

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-05-30

宏观策略

2025 年 05 月 30 日

宏观量化经济指数周报 20250525: 存款“降息”或加剧银行负债端压力
若 MLF 连续加量投放, 对冲“负债荒”压力, 那么同业存单利率的上行空间或有限。

晨会编辑 朱洁羽

执业证书: S0600520090004

zhujieyu@dwzq.com.cn

海外周报 20250525: 流动性与财政可持续性担忧推动 10 年期美债利率上破 4.5%

核心观点: 本周美日长债拍卖结果显示需求疲软, 对美债流动性和美国财政状况可持续性的担忧令市场一度遭遇“股债汇”三杀, 10 年期美债利率上至 4.51%, 美元指数再度下破 100, 美股大跌; 黄金在特朗普威胁对欧盟加征 50% 关税的推动下大涨 4.8%。在中美超预期的关税谈判结果出炉后, 本周海外分析师集体上修全年美国 GDP 增长预期, 下修 CPI 通胀预期, 但维持美联储 Q3 首次降息, 全年降息 2 次的预期不变。向前看, 特朗普《大美丽法案》本周已于众议院获得通过, 后续在参议院通过的阻力预计较小, 而法案中的减税与提高债务上限相关条款或进一步加剧市场对美国财政状况的担忧程度。风险提示: 特朗普政策超预期; 美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控; 美联储维持高利率水平时间过长, 引发金融系统流动性危机。

宏观量化经济指数周报 20250518: 央行报表总规模因何连月缩减?

由于 2025 年 5 月“降准”落地, 预计降准对央行报表科目的置换效应或引致央行进一步“缩表”。

海外周报 20250518: 特朗普“漂亮法案”意外受挫, 减税落地仍需等待

核心观点: 超预期的中美关税谈判结果令市场信心大增, 本周美债利率大幅走高, 10 年期美债利率抬升至 4.477%, 美股全线大涨, 黄金大跌 3.65%。本周公布 4 月美国 CPI 超预期回落, 但市场对关税反复风险的担忧犹存, 对通胀前景仍然保持谨慎, 此外本周由共和党提出的综合性财税法案未能在众议院预算委员会通过, 反映出特朗普与民主党和部分温和派共和党在福利开支削减和保持预算平衡方面的分歧。向前看, 近期受关税进展影响, 黄金价格出现大幅回落, 但央行购金从需求端支撑黄金价格的中长期逻辑仍未改变。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

固收点评 20250528: 恒帅转债: 车用微电机领域先锋

我们预计恒帅转债上市首日价格在 117.07~130.43 元之间, 我们预计中签率为 0.0011%。综合可比标的以及实证结果, 考虑到恒帅转债的债底保护性一般, 评级和规模吸引力一般, 我们预计上市首日转股溢价率在 25% 左右, 对应的上市价格在 117.07~130.43 元之间。我们预计网上中签率为 0.0011%, 建议积极申购。风险提示: 申购至上市阶段正股波动风险, 上市时点不确定所带来的机会成本, 违约风险, 转股溢价率主动压缩风险。

行业

社会服务行业深度报告：连锁餐饮行业框架（一）：规模与格局，逆周期下的连锁化浪潮

投资建议：推荐关注凭借供应链优势及强品牌稳步加密国内门店网络、推进海外扩张的茶饮龙头蜜雪集团的长期价值。建议关注品牌势能提升、仍在扩店趋势中的百胜中国、达势股份、特海国际、小菜园、绿茶集团、同庆楼、古茗、茶百道、奈雪的茶、沪上阿姨、霸王茶姬、瑞幸咖啡等餐饮品牌在消费回暖情况下带来的盈利预期提升机会。风险提示：成本控制不当、供应链管控不当、食品安全问题、市场竞争激烈、消费者需求变化、宏观经济走弱等风险

