

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-06-04

宏观策略

2025 年 06 月 04 日

宏观深度报告 20250603：复盘 200 年，贸易战何去何从？

通过复盘自 1800 年至今 200 余年的全球贸易历史，以及结合近期东部沿海省份“造船厂-船东-船公司-货代及外贸公司-实体制造业”外贸产业链调研反馈，我们的研究表明：首先，复盘全球贸易历史看，汇率、非关税壁垒可能取代关税成为更加关键的“贸易交锋”工具。其次，国内多数外贸企业认为由于在根本矛盾上的冲突，中美贸易谈判过程未来或将“一波三折”，企业可能需要持续控制对美出口风险敞口。再次，如果加征关税无法实现美方贸易竞争的主要目的，那么参考过去 200 年全球贸易历史特别是 1970s-1990s 美日德贸易竞争阶段的美方举措，未来美国政府可能在非关税壁垒、汇率等方面发起更多挑战。最后，在控制对美出口风险敞口的过程中，拓展非美出口、“出口转内销”、“出海”等关键手段仍待企业端摸索落地方式，年内外贸前景仍面临高度不确定性。

宏观深度报告 20250602：人民币汇率：会否升破 7.1？

短期来看，人民币中间价或逐步下移至 7.17-7.18 区间

宏观量化经济指数周报 20250602：基数走高，5 月出口增速或有所放缓
国债买卖重启仍需综合研判形势

海外周报 20250602：特朗普对等关税能否延续？

核心观点：特朗普对欧洲额外加征 50% 关税延期一度提振市场情绪，本周美债利率大幅回落，10 年期美债利率降升至 4.402%，美股上涨，黄金收跌 2.03%。本周公布 4 月美国商品贸易数据显示进口环比大幅走弱，特朗普关税政策带来的“抢进口”或开始放缓；同时 FOMC 纪要显示美联储对降息依旧保持谨慎态度。政治方面，虽然特朗普援引 IEEPA 征收对等关税的行为遭美国国际贸易法院（CIT）驳回，但未来特朗普仍可通过 122 条款和 338 条款等贸易法案内容对其他贸易伙伴大范围加征关税，因此本次 CIT 的裁决并不意味着未来全球贸易局势的缓和，短期内特朗普的关税政策走向依旧面临较大的不确定性。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。

固收金工

固收深度报告 20250603：结构化融资再观察：城投 ABS 市场回顾与前瞻（政策篇）

发展历程及政策回顾：1）对于城投平台发行 ABS，通常要求其基础资产必须具备真实、合法、权属清晰、可产生稳定现金流等特点，禁止将不具备上述条件的资产进行证券化。在当前地方政府债务监管趋严、传统融资渠道收窄的形势下，城投平台面临着前所未有的融资挑战。而 ABS 凭借其盘活存量资产、创新融资模式的优势，通过将基础设施收费权、商业物业租金等稳定未来现金流进行证券化，助力平台不仅能够缓解短期资金压力、改善流动性，还能优化资产负债结构，提升资金使用效率。然而，监管政策持续调整、市场环境复杂多变，城投 ABS 市场也面临着多方面的

晨会编辑 朱国广

执业证书：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

考验，如底层资产合规性、现金流稳定性以及投资者认可度等。2）城投ABS市场的发展历程主要基于政策导向，其演进脉络可大致分为三个阶段：探索起步阶段（2005-2013年）、转型扩容阶段（2014-2017年）、收缩调整阶段（2018-2020年）以及转型升级阶段（2021年至今）。风险提示：政策超预期调整；市场超预期波动；数据和信息披露不足。

固收周报 20250602：周观：交易主线缺位，债市难逃脱震荡行情（2025年第21期）

本周债券市场主要受消息面影响，包括外部关税政策的反复，以及内部存款利率下调后的存款“搬家”和债基赎回，这一现象变相说明当前债券市场缺乏明确的交易主线。就货币政策来说，5月初“双降”刚落地，下一次降息至少需要等到三季度末，我们判断或在8-9月；就基本面数据来说，由于关税政策的不确定性，出口和制造业投资都会存在脉冲式的特征，无法依靠线性外推。例如，5月PMI数据显示新出口订单有回升现象，但后续情况如何未可知。在这样的背景下，我们建议谨慎进行波段交易，10Y国债活跃券收益率上行至1.7%时，进行配置布局。

固收周报 20250601：建议转债配置维持稳健

国内权益方面端午节前交投相对冷淡，上周热点方向化工、可控核聚变、新消费、新重组接连退潮，带动市场情绪承压。转债方面等权指数弱于加权指数，弱于双低指数，风格上大盘较优，高价较优，前者来源于银行转债的估值修复，后者我们考虑一方面伴随银行标的价格抬升，低价风格失去支撑，另一方面由于现在权益主线不明，题材切换轮转加速，转债相对的题材标的稀缺性以及可炒作性反而让高价标的受到市场青睐。策略上一方面建议积极布局业务不确定性小，同时可支配现金充裕，对股权投资、收并购表态积极的中低价标的，另一方面在尚未发行标的中不乏优质的泛科技增量标的，包括但不限于茂莱光学、可川科技、神宇股份、美力科技等，继续建议投资人择时于切换低位抢筹配售。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。

固收点评 20250531：绿色债券周度数据跟踪（20250526-20250530）

本周（20250526-20250530）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券17只，合计发行规模约220.06亿元，较上周增加125.46亿元。绿色债券周成交额合计612亿元，较上周增加62亿元。

固收点评 20250531：二级资本债周度数据跟踪（20250526-20250530）

本周（20250526-20250530）银行间市场及交易所市场无新发行二级资本债。二级资本债周成交量合计约1748亿元，较上周减少197亿元。

行业

推荐个股及其他点评

先导智能（300450）：看好国内龙头扩产重启&海外整车厂入局，龙头设备商充分受益

先导智能作为全球领先的锂电设备制造商，深度受益于全球汽车电动化趋势：公司凭借其在锂电设备领域的深厚技术积累和广泛的客户资源，有望充分受益于国内外电池厂商的扩产需求。2019-2021年为锂电行业扩产高峰，尽管2022-2024年行业扩产有所放缓，但随着全球汽车电动化趋势的加速，以及储能电池需求增长，先导智能的下游订单需求有望显著改

善。从国内市场来看，宁德时代、比亚迪等头部电池厂商持续扩产，为先导智能提供了稳定的订单来源。在海外市场，欧洲和美国的电池厂也在加速布局，如 ACC、ABF 等新兴电池企业，以及大众等整车厂纷纷加大在欧洲和北美的产能建设，但受宏观经济影响欧美厂商扩产进度有所放缓。在新兴市场，东南亚新兴玩家有望接力海外锂电扩产浪潮。 盈利预测：看好国内动力电池龙头扩产提振对锂电设备需求，我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 10.57/17.02/22.28 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 41/19/15 倍。考虑到公司估值水平及成长性，维持“买入”评级。风险提示：下游扩产不及预期，新业务拓展不及预期

水星家纺（603365）：家纺迎新机遇，看好龙头份额进一步提升

盈利预测与投资评级：在睡眠经济+悦己消费+内容平台共振带动下，国内家纺行业迎来新的发展机遇，其中记忆枕品类作为典型代表已经爆发市场潜力，我们认为这也可能表明国内家纺市场存在较大的扩容空间。水星家纺作为行业头部公司持续深耕家纺主业，今年以来在研发、营销同步发力，结合性价比优势，有望进一步提升市场份额。结合前文针对记忆枕市场规模的测算，我们预计 2025-2027 年水星家纺记忆枕销售额有望从 1.14 亿元大幅提升至 6.44 亿元。我们将 2025/2026 年公司归母净利润预测值从 3.86/4.26 亿元分别上调至 3.99/4.48 亿元，增加 2027 年预测值 4.97 亿元，对应 2025-2027 年 PE 分别为 12/11/10X，维持“买入”评级。 风险提示：国内记忆枕市场空间及水星家纺记忆枕销售规模测算偏差，宏观经济波动，市场竞争加剧等风险。

瀚蓝环境（600323）：大固废整合佼佼者，并购粤丰正式完成，协同增效空间大

事件：2025 年 6 月 2 日，公司发布公告粤丰环保从香港联交所退市。大固废整合佼佼者，并购跨越发展+协同增效，促估值&ROE 双升。1）并购协同带来跨越式成长：公司数次跨越式发展均是通过战略并购而实现，参照创冠整合，此次并购粤丰协同增效空间大！2）内生增长超预期：25Q1 公司收入 26.01 亿元（+4%），归母 4.20 亿元（+10%），具备内生增长潜力。25Q1 吨发 397 度（+5%），吨上网 349 度（+6%），供汽量 48.23 万吨（+59%）。3）现金流分红大增：化债持续推进，24 全年解决存量应收 24 亿元，超出原 20 亿元计划规模，25 年公司争取收回存量应收不少于 20 亿元。垃圾焚烧及污水处理有望推进居民端收费，商业模式 C 端理顺。公司资本开支持续下降，自由现金流增厚。24 年公司每股派息同比+67%，承诺 24-26 年每股派息同比增长不低于 10%。 盈利预测与投资评级：公司凭借优秀整合能力实现跨越发展，并购成长+协同增效促估值&ROE 双升。我们维持 2025-2027 年归母净利润预测 18.60、21.17、22.14 亿元，对应 PE 为 11/10/9 倍，维持“买入”评级。 风险提示：应收回款不及预期，资本开支超预期上行，政策风险等。

