升17pct。展望未来，中东油服市场规模为千亿美元级，其中油服设备市场至少为百亿美元级。中国油服设备公司目前在中东尚处于起步阶段，市场份额占比较低，具备高度成长性受行

业β（油价等）影响较小。【工程机械】5月挖机内销景气度有所下降但非挖&出口景气度持续恢复，看好板块低估值投资机会。2025年5月销售各类挖掘机18202台，同比增长2.12%。其中国内销量8392台，同比下降1.48%；出口量9810台，同比增长5.42%。国内来看，挖机景气度有所下降但非挖景气度已经开始向上，2025年4月，压路机/摊铺机/平地机销量分别为1713/200/756台，分别同比+36%/+52%/+22%，1-4月累计同比+30%/+38%/+20%。2025年1-4月，汽车起重机/履带起重机/随车起重机累计销量分别为7355/1021/9014台，分别同比-9%/+0%/-0%，相较于2024年及2025Q1持续改善。出口来看，2025年1-5月出口挖机销量同比增长8.2%，出口是国内主机厂主要利润来源，出口景气度修复对板块业绩具有较强支撑作用。由于近期国内挖机景气度波动，板块股价有所回调，当前板块已经到达估值低位建议重点关注。相关个股：三一重工、某全品类龙头、中联重科、柳工、山推股份、恒立液压。

【人形机器人】机器人轻量化大势所趋，镁合金&PEEK材料加速应用。通过轻量化减重，人形机器人可以实现更长的续航以及更高的运动动态响应速度。当前人形机器人主机厂普遍将“轻量化”作为迭代核心之一，通过自研高扭矩密度电机、拓扑优化结构、一体化伺服模组、碳纤维及复合材料等手段持续降低整机质量。目前机器人轻量化主要采用铝合金、镁合金（或铝镁合金）、碳纤维和高性能工程塑料PEEK等材料。

1）镁合金密度仅为铝合金的2/3，却在比强度、减震性、电磁屏蔽性和加工性能等方面展现出综合优势。过去镁合金高成本、成型工艺复杂性与耐蚀性三大问题制约其工业化落地，价格与工艺的同步改善助推镁合金渗透率提高。

2）PEEK具有机械特性好、阻燃性好、耐磨、耐腐蚀、耐水解性、耐热、耐剥离以及生物相容等一系列特点。PEEK比强度大，在满足强度要求的前提下，可以大幅度减小材料本身的自重，此外PEEK在绝缘性、耐化学性方面均优于普通金属。目前制约PEEK材料大规模使用的主要因素为成本较高，随着未来成本下行有望实现规模化应用。

投资建议：镁合金压铸领域建议关注【旭升集团】【宝武镁业】【星源卓镁】，PEEK材料领域建议关注【中研股份】【沃特股份】【新瀚新材】【中欣氟材】。

【叉车】AI驱动物流仓储业智能化、无人化加速转型，建议关注产业链领先标的。大型语言模型时代下，人工智能模型快速发展，为“AI+物流”的发展模式提供现实背景和技术支持，叉车为仓储物流业核心搬运设备，无人化和智能化持续推进。无人叉车产业链核心环节主要包括控制器供应商、车体供应商以及集成商：（1）控制器：无人叉车的“大脑”，集成了感知定位、智能决策和运动控制模块，具备SLAM、自然环境导航、环境感知及避障功能，能够实现视觉语义识别及操作、机器人及模型参数配置等功能。根据仙工智能招股书，2024年公司控制器毛利率高达81%。（2）车体供应商：由传统叉车厂与专注AGV/AMR的供应商组成，竞争较为激烈，毛利率大多处于15%-20%水平。（3）集成商：根据客户需求，提供定制化的全套解决方案。当前时点，科技、物流龙头企业与叉车制造商合作日益密切，建议关注（1）叉车龙头：【安徽合力】与华为、顺丰、京东集团均有战略合作协议，以智慧物流为核心开展全方位合作，【杭叉集团】组建了杭叉智能、杭奥智能、汉和智能三大业务群，形成涵盖了AGV、立式存储和软件集成系统在内的智能物流整体解决方案，【中力股份】先后投资成都睿芯行（智能视觉安全和定位）、浙江科钛（叉车无人驾驶及物流自动化解决方案）、深圳有光图像（VSLAM定位导航技术）等，技术储备领先。（2）领先集成商【昆船智能】【音飞储存】【兰剑智能】，（3）核心控制器供应商【仙工智能（拟上市）】