汽车智能化6月投资策略：价格战干扰期，底部布局优质标的

为何我们建议 All in 汽车智能化？1）汽车智能化本质是一场出行革命。

【L3 智能化帮助车企卖车】-【L4 Robotaxi 实现车企软件收费】-【自主品牌实现全球崛起】是汽车智能化三部曲。2）2025 年汽车智能化或是拐点之年！城市 NOA（L3 智能化核心体验）普及是推动智能化成为消费者购车前三考虑因素的力量。目前我们根据【引领车企新车周期—终端草根调研—爆款车型验证】体系将紧密跟踪【L3 智能化渗透率】2025-2027 年从 10%-50%-80%+ 的变化过程。3）汽车智能化是淘汰赛模式，强者恒强。整车未来或分为三类公司：B 端 Robotaxi 运营+ C 端个性化品牌+整车高端制造。零部件或分为两类公司：模块化供应商+单一品类供应商。5 月智能化总结：关键词或是价格战开启。1）关于价格战：比亚迪经过 4-5 月份市场检验其智驾版本车型需求不及预期且非智驾版本库存去化节奏较慢，5 月 23 日比亚迪开启海洋网 5 月 26 日开启王朝网的降价宣传，以及吉利也采取了跟进措施。2）关于智驾 OTA：5 月小鹏在 mona03max 上市同步开启天玑 5.7.0 升级。3）重要新车：理想为下一代智能化能力预埋硬件，2025 款 L 系列车型率先搭载 700TOPS 英伟达 Thor-U 芯片，并上车禾赛新一代 ATL 激光雷达；小米新车 YU7 标配激光雷达和城市 NOA 级智能驾驶。小鹏 mona03max 开启 15 万元智驾时代，且首发人机共驾。华为尊界 S800 正式上市。2025 年汽车智能化主线选股：继续看好智能化整车！智能化是内核，新车周期/月度销量是落地跟踪，机器人布局是锦上添花！港股>A 股。港股（小鹏汽车-W+理想汽车-W+小米集团-W 等）/A 股（比亚迪+上汽集团+赛力斯等）。看好智能化增量零部件：AI 芯片（地平线机器人-W+黑芝麻智能），域控制器（德赛西威+华阳集团+均胜电子+知行科技等）。线控底盘（伯特利+耐世特），汽车电子（保隆科技+经纬恒润等）。风险提示：乘用车价格战超预期；终端需求恢复低于预期；L3 级别自动驾驶政策推出节奏不及预期。

推荐个股及其他点评

禾赛科技（HSAI）：2025 年一季报点评：产品切换顺利上量，看好智驾与泛机器人双擎增长

投资要点 事件：公司发布 2025 年一季报，25Q1 实现营收 5.3 亿元，同比+46.3%，环比-27.0%；归母净利润-0.2 亿元，同比减亏 83.6%，环比转亏；Non GAAP 净利润 0.1 亿元，同比扭亏，环比-95.0%。毛利率 41.7%，同比+3.0pct，环比+2.7pct。海内外合作稳步推进，持续完善 L2-L4 产品矩阵。25Q1 ADAS 激光雷达出货量同比+178.5%至 14.6 万台。公司与

日本某全球前五 Tier 1 达成新合作项目；与欧洲、日本头部车企和 Tier 1 合作的 3 个验证开发项目落地。公司预计海外 TAM 可达 300-600 亿美元，对应单车激光雷达价值量 500-1000 美元。国内公司与奇瑞 iCAR、长城欧拉达成合作，并斩获极氪与吉利新车型，同时理想 MEGA 及 L 系列将全系标配公司 ATL 激光雷达。ATX 已获 12 家国内外主机厂定点，25Q1 交付量近 4 万台。截至 2025M5，公司已获 23 家 OEM/ADAS 定点，涉及 120 款车型。公司发布 AT1440 超高清激光雷达、ETX 超远距激光雷达、FTX 纯固态补盲激光雷达以及面向 L2-L4 的千厘眼解决方案，持续完善产品矩阵。割草机器人深化合作，L4 商用场景可期。25Q1 泛机器人激光雷达出货量同比+649.1%至 5.0 万台。23 年全球割草机器人市场规模约 15 亿美元，北美渗透率不足 5%，随国内厂商技术突破，渗透率有望快速提升，带动机器人领域激光雷达销量增长。25Q1 公司与追觅可庭科技签署协议，25Q2 起 12 个月内将供应 30 万颗 JT 系列激光雷达赋能其割草机器人。公司为百度 Apollo Go、滴滴自动驾驶、小马智行、文远知行、Momenta 等 Robotaxi 厂商合作伙伴，同时也为无人物流车等非乘用车场景供应激光雷达，有望受益于 L4 商用落地。全年业绩指引不变，海外产能或 26 年底落地。公司维持 25 年收入 30-35 亿元的指引，对应同比+44%至+69%；毛利率目标维持 40%；GAAP 净利润 2.0-3.5 亿元人民币。25 年底产能目标仍为 200 万台/年，25 年资本开支 0.3-0.5 亿美元。公司指引二季度出货量超 30 万台。公司于 2025M5 签署租赁协议，海外产能预计将于 26 年底或 27 年初投运，为公司向海外市场出货提供有力支撑。