迈为股份（300751）：拟发行可转债募资近 20 亿元，设备龙头加码钙钛矿叠层

投资钙钛矿叠层项目，苏州&宣城两地布局：此次募投项目钙钛矿叠层太阳能电池装备产业化项目总投资 21.38 亿元，拟发行可转债募资 19.7 亿元。项目实施主体为迈为股份及其全资子公司宣城迈为智能装备制造有限公司，建设地点分别位于苏州和宣城，其中迈为股份主要建设内容为钙钛矿叠层太阳能电池设备的研发、生产，宣城迈为主要建设内容为设备核心部件加工及表面处理。项目建设周期为 3 年，项目建成达产后可实现

年产钙钛矿叠层太阳能电池制造设备 20 套，年收入 40 亿元（不含税），年净利润 6 亿元。钙钛矿叠层技术发展加速，多玩家布局：近年来钙钛矿及钙钛矿叠层电池潜力显现，产业投资需求活跃。纤纳光电、协鑫光电、极电光能等初创企业加快建设钙钛矿组件量产线，预计于 2025 年投产。隆基、通威、晶科、正泰、天合、华晟、阿特斯等晶硅电池头部企业均已投入钙钛矿晶硅叠层电池研发，逐步由实验线向小试、中试线迈进。2024 年以来中国石油、中国中核、明阳智能、宁德时代、比亚迪和京东方等多家行业龙头企业跨界布局钙钛矿，正在加速启动中试线及更高规模的产线建设。HJT 与钙钛矿技术更相融，迈为已具备钙叠层电池设备整线交付能力：由于异质结电池制备采用低温工艺，与钙钛矿电池的低温制备工艺更加适配，且异质结电池表面为 TCO 层，在制备叠层钙钛矿电池时可以直接叠加，工艺路线更加相融。基于在异质结电池制造设备研发生产中积累和掌握的真空镀膜等相关技术，在钙钛矿叠层电池研发方面迈为已自主开发适用于量产的钙钛矿空穴传输层、钙钛矿涂膜及结晶、钙钛矿表面钝化、钙钛矿电子传输层、真空蒸镀、ALD、低温低损伤磁控溅射等一系列工艺及相关设备，实现了钙钛矿-晶硅叠层电池的整线自动化贯通，具备钙钛矿-晶硅叠层电池整线交付能力。

理想汽车-W (02015.HK)：2025 年一季报点评：毛利率好于预期，纯电+AI 节奏明确

盈利预测与投资评级：由于公司车型结构性调整，我们下调公司 2025~2027 年营业收入预期分别为 1436/2233/2362 亿元（原值为 1729/2366/2751 亿元），同比分别-0.6%/+55.5%/+5.8%；由于公司 AI 投入持续加大，下调 2025~2027 年归母净利润预期为 82/137/154 亿元（原值为 103/153/175 亿元），分别同比+1.6%/+67.4%/12.8%；对应 2025~2027 年 EPS 为 3.8/6.4/7.2 元，对应 PE 为 27/16/14 倍，考虑到公司智能辅助驾驶持续领跑，产品矩阵不断完善，维持公司“买入”评级。风险提示：行业价格战持续演绎；高阶智能辅助驾驶发展节奏低于预期。

科达利 (002850)：结构件龙头护城河深厚，赋能机器人崛起正当时

盈利预测：我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 18.8/23.2/27.9 亿元，同比+28%/+24%/+20%，分别对应 PE 为 16/13/11 倍。考虑公司作为结构件龙头，盈利能力稳定，且新增布局谐波减速器打造第二成长曲线，我们给予 2025 年 25 倍 PE，对应目标价 172 元，维持“买入”评级。风险提示：项目投产进度不及预期，同行业竞争加剧，海外政策变化。

捷昌驱动 (603583)：线性驱动领军企业，携手灵巧智能进军机器人赛道

公司成立于 2000 年，专注于线性驱动系统的研发、生产及销售，是行业标准的引领者。公司主要产品分为线性驱动部件和系统两类，主要由推杆、升降立柱、配套的控制器等组成，下游市场覆盖智慧办公、医疗康护、智能家居、工业自动化等多行业，为客户提供驱动及智能控制解决方案。公司较早布局国际市场，先后在马来西亚、美国等多个国家建设生产基地和销售中心，2024 年公司海外营收 25.35 亿元，占总营收约 69%，成为公司重要的业绩来源。16-24 年，公司营收规模由 5.06 亿元增长至 36.52 亿元，CAGR 约 28%，多下游拓展+国际化驱动公司业绩保持高速增长。线性驱动产品发源于欧洲，在欧美应用较为广泛，国内市场起步较晚。公司产品主要覆盖多个下游行业：1）智慧办公领域，公司通过 ODM 形式绑定 The Human、AMQ SOLUTIONS LLC、HNI Corporation 等北美头部智能办公桌客户，依托海外产能实现海外市场的快速发展。我们预计 24-

27 年公司智慧办公下游营收 CAGR 约 10-15%。2) 医疗康护领域, 公司定制化系统解决方案切入大型客户, 行业成长空间大, 公司加大导入力度, 我们预计 24-27 年公司医疗康护下游营收 CAGR 约 30-35%。3) 智能家居&工业+汽车领域, 公司收购欧洲 LEG 100%股权切入欧美高端家居市场, 打开公司智能家居市场的增长空间。公司积极拓展线性驱动器在其他行业市场, 在光伏、光热跟踪装置、工程机械、自动化设备牵引推拉控制等领域推出解决方案, 实现多行业的产品布局。人形机器人未来十年产业趋势确立, 25-30 年出货量有望迎来爆发。公司布局人形机器人线性执行器、空心杯电机等产品, 研发高性价比线性执行器模组, 具备丝杠+电机+控制器+传感器自研自制能力, 目前已推出样品并在测试和完善阶段; 公司与灵巧智能成立合资公司布局人形机器人灵巧手产业链, 24 年 11 月灵巧智能推出 Dexhand 量产灵巧手, 公司有望通过合资公司为灵巧智能配套空心杯电机等零部件, 并逐步拓展其他机器人客户, 发展成为重要的第二增长曲线。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 3.92/4.97/6.40 亿元, 同比+39%/27%/29%, 现价对应 PE 分别为 37/29/23 倍。首次覆盖给予“买入”评级。风险提示: 关税波动超预期, 宏观经济下行, 机器人业务不及预期等。

宏观策略

宏观深度报告 20250603：复盘 200 年，贸易战何去何从？

通过复盘自 1800 年至今 200 余年的全球贸易历史，以及结合近期东部沿海省份“造船厂-船东-船公司-货代及外贸公司-实体经济”外贸产业链调研反馈，我们的研究表明：首先，复盘全球贸易历史看，汇率、非关税壁垒可能取代关税成为更加关键的“贸易交锋”工具。其次，国内多数外贸企业认为由于在根本矛盾上的冲突，中美贸易谈判过程未来或将“一波三折”，企业可能需要持续控制对美出口风险敞口。再次，如果加征关税无法实现美方贸易竞争的主要目的，那么参考过去 200 年全球贸易历史特别是 1970s-1990s 美日德贸易竞争阶段的美方举措，未来美国政府可能在非关税壁垒、汇率等方面发起更多挑战。最后，在控制对美出口风险敞口的过程中，拓展非美出口、“出口转内销”、“出海”等关键手段仍待企业端摸索落地方式，年内外贸前景仍面临高度不确定性。

一、汇率、非关税壁垒可能取代关税成为更加关键的“贸易交锋”工具

自 18 世纪至今，“自由贸易”的发展历史仅有短短 50 年，自二战结束至今，即使在全球贸易自由化的趋势下，出于保护本国工业、控制贸易赤字等目的，部分国家在特定时期仍采取了一些保护主义措施。从“贸易交锋”的主要工具看，在两次世界大战前，操纵汇率并不是“金本位制”下应对国际贸易竞争的有效方法，此时关税这项传统工具广受采用，例如自 1896 年至 1899 年短短数年间，美国“平均有效关税”便提高了接近 9 个百分点。然而，布雷顿森林体系崩溃后，在信用货币体系下，全球主要货币的汇率波动明显放大，操纵汇率开始成为一项参与国际贸易竞争的重要武器。此外，伴随全球贸易融合程度的提高，受转口贸易等因素影响，仅凭提高关税恐怕很难赢得国际贸易竞争的胜利，因此自愿出口限制、贸易协定等非关税壁垒也变得更加重要。

二、从根本矛盾看，中美贸易谈判未来或将“一波三折”

在高昂的商品贸易赤字等影响下，美国国际投资净缺口的增速长期高于 GDP 增速，2024 年“国际投资净缺口/GDP”已达 88%，最快将于 2025 年触及 100%。考虑到“国际投资净收支”可被近似视为美国经济的“净负债”，因此美国“国际投资净缺口/GDP”的近年趋势是明显不可持续的，美国政府可能在未来较长一段时期内保持对我国出口的高压态势。