【锂电设备】减值风险充分释放，国内外扩产&固态电池产业化加速利好设备商 2023-2024 年锂电设备行业合计计提减值准备 57 亿元，包括信用减值 33 亿元、存货跌价准备约 24 亿元，后续随着下游恢复扩产，应收账款有望加速收回。国内重点关注宁德时代扩产，港股 IPO 募集 353 亿港元，约 90% 募集资金(276 亿港元)将用于匈牙利德布勒森工厂建设，该超级工厂规划总产能 72GWh，分两期建，一期项目已投入 7 亿欧元，规划产能为 34GWh，预计将于 2025 年投入生产；二期项目规划产能 38GWh，预计将于 2025 年开工建设，2027 年投入生产，达产后将配套宝马、奔驰等欧洲车企，服务欧洲市场；海外关注大众、塔塔等整车厂扩产。固态电池作为下一代电池技术主流方向，国内外新老玩家加速布局，比亚迪将在 2027 年左右启动全固态电池批量示范装车应用，2030 年后实现大规模上车，设备商有望优先受益。投资建议：重点推荐锂电设备龙头【先导智能】，绑定海外一线电池厂的后段设备龙头【杭可科技】；建议关注激光焊接龙头【联赢激光】，模组/PACK 龙头【先惠技术】。风险提示：下游固定资产投资不及市场预期；行业周期性波动风险；地缘政治及汇率风险。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意)

证券分析师：韦译捷 证券分析师：钱尧天)

**金融产品跟踪周报：权益 ETF 系列：调整空间相对有限，结构性行情持续涌现。**

投资要点 A 股市场行情概述：(2025.6.9-2025.6.13) 主要宽基指数涨跌幅：排名前三名的宽基指数分别为：创业板指 (0.22%)，万得微盘股日频等权指数 (-0.07%)，上证指数 (-0.25%)；排名后三名的宽基指数分别为：北证 50 (-3.11%)，科创 50 (-1.89%)，科创 100 (-1.43%)。风格指数涨跌幅：排名前三名的风格指数分别为：金融(风格.中信) (0.76%)，中盘价值 (0.54%)，周期(风格.中信) (0.43%)；排名后三名的风格指数分别为：消费(风格.中信) (-1.08%)，大盘成长 (-0.76%)，巨潮小盘 (-0.71%)。申万一级行业指数涨跌幅：排名前三名的申万一级行业指数分别为：有色金属 (3.79%)，石油石化 (3.50%)，农林牧渔 (1.62%)。排名后三名的申万一级行业指数分别为：食品饮料 (-4.37%)，家用电器 (-3.26%)，建筑材料 (-2.77%)。A 股市场行情展望：(2025.6.16-2025.6.20) 观点：调整空间相对有限，结构性行情持续涌现。万得全 A 指数，日度宏观模型仍然持续发出负向信号，代表模型预测后续大盘短期有小级别的调整可能。月频宏观模型，6 月份的分数为 0 分，代表 6 月份全月可能是个偏震荡偏强的走势。因此后续大盘指数可能会进入一段空间不大，但时间较长的震荡盘整期，中期级别上趋势仍然向好。结构上，医药（近期进攻性最强的方向之一）、红利（中长期较为明确的主线）、有色金属（外围动荡时贵金属有较好的表现）、军工（事件冲击不断）、新消费（泡泡玛特等持续火热）等发生轮动表现，市场成交额也相对健康。因此整体权益市场，我们判断结构性行情仍旧会不断涌现。后续市场可能会进入一段相对轻 Beta 重 Alpha 的阶段。鉴于今年港股整体 Beta 表现比 A 股更为优秀，因此同等风格比较时，港股可能是更优的选择。所以综合而言，本月后续行情我们保持相对乐观，大盘指数上后续大幅度调整的可能并不高，市场需要时间逐渐消化中东的事件冲击，具体行业结构上，多个板块均可能有轮动的表现。基金配置建议：根据我们上述行情研判，我们认为后续市场可能会呈现大盘指数持续震荡盘整的行情，但结构上仍然存在轮动性行情。因此从基金配置的角度，我们建议进行相对均衡型的 ETF 配置。风险提示：1) 模型基于历史数据测算，未来存在失效风险；2) 宏观经济不及预期；3)