金山软件 (03888.HK): 2025Q1 业绩报点评: 关注《解限机》上线进展, 办公聚焦 AI、协作和国际化

盈利预测与投资评级: 我们维持此前盈利预测, 预计 2025-2027 年 EPS 分别为 1.33/1.65/1.95 元, 对应当前股价 PE 分别为 25/20/17 倍。我们看好公司双主业稳健发展, 期待游戏新品类新赛道突破, 办公 AI 及出海持续落地, 维持“买入”评级。风险提示: 存量流水下滑风险, 新游流水不及预期风险, 办公业务进展不及预期风险, 行业监管风险

宏观策略

宏观量化经济指数周报 20250525: 存款“降息”或加剧银行负债端压力

观点 周度 ECI 指数: 从周度数据来看, 截至 2025 年 5 月 25 日, 本周 ECI 供给指数为 50.23%, 较上周回落 0.01 个百分点; ECI 需求指数为 49.92%, 较上周回升 0.01 个百分点。从分项来看, ECI 投资指数为 49.96%, 较上周回升 0.01 个百分点; ECI 消费指数为 49.74%, 较上周环比持平; ECI 出口指数为 50.20%, 较上周回升 0.04 个百分点。月度 ECI 指数: 从 5 月前四周的高频数据来看, ECI 供给指数为 50.24%, 较 4 月回落 0.11 个百分点; ECI 需求指数为 49.92%, 较 4 月环比持平。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 49.74%, 较 4 月回升 0.02 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, 尽管中美贸易谈判取得了超预期的进展, 但对等关税还是对 5 月份工业生产造成了明显扰动, 而从对出口的影响来看, 5 月份出口景气度较 4 月份有所回落但仍保持着较强韧性, “抢出口”和“抢转口”或对二季度出口增速形成一定支撑。工业生产方面, 受前期对等关税落地后出口订单减少的影响, 多个主要行业开工率较 4 月有所回落, 从出口交货值的角度来看, 4 月份规上工业企业出口交货值同比增速仅录得 0.9%, 一定程度上也指向出口企业对于扩张生产的意愿较低; 地产方面, 5 月份 30 大中城市商品房销售面积有所回暖, 截止 5 月 24 日同比增速录得 -2.8%, 较 4 月份的 -12.1% 明显收窄, 往后看, 5 月份的降息将进一步降低购房者的成本, 地产销售有望再度企稳回升。ELI 指数: 截至 2025 年 5 月 25 日, 本周 ELI 指数为 -0.90%, 较上周回升 0.06 个百分点。存款“降息”或加剧银行“负债荒”。截至 5 月 20 日, 7 日“一行一局一会”新闻发布会上部署的“降息”全部落地, 在 7 天期逆回购操作利率调降 10bps 的带动下, 本月 LPR 报价等幅度下调 10bps, 并传导至银行存款挂牌利率下调。本轮“降息”更加侧重“稳息差”, 相比贷款利率, 存款挂牌利率调降幅度更高, 1 年期定存利率下降 15bps 至 0.95%, 3 年期和 5 年期定存利率分别下调 25bps 至 1.25% 和 1.30%, 存款“降息”或继续推动存款“搬家”至资管产品, 而在贷款要合理增长的背景下, 存款“搬家”或推动银行体系负债端压力上升, 一季度曾经出现过的“负债荒”风险或重现: (1) 从“价”上看, 同业存单到期收益率反应迅速, 5 月 20 日后同业存单利率开启上行, AAA 级 1 年期同业存单到期收益率从 1.67% 抬升至 1.6950%, 而同期 DR007 则从 1.60% 下降至 1.5860%, 资金面均衡宽松的态势下同业存单利率反而上行, 显示资金市场预期存款“降息”或导致银行在“负债荒”压力下加大同业存单发行量; (2) 从“量”上看, 6 月份同业存单到期规模较高, 根据 Wind 统计, 6 月份将有 4.14 万亿同业存单到期, 单月到期规模处于近两年来最高, 若 5 月至 6 月贷款投放景气度回升, 同业存单市场将既有较高的到期续发压力, 亦有净融资风险, 或进一步加剧银行体系“负债荒”, 资金面供需和资金利率预期均有重现 3 月份较高波动的风险。从资金需求传导至货币政策操作看, 5 月 15 日“降准”释放约 1 万亿基础货币, 对于稳定银行负债有积极作用, 同时 5 月 23 日央行开展 5000 亿元 MLF 操作, 本月净投放 3750 亿元, 为连续第三个月加量续作, 且 MLF 中标利率水平或继续贴近同业存单融资利率, 预计银行体系“负债荒”或推升 MLF 投标需求, 若 MLF 连续加量投放, 对冲“负债荒”压力, 那么同业存单利率的上