三、如果贸易摩擦加剧，美国政府还有可能出台哪些政策？

1. 贸易政策方面：除关税外，美国可能会提高非关税壁垒。例如 1970 年至 1993 年，美国在与日本、德国竞争全球出口市场份额时期大肆采用自愿出口限制、协商扩大外国服务业开放等贸易保护措施。

2. 财政政策方面：削减联邦财政赤字可能相当困难。类似 1980s，近年美国再度出现经常账户赤字与财政赤字同时走高的“双赤字”情形。若对联邦赤字不加控制，联邦债务水平、付息压力近年均有可能触及历史最高水平。但从联邦赤字的主要来源看，2025 财年社会安全、医疗保健、存量国债付息支出（合计增长 0.30 万亿美元）完全“吞噬”了联邦财政收入的增长（合计增长 0.24 万亿美元），而前三者短期压降难度颇大。

3. 货币政策方面：美元汇率有可能受干预更多。自 2013 年至 2024 年，美国商品贸易盈余占 GDP 的比例波动并不明显（基本维持在 3.8%-4.6%），但同期美国净国际投资头寸占 GDP 的比例由 31.7%大幅增长至 88.3%，“存量资产的估值变动”对国际投资净缺口的“贡献”可能愈加明显。从对策看，考虑到全球资产的回报率很难由美国政府直接干预，因此干预美元汇率可能是更直接的选择。

四、国内企业如何降低对美出

口风险敞口？ 1. 拓展非美出口或需灵活调整国内产能、适应欧洲独特的贸易保护措施——官僚主义。未来欧洲等区域的进口需求可能是国内企业拓展非美出口时需要重点关注的方向，但由于欧洲与美国的商品进口结构存在一定差异，因此部分国内企业或需调整国内产能，以更好地满足非美市场需求。 2. “出口转内销”的关键在于账期。与国际贸易相比，境内商品贸易在回款账期、供应链占款等方面存在较多不同。2025年2月，总书记在民营企业座谈会上强调要着力解决拖欠民营企业账款问题，未来国内关于账期管理的政策环境或将愈加友好。 3. “出海”的核心在于成本尤其是人力成本。从海外经验看，工业就业与人均GDP往往呈现出驼峰形走势，即在工业化早期，就业从农业转向工业；伴随居民生活水平的提高，就业从工业转向服务业，工业所需要的本土人力被海外廉价劳动力所替代。考虑到，未来即使在工业机器人、具身智能等领域国内取得重大科技突破，其技术应用可能也会首先应用于医疗、半导体等附加值相对更高的产业，恐难在短期内惠及纺服等传统产业的成本管控，因此相关企业或有必要长期稳步推动“出海”进程。 风险提示：（1）本文测算的关税、汇率、进出口规模等数据涉及多个经济体，时间跨度较长，或存在数据不准确、不完全可比等情形。（2）对美国财政尤其是控制联邦财政赤字的潜在方法分析可能不够准确。（3）对中国企业“出海”面临的机遇与挑战可能分析不够全面。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：刘子博 证券分析师：张佳炜）

宏观深度报告 20250602：人民币汇率：会否升破 7.1？

核心观点：人民币汇率应防范“中间价调升→即期汇价跟涨→升值预期强化→结汇资金推涨”的正反馈风险。由于美元指数持续走弱，人民币金融资产配置需求升温，人民币汇率在5月跌破7.20之后渐渐形成“一致性升值预期”，此时更加需要中间价保持“有收有放”的风格，既平缓中间价的升值引导幅度，稳定预期和跨境资金流动，也渐进打开USDCNY向下的空间。短期来看，人民币中间价或逐步下移至7.17-7.18区间，引导人民币对美元即期汇率在7.15-7.22区间内双向波动。外汇市场正形成“一致性升值预期”：从外汇期权市场的风险指标来看，资金看涨人民币的押注不断抬升，进入5月份美元兑人民币汇率隐含波动率持续走低，度量价外看涨期权和价外看跌期权隐含波动率之差的指标即是风险逆转因子，风险逆转因子持续走低，显示市场资金在押注USDCNH汇价下跌，资金正在押注人民币汇率“补涨”。“恐慌式结汇”的风险有多大？若出口企业对美元指数继续走弱和人民币升值的一致性预期继续增强，人民币汇率升至“待结汇盘”成本价附近，或将诱发“待结汇盘”的集中兑换需求，形成2024年三季度因美元指数大幅下跌引起的恐慌式结汇浪潮，或2025年5月中国台湾地区新台币“套息交易”逆转的风险。以2022年1月份作为起点，截至2025年4月末，规模达到3,583亿美元“待结汇盘”平均持仓成本大约为7.06，从当前7.19左右的人民币汇率来看，考虑利差收益的“待结汇盘”尚有大约1.90%浮盈，这部分浮盈成为人民币汇率继续升值的“敏感区”。通过我们对5月份中间价的行为分析来看，外汇管理或延续“底线思维”并做好预期管理，维持人民币汇率波动基本稳定。 跨境资金风险 I：尽管“待结汇盘”规模扩张，但结汇需求开始回升，随着4月份以来美元指数下跌，出口企业结汇诉求回升，2025年1-4月银行代客结售汇逆差回落至400亿美元以内，其中1-4月货物贸易结汇顺差达到878.09亿美元，其中4月份单月结汇顺差就高达316.33亿美元，单月主动结汇率也快速回升至50.97%，居民等

部门“囤积”的美元存款规模也开始下降。 跨境资金风险Ⅱ：外资“减债买股”。2025年以来，证券投资科目正在成为稳定人民币汇率的增量，由于美元指数下跌和美元资产风险敞口缩减，外资增持人民币金融资产的需求在2月份以来逐步扩张，2月中下旬至4月18日外资以买人民币债券为主，4月19日以后开始“减持债券、增配股票”，对人民币金融资产的配置需求升温，4月下旬至5月份风险偏好持续回升，但是参考港元汇率5月份以来的走势，也从跨境资金层面警示在外汇市场波动率较高的时期，跨境资金的“快进快出”或增大宏观审慎管理的难度。4月份前期“增债”、后期“减债增股”的行为持续性还有待观测，人民币汇率继续保持更低波动，有利于增强金融资产的稳定性。 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确定性；（2）中国的宽松政策效应迟滞，人民币资产预期回报率低于市场预期；（3）非美经济体货币汇率异动，亚系货币继续面临 Carry Trade 逆转风险和日本央行加息风险的冲击。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：王洋）

宏观量化经济指数周报 20250602：基数走高，5月出口增速或有所放缓

观点 周度 ECI 指数：从周度数据来看，截至 2025 年 6 月 1 日，本周 ECI 供给指数为 50.20%，较上周回落 0.03 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%，较上周环比持平；ECI 消费指数为 49.77%，较上周回升 0.03 个百分点；ECI 出口指数为 50.20%，较上周环比持平。 月度 ECI 指数：从 5 月整月的高频数据来看，ECI 供给指数为 50.23%，较 4 月回落 0.12 个百分点；ECI 需求指数为 49.93%，较 4 月回升 0.01 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 49.97%，较 4 月回升 0.03 个百分点；ECI 消费指数为 49.75%，较 4 月回升 0.03 个百分点；ECI 出口指数为 50.20%，较 4 月回落 0.06 个百分点。从 ECI 指数来看，5 月份在关税对经济的扰动逐步缓解后，供需两端均较 4 月份出现一定回暖，但 5 月制造业 PMI 指数处于收缩区间也反映出经济修复的整体动能偏弱。消费方面，在“五一”假期的促销活动和“以旧换新”的支撑下，5 月乘用车零售延续修复态势，环比和同比均出现不同程度改善。服务消费方面，根据央视新闻的相关报道，今年端午假期全国出游人群规模预计同比增长 6%，而假期前两日票房录得 3.55 亿元，较去年同期回升 33.0%；出口方面，中美贸易关系的缓和使得我国对美出口明显反弹，但从监测港口累计完成货物吞吐量等高频数据来看，由于前期“抢出口”和“抢转口”等因素影响，5 月出口环比 4 月并未出现明显改善，而 5 月 PMI 新订单指数也仍处于收缩区间，随着去年同期基数的走高，5 月出口增速或有所放缓。 ELI 指数：截至 2025 年 6 月 1 日，本周 ELI 指数为 -0.88%，较上周回升 0.01 个百分点。重启国债买卖或仍需综合研判。2025 年 5 月份，人民银行开展了包括“降准”在内的多种货币政策操作：（1）长期流动性方面，“降准”0.5 个百分点，投放约 1 万亿元长期流动性；（2）中期流动性方面，加量操作 5000 亿元 MLF，5 月份净投放 3750 亿元，为连续 3 个月加量续作；（3）短中期流动性方面，5 月份开展 7000 亿元买断式逆回购操作，其中 3 个月期 4000 亿元和 6 个月期 3000 亿元，5 月份买断式逆回购净回笼 2000 亿；（4）短期流动性方面，以 7 天期逆回购操作平熨流动性波动，全月合计净回笼 152 亿元逆回购操作。由于“降准”和 MLF 加量投放，买断式逆回购适度缩量，合计来看，5 月份加量投放的中长期流动性仍超万亿，而作为流动性补充的“国债买卖”，在 1 月份暂