发生重大预期外的宏观事件。

(证券分析师: 孙婷 证券分析师: 唐遥衍)

## 推荐个股及其他点评

### 易实精密(836221): 现金收购精冲工艺领域标的控制权, 完善金属成型工艺链布局

**投资要点** 公司拟收购无锡通亦和 51% 股权, 交易价格不超过 1.63 亿元。2025 年 6 月 13 日, 易实精密发布公告与通亦和精工科技(无锡)股份有限公司(以下简称“通亦和”)八位股东签订《股权收购意向协议》, 拟通过支付现金方式购买通亦和 51% 的股权, 以满足公司延链补链、完善产业结构的需要。本次交易标的价格不超过 1.63 亿元, 交易价款分三期支付, 三期款项分别为交易对价的 50%、20%、30%, 第一期款项将于标的股权登记完成后 10 个工作日内支付, 二/三期款项将结合业绩承诺兑现情况分期支付。本次交易为同一产业链不同生产工艺的公司收购, 有利于公司扩大工艺布局及业务范围, 提高核心技术竞争力与盈利能力。标的公司将纳入合并报表范围, 增强上市公司全年业绩弹性。本次收购完成后, 易实精密将成为通亦和控股股东, 通亦和将纳入上市公司合并报表范围。根据股权收购意向协议, 通亦和承诺 2025-2027 年实现扣非归母净利润分别 2800/3200/3600 万元, 三年平均值为 3200 万元, 51% 股权对应每年平均扣非归母净利润为 1632 万元, 占 2024 年易实精密归母净利润(5410 万元)的比例为 30.17%。业绩承诺期内, 若通亦和 2025-2027 年合计扣非净利润超过或等于 9600 万元, 则视同完成业绩承诺, 如未达到业绩承诺需按比例以现金方式向上市公司退还投资款。标的公司精冲工艺积累深厚, 有助于完善公司金属成型工艺链布局。1) 技术端: 易实精密现有技术路线以精密机加工和冲压(冲压折弯成形, 深拉伸, 高速冲)为主, 而通亦和在精冲工艺技术领域耕耘多年, 具备精冲模具设计制造以及精冲产品设计制造的综合制造能力。本次交易可完善易实精密在金属成型工艺链的布局, 为客户提供多样化的金属成型产品解决方案。2) 客户端: 标的公司与易实精密同属于汽车零部件行业, 主要下游客户均为汽车零部件一级/二级供应商, 双方发展方向和目标市场高度契合, 本次交易完成后双方可在客户端实现市场资源互补和双向赋能。3) 生产端: 标的公司通过其独特的二维/三维复合成型精冲工艺技术, 可部分替代传统机加工、铸造+机加工、锻造+机加工、粉末冶金+机加工等工艺, 大幅度提高生产效率。同时精冲产品尺寸精度更高、冲裁面更光洁、零件一致性更好, 可减少制造工序及人工成本, 有助于公司降本增效。盈利预测与投资评级: 并购利好有望增强公司技术竞争实力并增厚公司利润规模, 我们上调 2025~2027 年归母净利润为 0.67/0.91/1.09 亿元(前值为 0.64/0.76/0.96 亿元), 对应最新 PE 为 30.34/22.45/18.72x, 维持“买入”评级。风险提示: 1) 技术迭代不及预期; 2) 并购进展不及预期; 3) 市场竞争加剧。

(证券分析师: 朱洁羽 证券分析师: 易申申)