行空间或有限。 风险提示：短期出现“抢出口”现象；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 20250525：流动性与财政可持续性担忧推动 10 年期美债利率上破 4.5%

核心观点：本周美日长债拍卖结果显示需求疲软，对美债流动性和美国财政状况可持续性的担忧令市场一度遭遇“股债汇”三杀，10 年期美债利率上至 4.51%，美元指数再度下破 100，美股大跌；黄金在特朗普威胁对欧盟加征 50%关税的推动下大涨 4.8%。在中美超预期的关税谈判结果出炉后，本周海外分析师集体上修全年美国 GDP 增长预期，下修 CPI 通胀预期，但维持美联储 Q3 首次降息，全年降息 2 次的预期不变。向前看，特朗普《大美丽法案》本周已于众议院获得通过，后续在参议院通过的阻力预计较小，而法案中的减税与提高债务上限相关条款或进一步加剧市场对美国财政状况的担忧程度。 大类资产：美日长债拍卖结果显示需求疲软，特朗普减税法案在众议院通过，美股大跌，美债利率上行，黄金大涨。本周美国与日本 20 年期国债拍卖结果均显示市场需求整体疲软，长债利率再度走高。加上上周五穆迪下调美国主权信用评级与本周特朗普减税法案在众议院通过，对美债流动性和美国财政状况可持续性的担忧令市场一度遭遇“股债汇”三杀。整体来看，全周（5 月 19 日至 23 日）10 年期美债利率升 3.4bps 至 4.511%，2 年期美债利率降 0.83bps 至 3.991%，美元指数跌 1.96%再度下至 99.1；标普 500、纳斯达克指数分别收跌 2.61%、2.47%；此外周五特朗普宣布建议从 6 月 1 日起对欧盟加征 50%关税的消息令市场避险情绪再度升温，黄金价格在经历前几周的回调后再度大幅上行至 3357 美元/盎司，全周收涨 4.8%。 海外经济：中美关税协定后，分析师和美联储模型上调 25Q2 美国 GDP 增长预期。景气指标方面，美国 4 月咨商会经济领先指标环比-1%，预期-0.9%，前值-0.7%，成分指标中消费者预期、标普 500 指数、PMI 新订单指数等是主要拖累。美国 5 月标普全球制造业 PMI 初值 52.3，预期 49.9，前值 50.2；服务业 PMI 录得 52.3，预期 51，前值 50.8。增长方面，分析师小幅上修今年美国增长预期。①模型：截至 5 月 16 日，亚特兰大联储 GDPNow 模型对 25Q2 美国 GDP 最新预测值为+2.4%；截至 5 月 23 日，纽约联储 Nowcast 模型对 25Q2 美国 GDP 预测值为+2.43%。②分析师：根据彭博在 5 月 16-21 日对 86 名分析师的调查问卷，当前分析师一致预期 25Q2-25Q4 美国 GDP 季环比年率增速分别为 1.3→0.8→1.3%，均较上月预测值小幅上修；预期未来 1 年美国陷入衰退概率 40%，较前值 45%小幅下修。通胀方面，分析师小幅下修未来几个季度通胀预期。①分析师：最新分析师一致预期 25Q2-26Q1 美国 CPI 同比增速分别为 2.6→3.2→3.4→3.1%，PCE 同比增速分别为 2.5→3.0→3.1→2.9%，其中，对 25Q2-25Q4 的 CPI 和 PCE 预测值下修 0.1%-0.3%不等。②交易员：最新通胀掉期显示，交易员预期 5-6 月 CPI 同比分别为+2.48%、+2.92%，即预期通胀从 5 月开始将加速反弹。货币政策方面，分析师维持首次降息在 2025Q3 的预测。①模型：参考分析师对失业率与通胀率的最新预测，我们的泰勒规则指引 25Q2-25Q4 美联储政策利率上限分别为 4.18→4.68→4.71%。②分析师：最新分析师一致预期 25Q2-25Q4 美联储政策利率上限分别为 4.50→4.25→4.00%，即预期下一次降息在 25Q3。从分布来看，预测 25Q2 降息 0 次、1 次的分数分别为 64、5 人。③交易员：最新联邦基金期货模型显示，交易员预期 2025 年 6 月降息概率为 72.6%，到 12 月累计降息 1.92 次