停之后，5月份仍未开启。在2025年一季度货币政策执行报告中，央行曾表示“将继续从宏观审慎的角度观察、评估债市运行情况，关注国债收益率的变化，视市场供求状况择机恢复操作”，我们认为，重启国债买卖的时点还需要根据债券市场供需和收益率曲线形态来综合研判，一方面若国债发行量较大，流动性冲击产生了“加息”效应，为配合扩张性财政的效应更好发挥，确保政策效应达到预期，此时启动国债买卖可以达到调节市场流动性、稳定收益率的目的；另一方面若收益率曲线形态基本稳定，国债买卖不会“挤出”投资者的配置需求，不会加剧收益率的单边下行，或可以考虑重启国债买卖进一步稳定市场预期。进入6月份，“降准降息”的政策效应仍处于观察期，且财政政策仍在积极推进政府债融资，预计货币政策仍以买断式逆回购、MLF和7天期逆回购以及PSL等结构性政策工具为主调节流动性供需，国债买卖重启仍需综合研判形势。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 20250602：特朗普对等关税能否延续？

核心观点：特朗普对欧洲额外加征50%关税延期一度提振市场情绪，本周美债利率大幅回落，10年期美债利率降至4.402%，美股上涨，黄金收跌2.03%。本周公布4月美国商品贸易数据显示进口环比大幅走弱，特朗普关税政策带来的“抢进口”或开始放缓；同时FOMC纪要显示美联储对降息依旧保持谨慎态度。政治方面，虽然特朗普援引IEEPA征收对等关税的行为遭美国国际贸易法院（CIT）驳回，但未来特朗普仍可通过122条款和338条款等贸易法案内容对其他贸易伙伴大范围加征关税，因此本次CIT的裁决并不意味着未来全球贸易局势的缓和，短期内特朗普的关税政策走向依旧面临较大的不确定性。

大类资产：特朗普对等关税征收依据遭贸易法院驳回，美股美债利率上涨，黄金大跌。本周一美股美债因阵亡将士纪念日休市，全周市场受贸易局势改善整体上行。首先是上周日（5月25日）特朗普宣布同意欧盟请求并将对欧盟额外征收的50%关税延期至7月9日；随后美国国际贸易法院裁定特朗普引用《国际紧急经济权利法》（IEEPA）征收对等关税的行为超出法律授权范围并要求其撤回相关指示，不过特朗普随后立刻上诉巡回法院，对等关税暂时得以继续征收。整体来看，全周（5月27日至30日）10年期美债利率降11.06bps至4.402%，2年期美债利率降9.36bps至3.897%，美元指数升0.22%至99.33；标普500、纳斯达克指数分别收涨1.88%、2.01%；现货黄金价格在避险情绪降温的影响下回落至3289美元/盎司，全周收跌2.03%。

海外经济：商品进口大幅走弱，“抢进口”效应或开始逐步放缓。调查方面，美国5月咨商会消费者信心指数录得98，预期85.7，前值86；现况指数录得135.9，前值131.1，预期指数录得72.8，前值55.4。通胀方面，美国4月核心PCE物价指数同比+2.5%，符合预期，前值由+2.6%上修至+2.7%；核心PCE物价指数环比+0.1%，持平预期，前值由0%上修至+0.1%；个人支出环比+0.2%，持平预期，前值+0.7%。贸易方面，美国4月商品进口环比-19.8%，创历史最大月度跌幅，商品贸易逆差缩窄至876亿美元，远低于市场预期的1430亿美元，前值1620亿美元。商品进口大幅缩水或表明此前由特朗普关税政策带来的“抢进口”行为正在逐步放缓。货币政策方面，5月8日公布的5月美联储FOMC纪要显示，与会者一致认为鉴于当前经济增长和劳动力依旧稳健，且当前货币政策的限制性依旧适度，美联储完全有能力等待通

胀和经济活动前景更加明朗再采取行动。此外几乎全部（Almost all）与会者认为通胀可能比预期持久。FOMC 纪要内容表明在当前经济形势与关税政策高度不确定性的情况下，美联储依旧倾向于对降息保持谨慎态度。增长方面，截至 5 月 30 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 5 月 30 日，纽约联储 Nowcast 模型对 25Q2 美国 GDP 预测值为+2.42%。海外政治：对等关税法律依据遭挑战，但未来贸易局势依旧面临较大的不确定性。美东时间 5 月 28 日，美国国际贸易法院（United States Court of International Trade, CIT）做出裁决，禁止特朗普于 4 月 2 日“解放日”对全球征收对等关税的行政命令。具体来看，法院认为特朗普援引《国际紧急经济权利法》（IEEPA）征收对等关税的行为超出了法律本身的授权范围：一方面，美国长期处于贸易赤字状态，因此特朗普以贸易逆差为由并不符合 IEEPA 条款中“异常且特殊的威胁（unusual and extraordinary threat）”的启用条件；另一方面，美国宪法规定国会拥有征收关税的权利，而特朗普在全球范围内大规模征收关税并完全绕开国会授权的行为从一定程度上违反了宪法中对立法和行政的权利范围划分。随后特朗普对该判决结果迅速上诉，巡回法院受理后发布了暂缓执行令（即允许特朗普暂时继续征收对等关税），并要求原告（CIT）于 6 月 5 日，被告（特朗普政府）于 6 月 9 日前进一步提供材料以决定是否对 CIT 的判决结果进行长期暂缓直至巡回法院对特朗普政府上诉 CIT 一案做出裁决。向前看，虽然本次 CIT 的判决结果为特朗普发布对等关税以来遇到的最大法律阻碍，但未来对等关税的威胁依旧存在。一方面，即使最终特朗普上诉至最高法院遭驳回后，其仍可能以其他现存的贸易法案加征关税。在我们此前的报告中提到，《1974 年美国贸易法之 122 条款》与《1930 年关税法之 338 条款》均旨在应对外国商品对美进行的非公平贸易行为，如若法院最终禁止特朗普援引 IEEPA 征收对等关税，特朗普或考虑启用 122 条款和 338 条款（详见报告《关税“迷雾”的背后：特朗普关税工具如何落地？》）。另一方面，在对等关税遇到法律争议后，特朗普或重启对重点贸易伙伴的 301 调查并加快相应的贸易协定谈判。因此整体来看，美国国际贸易法院的裁决并不意味着未来全球贸易局势的缓和，短期内特朗普的关税政策走向依旧面临较大的不确定性。风险提示：特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：张佳炜 证券分析师：韦祎 研究助理：王茁）

固收金工

固收深度报告 20250603：结构化融资再观察：城投 ABS 市场回顾与前瞻（政策篇）

观点 发展历程及政策回顾：1) 对于城投平台发行 ABS，通常要求其基础资产必须具备真实、合法、权属清晰、可产生稳定现金流等特点，禁止将不具备上述条件的资产进行证券化。在当前地方政府债务监管趋严、传统融资渠道收窄的形势下，城投平台面临着前所未有的融资挑战。而 ABS 凭借其盘活存量资产、创新融资模式的优势，通过将基础设施收费权、商业物业租金等稳定未来现金流进行证券化，助力平台不仅能够缓解短期资金压力、改善流动性，还能优化资产负债结构，提升资金使用效率。然而，监管政策持续调整、市场环境复杂多变，城投 ABS 市场也面临着多方面的考验，如底层资产合规性、现金流稳定

性以及投资者认可度等。2) 城投 ABS 市场的发展历程主要基于政策导向, 其演进脉络可大致分为三个阶段: 探索起步阶段 (2005-2013 年)、转型扩容阶段 (2014-2017 年)、收缩调整阶段 (2018-2020 年) 以及转型升级阶段 (2021 年至今)。探索起步阶段 (2005-2013 年): 在此阶段, 城投平台参与资产支持证券业务仍处于萌芽阶段, 整体市场规模较小, 城投 ABS 的总发行规模不足百亿元, 远低于同期城投标债的发行规模, 且产品类型和底层资产均相对单一。部分地方城投企业通过与银行、信托等金融机构合作, 尝试以应收账款、基础设施收费权等作为底层资产参与早期项目, 为后续企业 ABS 业务积累了实务经验。而且, 由于投资者对城投 ABS 的信用风险仍存疑虑, 导致其市场接受度较低, 发行时票面利率较高。尽管发行数量有限、交易结构简单, 但该阶段为城投平台熟悉资产证券化工具、摸索融资可能性、完善资产经营机制提供了有效助力, 也为企业 ABS 放开后的快速发展打下了认知基础、打开了初阶市场。转型扩容阶段 (2014-2017 年): 在此阶段, 城投平台 ABS 进入制度化、规范化的发展轨道, 市场规模得到快速增长, 市场化程度亦显著提升。同时, 城投 ABS 涉及的底层基础资产类型逐步多元化, 涵盖基础设施收费权、物业租金、应收账款等, 城投平台参与范畴不断拓宽。此外, 备案制的推行大幅提高了发行效率, 而公私合作 (PPP) 项目融入 ABS 框架后有效激活存量资产, 进一步增强市场流动性。城投 ABS 市场整体逐步向着多元化、规范化和市场化的发展格局迈进, 为城投平台在盘活存量资产的同时新增融资提供了有力支撑。收缩调整阶段 (2018-2020 年): 在这一阶段, 监管机构加强对地方政府隐性债务的管控, 城投平台 ABS 的发行受到严格限制。一方面, 城投平台在 ABS 的发行中被明确要求剥离政府融资功能, 需向市场化运营转型; 另一方面, 监管要求城投 ABS 的基础资产需以经营性现金流为主 (如收费权、物业资产等), 减少对政府补贴或财政担保的依赖, 相应的尽职调查和信息披露要求显著提高。这一政策方向上的转向促使部分城投平台通过优化资产结构、提升经营效率来加快适应市场化要求, 但多数平台在短期内完成转型的压力较大。因此, 受地方债务风险防范政策影响, 能够发行 ABS 产品的城投主体在结构上发生一定的变化, 即规模较小、资质一般的城投平台逐渐退出该市场, 掌握核心资产、运营能力优秀的优质城投平台逐渐主导发行。转型升级阶段 (2021 年至今): 在这一阶段, 城投平台逐渐实现了从政策性融资转向市场化融资的转型升级, 城投 ABS 不再依赖政府信用, 而是通过真实资产和市场化收益实现融资。从产品结构上来看, 政策不断推动 ABS 与 REITs、企业债、公司债等融资工具相结合, 形成多层次融资体系, 鼓励创新产品设计, 优化风险收益匹配, 同时仍持续强化对投资者的风险披露要求, 推动市场良性健康发展。风险提示: 政策超预期调整; 市场超预期波动; 数据和信息披露不足。