证券分析师: 余慧勇 研究助理: 薛路熹 研究助理: 武阿兰)

### 欢乐家(300997): 供应链稳步进阶, 产品渠道多元并进

**投资要点** 引言: 欢乐家以水果罐头起家, 2014 年进军椰子汁领域, 目前椰子汁饮料收入占比过半, 24 年受原料成本波动拖累业绩短期承压, 但 Q4 环比改善、新品迭代(减糖罐头、椰子水衍生品)已释放经营积极信号, 我们认为: 公司行业层面受益于水果罐头集中度提升与椰饮扩容红利, 且业务延展过程中竞争优势依旧, 新总裁上任后经

营思路良性调整——产品端锚定渠道需求定制研发（如减糖罐头）、渠道端强化区域网点质量、费用端收缩低效促销转向品牌心智建设，期待后续调整成效逐步显现。

**水果罐头：**行业规模趋稳，集中度仍低。

1) 行业：水果罐头市场规模从 2017 年的 115.7 亿元降至 2021 年的 81.8 亿元，受益于居家囤货需求，2022 年市场规模增长至 94.97 亿元，预计未来五年个位数增长。

2) 竞争格局：2024 年行业 CR5 仅 22.2%，头部企业掌握先进工艺，规模优势明显，且经过多年深耕细作建立起覆盖面广、渗透力强的销售网络，未来在创新推动、品质取胜竞争趋势下，有望进一步获取市场份额。

**椰饮：**市场规模广阔，龙头差异化竞争。

1) 椰子水：2024 年市场规模近 90 亿元，未来以 20%+速度稳步增长，目前海外品牌占据主要市场，其中 Vita Coco 市占率约 40%，伴随海南椰子产业链逐渐完善，中国本土品牌存在国产替代机会。

2) 椰子汁：预计 2024 年市场规模超过 200 亿元，未来两年以 15%+增长，目前行业集中度较高，2022 年 CR3 在 40%+，椰树集团市占约为 30%。

3) 厚椰乳：2021 年以来以瑞幸生椰拿铁为代表的椰子类现饮制品的迅速走红引爆椰浆加工市场，预计 2024 年市场规模接近 80 亿元，菲诺于 2021 年推出厚椰乳占据先发优势，目前市占率接近 30%，未来伴随 BC 两侧发力，有望逐步渗透餐饮等渠道。

**经营战略：**持续巩固基本盘，第二曲线培育新动能。

1) 产品布局：2024 年水果罐头/椰子汁收入占比约 34%、52%，25 年针对水果罐头加快健康化、性价比、轻量化/休闲化产品研发，椰子+系列精耕传统渠道，聚焦 100% 椰子水的同时开发周边衍生产品。

2) 渠道建设：公司采取“扁平化”和“下沉式”渠道管理模式，24 年开始更侧重网点质量建设、推进区域渠道精耕，同时积极与头部专营门店建立合作，零食量贩渠道全年规模突破 1 亿元，期待公司未来在传统渠道基础上，加快多元化渠道覆盖，带来增量补充。

3) 供应链管理：公司构建“国内四大水果主产区+东南亚谋划建厂”的垂直整合网络，依托订单农业与就近建厂模式，对冲原料价格波动；叠加自动化产线升级与冷链物流体系，实现从原料采购到终端配送的闭环。

**盈利预测与投资评级：**我们预计 2025~2027 年营收为 18.6、19.7、21.4 亿元，同比+0.4%、6%、8.6%，归母净利润为 1.5、1.7、1.9 亿元，分别同比+2.7%、10.4%、11.4%，当前市值对应 PE 为 48、43、39 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