/48bps，与分析师对年内降息节奏和幅度基本一致。海外政治：《大美丽法案》艰难闯关，后续“颠簸”相对趋缓。经过数周的内部冲突与特朗普的干预，众议院以 215 票赞成对 214 票反对的微弱优势通过《大美丽法案》（The One Big Beautiful Bill）。目前，该法案已被提交至参议院。据 Politico 的报道，在法案表决的最后时刻，议员们要求将医疗补助工作要求的开始日期从 2029 年 1 月 1 日提前到 2026 年 12 月 31 日，并将州和地方税收抵免上限提高至每户 4 万美元，此外有关清洁能源等财税扶持被取消。根据 CRFB 在 5 月 21 日发布的最新测算，十年内基础赤字达到 2.505 万亿美元（上周预测为 2.69 万亿美元），总赤字为 3.055 万亿美元（上周预测为 3.26 万亿美元）。从减税节奏上看，由于法案中涉及的减税手段大多在 2028 年或 2029 年到期，但受到中期选举以及 2028 年大选的不确定性影响，后续增收减赤举措能否落地还存在较大不确定性。因此，目前法案呈现出“赤字前置，增收后置”的特征，这也成为市场担忧美国财政可持续性的一大隐忧。向前看，参议院后续将启动法案审议与修订程序，经内部磋商形成参议院版本法案后，需与众议院版本进行跨院协调，待两院就细则条款达成一致后方可进入最终表决和总统签署阶段。考虑到共和党在参议院占据多数席位，且参议院共和党对政府赤字的容忍度相对高于众议院，法案在参议院推动阻力或小于众议院。风险提示：特朗普政策超预期；美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控；美联储维持高利率水平时间过长，引发金融系统流动性危机。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：张佳炜 证

券分析师：韦祎 研究助理：王茁）

宏观量化经济指数周报 20250518：央行报表总规模因何连月缩减？

观点 周度 ECI 指数：从周度数据来看，截至 2025 年 5 月 18 日，本周 ECI 供给指数为 50.24%，较上周回落 0.01 个百分点；ECI 需求指数为 49.91%，较上周回落 0.02 个百分点。从分项来看，ECI 投资指数为 49.95%，较上周回落 0.04 个百分点；ECI 消费指数为 49.74%，较上周回落 0.01 个百分点；ECI 出口指数为 50.16%，较上周回落 0.03 个百分点。月度 ECI 指数：从 5 月前三周的高频数据来看，ECI 供给指数为 50.25%，较 4 月回落 0.10 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 49.74%，较 4 月回升 0.02 个百分点；ECI 出口指数为 50.19%，较 4 月回落 0.07 个百分点。从 ECI 指数来看，在中美贸易谈判取得进展以后，本周工业生产有所企稳，预计随着出口订单的逐步修复，5 月份经济下行的压力将有所缓解，但结构上来，地产投资回升动力仍相对偏弱。消费方面，五一假期以来乘用车零售延续修复态势，截至 5 月前 11 日乘用车零售数量较上月同期回升 34%。而根据商务部的相关数据，2025 年以来（截至 5 月 11 日）汽车以旧换新补贴申请量已经达 322.5 万份，“以旧换新”对乘用车零售的支撑作用仍在延续；基建投资方面，5 月份以来石油沥青开工率加速回暖，且明显高于去年同期，同期建筑工地资金到位率也延续回暖，二季度基建投资有望进一步提速。出口方面，在中美贸易谈判取得进展后，我国集装箱出口航运价格指数整体回升，截至 5 月 16 日，美西、美东两条航线运价指数较 5 月 9 日分别回升 23.2% 和 21.5%，指向对美出口有望在 5 月份出现明显改善。ELI 指数：截至 2025 年 5 月 18 日，本周 ELI 指数为 -0.96%，较上周回落 0.07 个百分点。央行报表总规模因何连月缩减？2024 年 4 月人民银行资产负债表显示，截至 2025 年 4 月末，中央银行资产负债表总规模为 45.52 万亿元，相比 2025 年 3 月底环比下降 108.48 亿元，从主要影响因素