(证券分析师: 李勇 证券分析师: 徐津晶)

固收周报 20250602: 周观: 交易主线缺位, 债市难逃脱震荡行情 (2025 年第 21 期)

观点 关税政策反复, 半年末时点临近, 如何看到当前债券的配置价值? A: 本周 (2025.5.26-2025.5.30), 10 年期国债活跃券于 5 月 28 日切换, 考虑到连贯性, 我们在此仍然以 250004.IB 作为 10 年期国债活跃券来描述走势情况。10 年期国债活跃券收益率从上周五的 1.689% 上行 1.2bp 至 1.701%。周度复盘: 周一 (5.26), 特朗普早盘称将从 6 月 1 日起对进口自欧盟的商品征收 50% 关税, 10 年期国债收益率震荡下行。随后欧盟紧急与特朗普磋商, 延期至 7 月 6 日, 加之 250011.IB

将上市，或成为新的活跃券，原活跃券的估值需要加上流动性溢价，两者影响叠加令原 10 年期国债活跃券收益率上行，全天 10 年期国债活跃券收益率上行 0.1bp。周二（5.27），临近二季度末，需要为季报披露进行准备，银行作为配置债券的主要投资者，存在卖出 OCI 账户中的老券兑现浮盈的诉求，在没有增量利好且收益率接近政策利率的情况下，债券市场对利空消息反应更加明显，全天 10 年期国债活跃券收益率上行 0.75bp。周三（5.28），伴随着存款利率下调的“副作用”持续发酵，由于存款利率下降，出现银行存款下降和赎回债基的情况，全天 10Y 国债活跃券收益率上行 0.75bp。周四（5.29），早盘市场受美国贸易法庭裁定特朗普全球关税无效，特朗普将对此提出上诉影响，10 年期国债活跃券收益率上行。但由于关税政策反复变化，午后债券收益率又转而下行，全天 10Y 国债活跃券收益率上行 0.5bp。周五（5.30），美国上诉法院批准暂缓执行贸易法院命令，特朗普关税行动仍然有效。受此影响避险情绪发酵。同时，在《大漂亮法案》中的第 899 条税收条款，拟对“歧视性”国家大幅提高外国投资税率，最高可达法定税率基础上的 20 个百分点，贸易战或升级为资本战。全天 10Y 国债活跃券收益率下行 0.9bp。

周度思考：本周债券市场主要受消息面影响，包括外部关税政策的反复，以及内部存款利率下调后的存款“搬家”和债基赎回，这一现象变相说明当前债券市场缺乏明确的交易主线。就货币政策来说，5 月初“双降”刚落地，下一次降息至少需要等到三季度末，我们判断或在 8-9 月；就基本面数据来说，由于关税政策的不确定性，出口和制造业投资都会存在脉冲式的特征，无法依靠线性外推。例如，5 月 PMI 数据显示新出口订单有回升现象，但后续情况如何未可知。在这样的背景下，我们建议谨慎进行波段交易，10Y 国债活跃券收益率上行至 1.7% 时，进行配置布局。美国一季度实际 GDP 年化季环比修正值、2025 年 5 月当周失业救济、4 月核心 PCE 指数及 PCE 指数、5 月密歇根大学消费者指数等一系列数据公布，后市美债收益率如何变化？上周（0526—0530）美债长短端收益率同时下行，同时美元获得支撑，我们可以解读为由于特朗普政府关税政策在国内立法上的受阻，市场在尝试排除最极端通胀情景的发生；与此同时，一旦极端通胀情景被排除，联储的鸽鹰立场可能会出现动摇，美国股债汇三牛可能来源于全球资产的短期再配置。不过美债的上行驱动在中期仍未瓦解，一方面特朗普可能采取其他手段推行关税政策，另一方面美国公共部门可能已经对私人部门产生挤出效应。因此我们延续美债收益率长端或在 4.0—4.5% 震荡的观点。我们在延续上周观点的基础上，结合增量数据，思考如下：

（1）美国一季度实际 GDP 年化季环比修正值超过预期，5 月 24 日当周首次申请失业救济人数、5 月 17 日持续领取失业金人数均超过预期。5 月 29 日公布的美国一季度实际 GDP 年化季环比修正值数据显示，美国一季度实际 GDP 年化环比 -0.2%，预期 -0.3%，前值 -0.3%。5 月 30 日公布的美国 5 月 24 日当周首次申请失业救济人数、5 月 17 日持续领取失业金人数数据显示，美国 5 月 24 日当周首次申请失业救济人数 24 万人，超过前值 22.7 万人且超过预期 23 万人；5 月 17 日持续领取失业金人数 191.9 万人，超过前值 190.3 万人且超过预期 23 万人。上述数据显示，美国一季度 GDP 修正值虽略微回升但仍陷收缩，分项来看，进口激增与消费疲软是主因，而贸易政策扭曲使得企业成本压力剧增，利润暴跌，或进一步抑制劳动力市场；而 5 月当周首次申请失业救济人数及持续领取失业金人数的进一步上升也佐证了上述隐忧，劳动力市场降温，滞胀风险隐现，特朗普政府的政策不确定性或是核心扰动因素。

（2）2025 年 4 月核心 PCE 物价指数同比与预期持平，

PCE 物价指数同比不及预期，5 月密歇根大学消费者指数有所回升，且超过预期。4 月核心 PCE 物价指数同比为 2.5%，低于前值 2.7%但与预期 2.5%持平；PCE 物价指数同比为 2.1%，低于前值 2.3%且低于预期 2.2%。美国 5 月密歇根大学消费者指数有所回升，其中信心指数 52.2，高于前值 50.8 且超过预期 51.5。上述数据来看，目前美国经济呈现一种矛盾而脆弱的平衡状态：通胀短期降温但预期高涨，消费行为谨慎但信心边际改善，政策扰动持续压制长期经济动能。联储陷入两难，通胀数据支持降息，但预期管理或短期失效。（3）美联储在 5 月 FOMC 会议上如期维持利率不变，但鲍威尔试探不再采用为应对“三低”——即低通胀、低增长、低利率——时期的平均通胀目标框架，这意味着联储将不再在框架层面包容一段时期的经济过热，转而可以更放手来应对“再全球化”所带来的中期通胀中枢抬升挑战，而 6 月降息概率较上周继续下降。5 月 28 日纽约联储主席威廉姆斯表示，疫情时期的价格冲击改变了美国消费者对通胀的认知，决策者不能想当然地认为人们对未来物价上涨的预期将保持不变。“你应当避免通胀变得高度持续，因为这可能成为永久性的。当通货膨胀开始偏离央行的目标时，要做到这一点，就是做出相对强烈的反应。”威廉姆斯表示，只要通胀预期稳定，冲击通常不会对通胀产生长期影响。但他警告说，供应方面的冲击，比如由新冠病毒大流行引起的冲击，会如何影响公众对未来价格走势的看法，始终存在不确定性。“不确定性已大幅上升。我们必须非常清楚，通胀预期可能以任何可能有害的方式转变。”威廉姆斯补充说，鉴于这些不确定性，央行不仅要努力稳定长期通胀预期，还要确保短期预期“表现良好”，以便公众对未来价格走势的看法“在几年内”回到央行的目标。他暗示决策者到 7 月份可能都按兵不动，他们试图搞清楚特朗普贸易政策变化对经济的影响。若 7 月启动降息，全年降息幅度预计为 2 次，但不排除通胀超预期反弹情况下暂停降息的可能。截至 5 月 30 日，Fedwatch 预期 2025 年 6 月降息 25bp 的概率为 4.6%，上周为 5.6%；7 月份降息的可能性为 25.2%，上周为 25.1%；7 月份在 6 月份降息的基础上再次降息的可能性为 1%，上周为 1.2%。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。