**风险提示：**原材料波动风险、业务拓展不及预期、食安问题。

（证券分析师：苏钺 研究助理：于思淼）

### 良信股份（002706）：“两智一新”稳增长，AIDC 创新机

**投资要点** 深耕低压电器 20 余载，转型智能配电解决方案提供商。公司成立于 1999 年，是我国低压电器领域的领军企业之一。低压电器下游覆盖广泛，地产作为主要其主要应用下游当前处于下行周期，公司居安思危，22 年提出“两智一新”战略进行发展转型，成立 4 大 BU 协同作战，从单一设备制造商向智能配电解决方案提供商转型。24 年受地产下游疲弱+市场&研发高投入影响，营收&利润同比-8%/-39%，随着 AIDC 需求放量+地产降幅收窄，我们预计公司 24-27 年营收 CAGR 有望达到 20-30%。

**成长性：**风储高速增长，AIDC 直流化+国产替代创造新机遇。

1) 新能源领域，我们预计 24 年新能源下游收入占比约 45-50%，其中光伏、储能和风电收入占比较高。公司新能源领域持续发力，不断提升市场份额，展望 25 年，储能和风电装机需求有望维持高增，光伏维持高位，公司新能源下游收入有望实现 20-30% 增长。

2) 数字能源领域，我们预计 24 年数字能源下游收入占比约 10-15%，AI 的快速发展拉动 AIDC 基础设施的建设需求，国内市场公司与华为、中兴等头部解决方案厂商合作多年，未来有望在 AIDC 国产

化替代的需求中提高低压电器&开关柜份额，海外公司凭借完善的直流产品储备、优异的性能以及性价比，积极推进与维谛技术产品合作，为 HVDC 配套直流低压电器产品，我们测算到 27 年数据中心市场有望为公司带来近 20 亿的收入空间，成长空间广阔。基本盘：基建投资稳健复苏，地产需求降幅收窄。1) 基础建设领域，我们预计 24 年基建下游收入占比约 15%，轨交、市政等建设需求有望实现弱复苏，随着用户逐渐重视对能源利用效率的管理，公司智能配电柜具有可观可测可控等功能，针对医院、高校、石油冶金等客户，提供软件+硬件的系统解决方案，有望成为下游客户对配电产品的主流需求。25 年我们预计基础设施下游收入有望实现 20-30% 的稳健增长。2) 地产领域，24 年我们预计公司智能楼宇下游收入占比约 10-20%，地产收入敞口逐渐下降，公司市场战略向商业地产、酒店等下游调整，住宅聚焦央企地产公司；通过提高智能家居产品的推广力度，在传统领域寻找新的发展机遇，展望 25 年我们预计智能楼宇板块收入降幅有望继续收窄。盈利预测与投资评级：公司是国内低压电器的领军企业，布局“两智一新”实现转型发展，海盐工厂投运提高公司生产经营效率，前瞻布局 AIDC 领域，数据中心直流化趋势明确，公司直流产品序列齐全，携手华为、维谛技术等头部系统解决方案公司推进低压电器国产化替代，打开公司远期成长空间。我们预计公司 25-27 年归母净利润分别为 4.59/6.02/8.07 亿元，同比+47%/31%/34%，现价对应 PE 分别为 20/16/12 倍，给予公司 25 年 25x PE，对应目标价 10.2 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：数据中心机架规模扩张不及预期、新能源发电及储能装机量不及预期、上游原材料价格大幅波动等。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：谢哲栋  
证券分析师：司鑫尧)