来看：（1）由于 2025 年 1 月份暂停国债买卖，自然到期导致央行持有的政府债规模缩减，4 月份“对政府债权”缩减 1823.5 亿元，截至 4 月末央行持有中央政府债权存量下降至 25.18 万亿，3 月至 4 月合计减少 2607 亿元，在第一季度货币政策执行报告中表示“从宏观审慎视角持续监测债市运行，根据市场供需变化灵活恢复操作”，为重启国债买卖预留了政策空间，若国债发行供给充足且利率期限的交易结构平稳，或会考虑重启国债净买入操作；（2）4 月份中央银行加大资本市场呵护力度，为中国版平准基金提供资金导致“对其他金融性公司债权”增加 3700 亿元，4 月 7 日至 8 日中央汇金表态将继续增持 ETF 稳定市场，人民银行也表示支持中央汇金，为稳定资本市场提供充足的再贷款，4 月份央行为稳定资本市场增加 3700 亿元支持性净投放；（3）从央行公开市场操作来看，4 月份央行在逆回购和 MLF 等操作上合计净投放 8208 亿元，但买断式逆回购净回笼 5000 亿元，且财政存款增加 3348 亿元，导致央行对其他存款性公司债权和其他存款性公司在央行的存款同步下降，由于 2025 年 5 月“降准”落地，预计降准对央行报表科目的置换效应或引致央行进一步“缩表”。风险提示：短期出现“抢出口”现象；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 20250518: 特朗普“漂亮法案”意外受挫，减税落地仍需等待

核心观点：超预期的中美关税谈判结果令市场信心大增，本周美债利率大幅走高，10 年期美债利率抬升至 4.477%，美股全线大涨，黄金大跌 3.65%。本周公布 4 月美国 CPI 超预期回落，但市场对关税反复风险的担忧犹存，对通胀前景仍然保持谨慎，此外本周由共和党提出的综合性财税法案未能在众议院预算委员会通过，反映出特朗普与民主党和部分温和派共和党在福利开支削减和保持预算平衡方面的分歧。向前看，近期受关税进展影响，黄金价格出现大幅回落，但央行购金从需求端支撑黄金价格的中长期逻辑仍未改变。大类资产：中美贸易谈判结果超预期令市场信心大增，美股大涨，美债利率上行，黄金大跌。本周一中美双方发表《中美日内瓦经贸会谈联合声明》，在取消全部报复性关税的同时暂停征收 24% 的对等关税 90 天，仅保留 10% 的对等关税，超预期的关税谈判结果令市场信心大增，美股大涨，美债利率走高；尽管后期公布的 CPI 和 PPI 通胀数据和消费者信心数据不及预期令美股涨幅收窄，美债利率回落，但全周市场已经由贸易利好消息主导。整体来看，全周（5 月 12 日至 16 日）10 年期美债利率升 9.85bps 至 4.477%，2 年期美债利率升 10.85bps 至 3.999%，美元指数升 0.75% 至 101.1；标普 500、纳斯达克指数分别收涨 5.27%、7.15%；现货黄金价格在避险情绪降温的影响下回落至 3203 美元/盎司，全周收跌 3.65%。海外经济：4 月美国 CPI 超预期回落，但未来通胀前景依旧面临上行压力。通胀方面，美国 4 月 CPI 环比+0.22%，预期+0.3%，前值-0.05%；同比+2.31%，预期+2.4%，前值+2.39%。4 月 CPI 核心环比+0.24%，预期+0.3%，前值+0.06%；核心同比+2.78%，预期+2.8%，前值+2.79%。从结构上看，与关税直接相关的家具家居品、休闲商品、医保商品和其他商品（主要为文具、婴幼儿产品分项）涨幅明显，而超核心通胀中的机票、酒店、休闲服务、教育&通讯服务的通缩构成主要拖累。在核心商品涨价、消费信心走弱的组合下，美国居民在服务消费上的需求出现走弱势头。尽管 4 月 CPI 环比超预期回落，但市场对关税反复风险的担忧犹存，对通胀前景仍然保持谨慎。