（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）

固收周报 20250601：建议转债配置维持稳健

上周（0526—0530）美债长短端收益率同时下行，同时美元获得支撑，我们可以解读为由于特朗普政府关税政策在国内立法上的受阻，市场在尝试排除最极端通胀情景的发生；与此同时，一旦极端通胀情景被排除，联储的鸽鹰立场可能会出现动摇，美国股债汇三牛可能来源于全球资产的短期再配置。不过美债的上行驱动在中期仍未瓦解，一方面特朗普可能采取其他手段推行关税政策，另一方面美国公共部门可能已经对私人部门产生挤出效应。因此我们延续美债收益率长端或在 4.0—4.5%震荡的观点。国内权益方面端午节前交投相对冷淡，上周热点方向化工、可控核聚变、新消费、新重组接连退潮，带动市场情绪承压。转债方面等权指数弱于加权指数，弱于双低指数，风格上大盘较优，高价较优，前者来源于银行转债的估值修复，后者我们考虑一方面伴随银行标的价格抬升，低价风格失去支撑，另一方面由于现在权益主线不明，题材切换轮转加速，转债相对的题材标的稀缺性以及可炒作性反而让高价标的受到市场青睐。策略上一方面建议积极布局业务不确定性小，同时可支配现金充裕，对股权投资、收并购表态积极的中低价标的，另一方面在尚未发行标的中不乏优质的泛科技增

量标的，包括但不限于茂莱光学、可川科技、神宇股份、美力科技等，继续建议投资人择时抢筹配售。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：鹰19转债、好客转债、海亮转债、浦发转债、利群转债、合兴转债、希望转债、希望转2、中环转2、美锦转债。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 20250531：绿色债券周度数据跟踪（20250526-20250530）

观点 一级市场发行情况：本周（20250526-20250530）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券17只，合计发行规模约220.06亿元，较上周增加125.46亿元。发行年限多为3年；发行人性质为地方国有企业、央企子公司、中央国有企业、其他企业、中央金融企业、中外合资企业；主体评级多为AAA、A、A1级；发行人地域为北京市、山东省、湖北省、天津市、广东省、贵州省、湖南省、江苏省、境外、上海市、重庆市；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、一般公司债、中国农业发展银行债。二级市场成交情况：本周（20250526-20250530）绿色债券周成交额合计612亿元，较上周增加62亿元。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290亿元、195亿元和103亿元；分发行期限来看，3Y以下绿色债券成交量最高，占比约82.33%，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、有色金属，分别为269亿元、117亿元和29亿元；分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、湖北省、广东省，分别为231亿元、58亿元和57亿元。估值偏离度前三十位个券情况：本周（20250526-20250530）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，折价率前三的个券为G三峡EB2（-1.0117%）、24康富租赁ABN001优先(绿色)（-0.7166%）、22万科GN002（-0.6986%），其余折价率均在-0.30%以内。主体行业以金融、房地产、公用事业、建筑为主，中债隐含评级以AAA、AA评级为主，地域分布以北京市、广东省、山东省多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为25光大绿环GN002（0.3590%）、25华能水电GN004(科创债)（0.3300%）、鲲鹏21A2（0.3027%），其余溢价率均在0.30%以内。主体行业以公用事业、交运设备为主，中债隐含评级以AAA、AA+、AA评级为主，地域分布以广东省、福建省、天津市居多。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 20250531：二级资本债周度数据跟踪（20250526-20250530）

观点 一级市场发行与存量情况：本周（20250526-20250530）银行间市场及交易所市场无新发行二级资本债。截至2025年5月30日，二级资本债存量余额达45,780.35亿元，较上周末（20250523）增加2.3亿元。二级市场成交情况：本周（20250526-20250530）二级资本债周成交量合计约1748亿元，较上周减少197亿元，成交量前三个券分别为25中信银行二级资本债01BC（132.05亿元）、25工行二级资本债02BC（108.76亿元）和25建行二级资本债01BC（88.87亿元）。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1223亿元、160亿元和96亿元。从到期收益率角度来看，截至5月30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：0.02BP、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：0.01BP、0.02BP、0.00BP；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：0.00BP、0.00BP、-0.02BP。估值偏离%前三十位个券情况：本周（20250526-20250530）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 16 唐山农商二级（-1.3842%）、23 华兴银行二级资本债 01（-0.7867%）、24 富邦华一二级资本债 01（-0.7138%），其余折价率均在 -0.65% 以内。中债隐含评级以 AAA-、AA-、A+ 评级为主，地域分布以北京市、河北省、上海市居多。溢价个券方面，溢价率前三的个券为 25 民泰商行二级资本债 01（0.5041%）、24 天津农商行二级资本债 01（0.4713%）、21 兴业银行二级 03（0.2386%），其余溢价率均在 0.21% 以内。中债隐含评级以 AAA-、AA、AA+ 评级为主，地域分布以北京市、广东省居多。风险提示：Choice、Wind 信息更新延迟；数据披露不全。

（证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶）

行业

推荐个股及其他点评

先导智能（300450）：看好国内龙头扩产重启&海外整车厂入局，龙头设备商充分受益

投资要点 国内龙头重启扩产，先导有望充分受益。宁德时代港股 IPO 募集资金达 353 亿港元，其中约 90%（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为 72GWh，分两期建设。一期项目已投入 7 亿欧元，规划产能为 34GWh，预计将于 2025 年投产。宁德是先导战略股东（2020 年定增入股）。2025Q1 与宁德实际关联交易规模达 21 亿元（2025 年全年预计关联交易规模约 85 亿元），同比大增，25Q1 关联交易规模接近 2024 全年实际规模的 60%，宁德订单有望重回 2020-2021 年规模。海外客户稳步拓展中，公司海外优质订单加速放量：（1）欧洲地区：纯海外客户包括大众（5 年 200-240GWh）、ACC、保时捷、宝马等整车厂，国内企业包括宁德的匈牙利项目。（2）北美地区：24 年 3 月公布了 ABF 20GWH 的订单，随着美国关税加剧，本土宁德授权（LRS）产能有望加速落地。（3）东亚地区：地区车企龙头&光储一体能源巨头有望同步扩产动力&储能产能。总结看：海外客户均为高毛利客户，发货前付款比例 60-90%，现金流良好，且订单多为类整线高价值量项目。随着海外业务占比的提升，先导的综合毛利率和现金流有望大幅改善。固态电池领域，先导智能具有显著的先发优势，是全球唯一能够提供固态电池整线设备的企业：固态电池作为未来动力电池的重要发展方向，具有更高的安全性和能量密度，有望逐步替代传统液态电池。先导智能在固态电池设备的研发和生产上已经取得了重要进展，2024 年固态电池设备订单已过亿元，未来有望充分受益于固态电池的产业化进程。公司 2023&2024 充分计提 28 亿元减值，后续回款有望跟随新订单加速：公司 2023 及 2024 年已合计计提减值 28 亿元，其中信用减值 13 亿元、存货跌价准备 15 亿元，风险已充分计提。2024 年年报应收账款账龄显示：2-3 年账龄应收账款合计 11.35 亿元。综上，我们认为公司已充分计提相关减值，整体减值风险可控。后续随着下游恢复扩产，

应收账款有望加速收回——2025Q1 单季已冲回 1 亿元信用减值。先导智能经营性现金流已于 2024Q4 及 2025Q1 连续两个季度大幅转正，改善趋势明显。我们认为随着未来海外营收占比提升，公司综合盈利能力&经营情况将持续改善。 盈利预测：看好国内动力电池龙头扩产提振对锂电设备需求，我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 10.57/17.02/22.28 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 29/18/14 倍。考虑到公司估值水平及成长性，维持“买入”评级。 风险提示：下游扩产不及预期，新业务拓展不及预期

(证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意)