#### 联影医疗 (688271)：发布新一期股权激励，彰显长期增长信心

**投资要点** 事件：公司近期发布 2025 年限制性股票激励计划(草案)，拟向 1368 名公司高级管理人员、核心技术人员、中层管理人员等以 95 元/股授予 500 万限制性股票。新一轮股权激励计划颁布，绑定公司核心高管。本激励计划首次授予的激励对象共计 1,368 人，约占公司截至 2024 年 12 月 31 日员工总数 8,173 人的 16.74%。首次授予的激励对象包括：公司高级管理人员、核心技术人员、中层管理人员及董事会认为需要激励的其他人员。截至本激励计划草案公告日，公司实施的《2023 年限制性股票激励计划》《2024 年限制性股票激励计划》尚处于有效期内，公司《2023 年限制性股票激励计划》《2024 年限制性股票激励计划》在有效期内的股票数量为 662.19 万股，加上本次拟授予的限制性股票数量 500.00 万股，公司全部在有效期内的股权激励计划所涉及的标的股票总数合计为 1,162.19 万股，约占本激励计划草案公告时公司股本总额的 1.41%。授予价格为 95 元/股。预计本次授予的权益费用总额为 2.04 亿元，2025-2028 年分别摊销 5733/8730/4476/1479 万元。考核目标彰显公司长期稳健增长信心。本激励计划首次授予的限制性股票考核年度为 2025-2027 年三个会计年度，每个会计年度考核一次，以公司 2024 年的营业收入为基数，对各考核年度的营业收入定比 2024 年度营业收入增长率进行考核，根据营业收入的每年对应的完成情况核算公司层面归属比例。2025-2027 年收入增长目标值分别为 20%/20%/20%，触发值分别为 16%/16%/16%。2025Q1 业绩迎来拐点，看好今年逐季恢复。2025Q1 单季度实现收入 24.78 亿元(同比+5.42%)，归母净利润 3.70 亿元(同比+1.87%)，25Q1 实现销售毛利率 49.94%，销售净利率 14.75%，环

比 24Q4 分别提升 3.2pct、-2.69pct，同比 24Q1 分别提升 0.37pct、-0.65pct。盈利预测与投资评级：考虑到行业稳步复苏，我们维持 2025-2027 年公司归母净利润预期为 15.87/21.39/26.54 亿元，对应当前市值的 PE 分别为 67/50/40 倍，考虑到公司产品壁垒高，竞争力强，国内行业有望复苏，维持“买入”评级。风险提示：地缘政治风险，新产品市场推广或不及预期的风险等。

（证券分析师：朱国广）

### 古茗（01364.HK）：大众现制茶饮龙头，供应链赋能扩店推新

**投资要点** 古茗是中国大众现制茶饮龙头。古茗 2010 年成立于浙江台州，2025 年 2 月在港交所上市，门店主要销售果茶、奶茶及咖啡等现制饮品。2024 年公司收入为 87.91 亿元，同比+14.5%，其中向加盟商销售商品及设备/加盟管理服务分别占比 80%/20%。截至 2024 年底，全国门店数达 9914 家，2024 年公司 GMV 达 224 亿元。以 2023 年 GMV 和门店数计，古茗是中国第一大大众现制茶饮品牌和全价格带下第二大现制茶饮品牌。现制茶饮继续增长，头部品牌份额提升。

1) 现制茶饮规模持续扩张，大众和下沉市场增速领先。根据灼识咨询，2023 年中国现制茶饮/现制咖啡 GMV 分别为 2585/1721 亿元，预计 2024-2028 年 CAGR 分别为 16.4%/18.5%。分价格带看，2023-2028 年大众市场现制茶饮零售额 CAGR 为 20.8%，增速领先；分城市线级看，下沉市场增速领先。2) 现制茶饮集中度提升，古茗领跑中价市场。茶饮咖啡加盟模式驱动跑马圈地，行业老大已达数万家体量；下沉市场蜜雪冰城主导，中端市场瑞幸、古茗暂领先。在大众价格带市场，2023 年古茗 GMV 市场份额达 17.7%，排名第 1，二线及以下城市门店数占比为 78.8%，高于同价格带其他品牌。经营策略差异化，区域加密&高效上新卡位下沉市场。1) 开店端：区域加密策略建立品牌心智，加盟体系助力抢占下沉市场。公司扩店遵循地域加密策略，以加盟模式深耕下沉市场，严格筛选在店管理加盟商，单店投入规模较小，同店表现良好，2023 年加盟单店经营利润率 20.2%。未来继续门店加密扩张。2) 产品端：持续研发上线新品，优化拓展产品矩阵。古茗产品定价 10~18 元，2024Q1-3 果茶/奶茶/咖啡机其他出杯量占比 41%/47%/12%。公司推广咖啡机增加咖啡品类，预计咖啡占比 10%，投资 1 年回本。研发平台高效推新，抓住流行趋势，产品矩阵提高黏性和复购率。3) 运营端：自建供应链构筑壁垒，数字化运营提高效率。自建供应链支持门店经营扩张，公司建立合作种植基地，自建工厂加工食材，仓储物流系统可向 97% 门店提供两日一配的冷链配送，数字化赋能门店和公司管理，规模效应凸显。4) 用户端：持续运营会员体系，营销助力品牌升级。截至 2024 年底，古茗共有 1.51 亿会员，通过各种会员活动提高会员黏性，2023 年平均季度复购率达 53%。古茗开展精准营销活动，与热点联动驱动销量增长。盈利预测与投资评级：古茗作为国内大众现制茶饮龙头，区域加密扩张+产品上新+自建供应链形成差异化竞争壁垒，随着公司门店网络持续扩张、同店表现改善，公司有望抢占市场份额。我们预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 20.0/23.6/27.2 亿元，对应 PE 为 27/23/20 倍。考虑到古茗竞争地位和成长性领先行业，作为“新消费”标的具有一定的估值溢价，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：品牌价值和形象受损，市场竞争加剧，门店扩张不及预期等。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：石琦瑄