水星家纺（603365）：家纺迎新机遇，看好龙头份额进一步提升

投资要点 睡眠经济+悦己消费+内容平台共振，家纺迎来新机遇。1) 睡眠问题对国民健康形成困扰：据中国睡眠研究会，中国 18 岁及以上人群睡眠困扰率为 48.5%；据艾瑞咨询，睡眠问题位居国民健康困扰类型榜首，睡眠问题主要来源于自我认知焦虑、工作挑战、健康担忧等因素。2) 悦己消费成为国内新消费趋势：参考日本，我们认为中国处在消费趋势快速变化阶段，部分人群对情绪价值、悦己消费的重视程度大幅提升。3) 内容平台加速床品市场教育：抖音、小红书等内容平台崛起，让消费者更容易了解床品参数、功能、材质等信息，激发潜在需求。 枕头单品爆发市场潜力，“记忆枕”有望带来市场扩容。1) 枕头单品爆发：作为与睡眠质量高度相关的床上用品，枕头成为消费者青睐的单品品类，2024 年水星家纺、罗莱生活枕芯品类收入增速明显领先于其他品类，亚朵深睡记忆枕 PRO 销量达到 380 万个以上（同比+200%+），单品类销售额突破 10 亿元。2) 测算：我们估计 2024 年国内枕头市场规模约在 250 亿元量级。近两年头部品牌在记忆枕品类上的发力，有望促进记忆枕渗透率提升。记忆枕价位显著高于普通枕头，因此枕头迭代有望带来国内家用枕头消费市场扩容，我们测算在中性情景下，到 2030 年记忆枕市场规模有望突破 400 亿元，CAGR 达到 50%。 水星家纺：发挥龙头优势，研发+营销同时发力，有望进一步扩大市场份额。1) 家纺市场集中度较低，龙头市占率有望保持提升。2024 年国内家纺市场规模 3279 亿元，据我们估算前三大品牌水星家纺/罗莱生活/富安娜市占率分别约为 1.3%/1.1%/0.9%，行业集中度较低，但龙头市占率呈小幅提升趋势。2) 研发+营销同步发力，积极拥抱行业新机遇。产品思路方面，2025 年上半年公司重点发力大单品雪糕被和人体工学枕，在深化大单品战略的同时，发挥龙头研发优势布局全品类，自主研发人体工学枕、智能枕等。市场推广方面，2025 年 4 月官宣两位新的品牌代言人，并同步宣传大单品雪糕被和人体工学枕，提升大单品曝光度。3) 公司在头部品牌中具有性价比定位特点。水星在同行中毛利率相对较低，体现其具有一定性价比定位。我们认为定位性价比一方面在市场扩容期有望覆盖更多消费人群，另一方面也使得公司具有更大的产品优化空间，毛利率有望保持提升趋势。4) 近期业绩：24 年及 25Q1 在宏观消费疲软环境下，公司业绩展现韧性。盈利预测与投资评级：在睡眠经济+悦己消费+内容平台共振带动下，国内家纺行业迎来新的发展机遇，其中记忆枕品类作为典型代表已经爆发市场潜力，我们认为这也可能表明国内家纺市场存在较大的扩容空间。水星家纺作为行业头部公司持续深耕家纺主业，今年以来在研发、营销同步发力，结合性价比优势，有望进一步提升市场份额。结合前文针对记忆枕市场规模的测算，我们预计 2025-2027 年水星家纺记忆枕销售额有望从 1.14 亿元大幅提升至 6.44 亿元。我们将 2025/2026 年公司归母净利润预测值从 3.86/4.26 亿元分别上调至 3.99/4.48 亿元，增加 2027 年预测值 4.97 亿元，对应 2025-2027 年 PE 分别为

12/11/10X，维持“买入”评级。风险提示：国内记忆枕市场空间及水星家纺记忆枕销售规模测算偏差，宏观经济波动，市场竞争加剧等风险。

（证券分析师：汤军 证券分析师：赵艺原）

瀚蓝环境（600323）：大固废整合佼佼者，并购粤丰正式完成，协同增效空间大

投资要点 事件：2025年6月2日，公司发布公告粤丰环保从香港联交所退市。瀚蓝并购粤丰环保正式完成，2025年6月起并表，规模跃升&增厚盈利及现金流。自24年7月7日瀚蓝环境启动私有化粤丰环保到25年6月2日粤丰环保从港交所退市，瀚蓝并购粤丰圆满落幕，25年6月起合并粤丰报表。1）规模扩张：并购后垃圾焚烧规模达到97590吨/日，国内行业排名前三、A股首位。此外，公司新增香港垃圾中转运营业务，继参股曼谷垃圾焚烧发电项目后，境外市场再下一子。2）增厚盈利：此前参考粤丰环保24年可持续经营净利润，假设粤丰25Q2末并表，预计25-26年公司归母净利润18.6、21.2亿元，对应PE为10、9倍，粤丰实际并表时间较预期提前。3）可持续现金流大增：24年瀚蓝环境剔除14号文影响后的经营性现金流净额33.15亿元，资本开支17.08亿元，简易自由现金流16.07亿元；24年粤丰环保剔除14号文影响后的经营性现金流净额18.67亿港元，资本开支5.07亿港元，简易自由现金流13.60亿港元（按0.92汇率换算约12.51亿元人民币）。步入成熟运营期，随着资本开支下降，自由现金流将进一步增厚，提分红潜力大。并购引领公司跨越式发展，协同增效空间大。从2006年并购南海环保电厂，到2014年并购创冠中国，再到并购粤丰环保，公司是连续成功整合实现跨越式发展的大固废企业。参照并购创冠，其盈利能力持续提升，ROE从14年5.1%提至24年10.7%。此次并购粤丰后，协同增效空间大。1）区位协同：瀚蓝与粤丰固废业务布局有9个省份重合，垃圾焚烧总产能超过50%位于广东省和福建省，瀚蓝拥有成熟的固废处理“纵横一体化”业务布局，新增粤丰项目为瀚蓝模式的推广复制提供更多落地空间；2）运营协同：智慧管理平台应用、供应链协同降本；3）财务协同：降低存量贷款利率、提高资金使用效率，按财务费用/期末有息负债测算，24年粤丰环保综合融资成本5.1%，相较于瀚蓝环境3.0%有较大下降空间；4）增量拓展协同：供热、AIDC拓展、绿色环境权益挖潜等方面存在协同，将提升企业整体盈利增长点，供热：24年瀚蓝供热量148万吨，供热均价为143元/吨，24年粤丰供热量仅31万吨，供热均价为205港元/吨，若粤丰供热量对标瀚蓝，按150元/吨蒸汽价格测算，存1.8亿元供热收入增量；AIDC合作：并购粤丰后，满足区位（京津冀、长三角、粤港澳）和规模（1000吨/日及以上）要求的项目占总运营规模的比例为45%。大固废整合佼佼者，并购跨越发展+协同增效，促估值&ROE双升。1）并购协同带来跨越式成长：公司数次跨越式发展均是通过战略并购而实现，参照创冠整合，此次并购粤丰协同增效空间大！2）内生增长超预期：25Q1公司收入26.01亿元（+4%），归母4.20亿元（+10%），具备内生增长潜力。25Q1吨发397度（+5%），吨上网349度（+6%），供汽量48.23万吨（+59%）。3）现金流分红大增：化债持续推进，24全年解决存量应收24亿元，超出原20亿元计划规模，25年公司争取收回存量应收不少于20亿元。垃圾焚烧及污水处理有望推进居民端收费，商业模式C端理顺。公司资本开支持续下降，自由现金流增厚。24年公司每股派息同比+67%，承诺24-26年每股派息同比增长不低于10%。盈利预测与投资评级：公司凭借优秀整合能力实现跨越发展，并购成长+协同增效促估值&ROE双升。

我们维持 2025-2027 年归母净利润预测 18.60、21.17、22.14 亿元，对应 PE 为 11/10/9 倍，维持“买入”评级。风险提示：应收回款不及预期，资本开支超预期上行，政策风险等。

(证券分析师：袁理 证券分析师：陈孜文)

迈为股份 (300751): 拟发行可转债募资近 20 亿元, 设备龙头加码钙钛矿叠层

投资要点 投资钙钛矿叠层项目，苏州&宣城两地布局：此次募投项目钙钛矿叠层太阳能电池装备产业化项目总投资 21.38 亿元，拟发行可转债募资 19.7 亿元。项目实施主体为迈为股份及其全资子公司宣城迈为智能装备制造有限公司，建设地点分别位于苏州和宣城，其中迈为股份主要建设内容为钙钛矿叠层太阳能电池设备的研发、生产，宣城迈为主要建设内容为设备核心部件加工及表面处理。项目建设周期为 3 年，项目建成达产后可实现年产钙钛矿叠层太阳能电池制造设备 20 套，年收入 40 亿元（不含税），年净利润 6 亿元。钙钛矿叠层技术发展加速，多玩家布局：近年来钙钛矿及钙钛矿叠层电池潜力显现，产业投资需求活跃。纤纳光电、协鑫光电、极电光能等初创企业加快建设钙钛矿组件量产线，预计于 2025 年投产。隆基、通威、晶科、正泰、天合、华晟、阿特斯等晶硅电池头部企业均已投入钙钛矿晶硅叠层电池研发，逐步由实验线向小试、中试线迈进。2024 年以来中国石油、中国中核、明阳智能、宁德时代、比亚迪和京东方等多家行业龙头企业跨界布局钙钛矿，正在加速启动中试线及更高规模的产线建设。HJT 与钙钛矿技术更相融，迈为已具备钙叠层电池设备整线交付能力：由于异质结电池制备采用低温工艺，与钙钛矿电池的低温制备工艺更加适配，且异质结电池表面为 TCO 层，在制备叠层钙钛矿电池时可以直接叠加，工艺路线更加相融。基于在异质结电池制造设备研发生产中积累和掌握的真空镀膜等相关技术，在钙钛矿叠层电池研发方面迈为已自主开发适用于量产的钙钛矿空穴传输层、钙钛矿涂膜及结晶、钙钛矿表面钝化、钙钛矿电子传输层、真空蒸镀、ALD、低温低损伤磁控溅射等一系列工艺及相关设备，实现了钙钛矿-晶硅叠层电池的整线自动化贯通，具备钙钛矿-晶硅叠层电池整线交付能力。**盈利预测与投资评级：**我们维持公司 2025-2027 年归母净利润为 7.6/8.8/11.0 亿元，当前市值对应 PE 为 25/22/18 倍，维持“买入”评级。风险提示：研发不及预期，产业进展不及预期。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意)

理想汽车-W (02015.HK): 2025 年一季报点评: 毛利率好于预期, 纯电+AI 节奏明确

投资要点 公告要点：理想汽车 2025Q1 实现营收 259.3 亿元，同环比分别+1.1%/-41.4%，其中车辆销售收入 246.8 亿元，同环比分别 1.8%/-42.1%，归母净利润 6.5 亿元，同环比分别+9.7%/-81.5%。公司毛利率水平好于预期。盈利能力方面，公司 2025Q1 总体毛利率实现 20.5%，同环比分别-0.1/+0.2pct，其中汽车销售毛利率为 19.8%，同环比分别+0.4/+0.1pct。费用控制方面，公司 Q1 研发费用 25.1 亿元，同环比-17.6%/+4.4%，研发费用率 9.7%，同环比分别-2.2/+4.3pct；销售、一般及管理费用 25.3 亿元，同环比-15.0%/-17.7%，主要由于雇员薪酬减少、运营效率改善及市场推广活动减少，销售、一般及管理费用率为 9.8%，同环比-1.9/+2.8pct。公司 2025 年一季度实现批发销量 9.3 万辆，对应单车收入 26.6 万元，单车毛利 5.3 万元。公司 2025H2 将迎来纯电产品周期与 VLA 高阶智能辅助驾驶上车的共振。新车维度，公司将于 7 月发布首款纯电 SUV 理想 i8，9 月发布纯电 SUV 新车型 i6；截至 5 月 29 日，理想超充站建成 2355 座，将于 i8 发

布日期建成 2500+座，并于 2025 年底建成 4000+座。智能化维度，5 月 8 日理想汽车 L 系列发布 2025 款智能焕新版车型，L6/L7/L8/L9 配置升级，AD Max 率先搭载 700TOPS 英伟达 Thor-U 芯片，并上车禾赛新一代 ATL 激光雷达，预埋 VLA 上车硬件。VLA 司机大模型将与 i8 同步于 7 月上车，8 月全量推送至 AD Max 用户。盈利预测与投资评级：由于公司车型结构性调整，我们下调公司 2025~2027 年营业收入预期分别为 1436/2233/2362 亿元（原值为 1729/2366/2751 亿元），同比分别-0.6%/+55.5%/+5.8%；由于公司 AI 投入持续加大，下调 2025~2027 年归母净利润预期为 82/137/154 亿元（原值为 94/145/175 亿元），分别同比+1.6%/+67.4%/12.8%；对应 2025~2027 年 EPS 为 3.8/6.4/7.2 元，对应 PE 为 27/16/14 倍，考虑到公司智能辅助驾驶持续领跑，产品矩阵不断完善，维持公司“买入”评级。风险提示：行业价格战持续演绎；高阶智能辅助驾驶发展节奏低于预期。

（证券分析师：黄细里）

科达利（002850）：结构件龙头护城河深厚，赋能机器人崛起正当时

投资要点 公司为全球结构件龙头，盈利能力稳定表现亮眼，长期成长确定。公司专注锂电结构件领域，通过绑定宁德时代及二线电池厂，在国内结构件出货份额维持 50%+，全球份额 30%+，为行业内龙头。2024 年起公司海外产能投产，海外客户明显起量，国内及海外市场全面开花，充分享受行业增长，2024 年公司收入 120 亿元，同增 14%，归母净利 14.7 亿元，同增 23%，毛利率稳定 20%+，净利率稳定 10%+，不受行业价格波动影响，盈利能量稳定超预期，长期成长确定。结构件行业壁垒高，成本曲线陡峭，25 年供需改善降价压力减弱。结构件决定电池一致性、安全性，技术壁垒高，其中盖板集成防爆阀、安全阀等几十种元器件，技术难度高，具有专利保护，壳体壁垒在于一致性大批量低成本生产；因此结构件行业格局稳定，新进入者较少，龙头公司按需扩产。我们测算 25 年行业需求超 480 亿元，同增 17%，国内扩产放缓，行业产能利用率提升至 70%+，当前主流公司除龙头外均微利或亏损，降价空间较小，预计 25 年行业价格稳定年降。公司具备技术+规模优势，成本、盈利持续领先，海外率先卡位收获在即。公司模具厂出身，且深耕结构件业务近 30 年，对精密制造、设备自动化等有深刻理解，公司良率、一致性、生产节拍等指标全行业领先，并主要供应盖板等高端产品，已通过就近配套建厂绑定电池龙头，享受稳定成本优势。当前科达利维持 10%+净利率、二线微利、其余公司均亏损，我们预计公司后续盈利水平可维持。此外，公司布局欧洲、美国、东南亚基地，其中欧洲基地已投产，24 年海外收入 5.7 亿，欧洲仍小幅亏损，我们预计 25 年收入可达 10 亿元，并实现扭亏，26 年马来、美国产能陆续落地，海外收入占比将进一步提升，推动盈利水平持续向好。机器人卡位谐波减速器，定位轻量化产品，并拓展关节总成，2030 年弹性可观。公司与盟立合资成立科盟，布局谐波减速器，公司持股比例 40%。公司针对人形领域开发轻量化产品，全球首家发布 PEEK 材料谐波减速器，产品性能全行业领先，依托公司传统业务的客户渠道，及全球领先的精密制造能力，我们看好公司在谐波减速器行业突围。同时，公司与盟立、伟创成立合资公司，进军执行器总成，进一步开拓市场。我们测算 2030 年谐波减速器全球空间预计超 370 亿，旋转关节全球空间近 600 亿，公司有望实现 10 亿左右归母净利，弹性明显。盈利预测：我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 18.8/23.2/27.9 亿元，同比+28%/+24%/+20%，分别对应 PE 为 16/13/11 倍。考虑公司作为结构件龙头，盈利能力稳定，且新增布局谐波减速器打造第二成长曲线，我们给予 2025 年 25 倍 PE，对应

目标价 172 元，维持“买入”评级。 风险提示：项目投产进度不及预期，同行业竞争加剧，海外政策变化。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕

证券分析师：岳斯瑶)

捷昌驱动(603583): 线性驱动领军企业, 携手灵巧智能进军机器人赛道

投资要点 线性驱动领先企业, 多下游+出海双线驱动高增。公司成立于 2000 年, 专注于线性驱动系统的研发、生产及销售, 是行业标准的引领者。公司主要产品分为线性驱动部件和系统两类, 主要由推杆、升降立柱、配套的控制器等组成, 下游市场覆盖智慧办公、医疗康护、智能家居、工业自动化等多行业, 为客户提供驱动及智能控制解决方案。公司较早布局国际市场, 先后在马来西亚、美国等多个国家建设生产基地和销售中心, 2024 年公司海外营收 25.35 亿元, 占总营收约 69%, 成为公司重要的业绩来源。16-24 年, 公司营收规模由 5.06 亿元增长至 36.52 亿元, CAGR 约 28%, 多下游拓展+国际化驱动公司业绩保持高速增长。 终端场景需求释放, “技术+运营”巩固行业龙头地位。线性驱动产品发源于欧洲, 在欧美应用较为广泛, 国内市场起步较晚。公司产品主要覆盖多个下游行业: 1) 智慧办公领域, 电动升降桌等高端智能办公市场发展带动线性驱动行业稳健增长, 欧美市场成熟、国内发展潜力大, 公司通过 ODM 形式绑定 The Human、AMQ SOLUTIONS LLC、HNI Corporation 等北美头部智能办公桌客户, 依托海外产能实现海外市场的快速发展。我们预计 24-27 年公司智慧办公下游营收 CAGR 约 10-15%。2) 医疗康护领域, 老龄化趋势推动家用护理床、电动病床等高端产品渗透率提升, 公司定制化系统解决方案切入大型客户, 行业成长空间大, 公司加大导入力度, 我们预计 24-27 年公司医疗康护下游营收 CAGR 约 30-35%。3) 智能家居&工业+汽车领域, 公司智能家居控制系统在全屋定制等环节有较大的应用前景, 公司收购欧洲 LEG 100%股权切入欧美高端家居市场, 打开公司智能家居市场的增长空间。公司积极拓展线性驱动器在其他行业市场, 在光伏、光热跟踪装置、工程机械、自动化设备牵引推拉控制等领域推出解决方案, 实现多行业的产品布局。 进军人形机器人新赛道, 开启增长的“第二曲线”。人形机器人未来十年产业趋势确立, 25-30 年出货量有望迎来爆发。公司依托在线性驱动行业的技术积累, 布局人形机器人线性执行器、空心杯电机等产品, 研发高性价比线性执行器模组, 具备丝杠+电机+控制器+传感器自研自制能力, 目前已推出样品并在测试和完善阶段; 公司与灵巧智能成立合资公司布局人形机器人灵巧手产业链, 24 年 11 月灵巧智能推出 Dexhand 量产灵巧手, 公司有望通过合资公司为灵巧智能配套空心杯电机等零部件, 并逐步拓展其他机器人客户, 发展成为重要的第二增长曲线。 盈利预测与投资评级: 公司线性驱动产品国内领先, 多下游拓展+全球化布局主业有望实现稳健增长, 布局机器人零部件拓展第二增长曲线, 我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 3.92/4.97/6.40 亿元, 同比+39%/27%/29%, 现价对应 PE 分别为 37/29/23 倍。首次覆盖给予“买入”评级。 风险提示: 关税波动超预期, 宏观经济下行, 机器人业务不及预期等。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：谢哲栋

证券分析师：司鑫尧 研究助理：许钧赫)

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>