研究助理：王琳婧）

**晶晨股份（688099）：全球布局的音视频 SoC 龙头，多元布局开拓成长空间**

**投资要点** 全球布局、国内领先的音视频 SoC 领先企业。公司成立于 2003 年，主营业务为多媒体智能终端 SoC 芯片的研发、设计与销售，芯片产品主要应用于智能机顶盒、智能电视和 AI 音视频系统终端等科技前沿领域。公司拥有丰富的 SoC 全流程设计经验，在稳固国内市场领军地位的同时，积极布局全球市场。目前公司海外收入占总营收 90% 以上，业务已覆盖中国大陆、北美、欧洲、拉丁美洲、亚太、非洲等全球主要经济区域，在全球范围内积累了优质稳定的客户群。音视频 SoC 国内基本盘稳定，海外市场加速发力。（1）智能机顶盒芯片：公司为国内智能机顶盒芯片龙头厂商。公司基于新一代 ARM V9 架构和自主研发边缘 AI 能力的 6nm 商用芯片流片成功，并已获得首批商用订单；8K 芯片在国内运营商的首次商用批量招标中斩获 100% 的份额。（2）智能电视芯片：与全球主流电视生态系统深度合作，产品已导入 TCL、创维、海信等知名厂商，受益于下游终端产品出海，海外份额有望持续增长。（3）AI 音视频芯片：广泛应用于智能家居等众多消费类电子领域，产品已通过 Google 的 EDLA 企业级生态认证，未来芯片的应用领域还将进一步扩充。Wi-Fi 芯片发展迅速，汽车电子芯片开启新增长。（1）Wi-Fi 芯片：公司 Wi-Fi 芯片发展迅速，W 系列全年销量首次突破 1000 万颗，达到近 1400 万颗。W 系列自 2020 年上市以来，累计销量超过 3000 万颗。三模组合新产品（Wi-Fi 6 + BT 5.4 + 802.15.4）进展顺利，将驱动公司 Wi-Fi 业务步入快速增长通道。（2）汽车电子芯片：汽车电子芯片已进入宝马、林肯、Jeep、沃尔沃等知名车企，并成功量产、商用。部分产品已通过车规认证，将带来更多客户群体和新的增量。盈利预测与投资建议：我们认为，随着 1）SoC 行业逐步迎来上行周期，2）行业龙头规模化效应显现，3）下游应用领域快速发展，当前可比公司 2025-2027 年平均 PE 估值达到 61/44/33 倍。考虑到公司多媒体智能终端芯片业务未来仍有增长潜力，且 Wi-Fi 芯片和汽车电子芯片有望打开第二成长空间，我们预计公司将在 2025-2027 年实现营业收入 73.1/88.32/103.91 亿元，归母净利润为 10.6/14.1/18.3 亿元，对应 PE 倍数分别为 26/20/15 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：市场需求不及预期风险，市场竞争加剧风险，因技术升级导致的产品迭代风险，汇率波动风险。

（证券分析师：陈海进 研究助理：李雅文）

## 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>