5 月开始，通胀大概率在基数效应下抬升。而关税给核心商品通胀的影响料进一步显现。消费方面，4 月美国零售销售环比+0.1%，预期+0%，前值由+1.4%上修至+1.7%；核心对照小组环比-0.2%，预期+0.3%，前值由+0.4%上修至+0.5%。关税带来的物价抬升和对未来的担忧已经令居民部门开始减少支出。领先指标方面，美国 5 月密歇根大学消费者信心指数初值 50.8，为历史第二低水平，预期 53.4，前值 52.2；1 年通胀预期初值 7.3%，为 1981 年以来的最高，前值 6.5%；5 年通胀预期初值 4.6%，为 1991 年以来的最高，前值 4.4%。货币政策方面，本周四 Powell 在美联储第二届 Thomas Laubach 研究会上表示美联储将修改 2019 年修订后的货币政策框架，由“关注过去一段时间内的平均通胀是否达到 2%”，转为“只关注当下通胀是否达到 2%”。从表面上看，美联储撤回平均通胀目标制（AIT）边际上意味着相对更加宽松的货币政策（过去高通胀不再被平均进去），降息门槛将有所下降。但事实上，面临关税给通胀带来更大的不确定性，美联储的选择依旧是数据依赖，等待迷雾散去。这也意味着关税政策变数消失前，美联储对降息将依旧采取谨慎的态度。增长方面，截至 5 月 16 日，亚特兰大联储 GDPNow 模型对 25Q2 美国 GDP 最新预测值为+2.4%；截至 5 月 16 日，纽约联储 Nowcast 模型对 25Q2 美国 GDP 预测值为+2.35%。

海外政治：财税“漂亮法案”意外受挫，减税落地仍需等待。本周由共和党主导的美国众议院预算委员会于美东时间 5 月 16 日以 21 票反对、16 票赞成的表决结果，否决了共和党提出的综合性财税法案（即特朗普主张的“One Big Beautiful Tax Cut”）。该法案的核心内容涵盖将《减税与就业法案》（TCJA）减税措施永久化、新增阶段性或永久性税收优惠及抵免条款，以及医疗补助计划（Medicaid）回滚等调整事项。据 CRFB 测算，当前众议院版本的法案将在未来十年带来 2.69 万亿美元的基础赤字和 3.26 万亿美元的总赤字，其中 3.82 万亿美元来自 TCJA 的延长。此外若法案通过，则 10 年后美国债务率将从基准情形（TCJA 正常到期）的 117%提升至 125%。在周五的表决中，4 名保守派共和党议员以法案“调整力度不足”为由投下反对票，主张加速 Medicaid 削减（要求 2029 年前完成）并彻底废除民主党时期实施的绿色能源税收优惠。此次预期外的否决充分反映了国会内部三大政治光谱的博弈：其一，民主党阵营因两党极化持续反对；其二，温和共和党派系倾向有限削减 Medicaid 或扩大州和地方税（SALT）抵扣；其三，财政鹰派则坚持收支相对平衡原则，要求任何 SALT 减免扩围必须通过更深度的福利削减和绿色税收抵免废止进行对冲。向前看，目前有关税收法案的主要矛盾和不确定性在于：两院对削减 Medicaid 等福利开支的态度如何；增量减税政策是否如约落地还是会出现重大调整。众议院预算委员会计划于美东时间本周日晚上 10 点重启磋商，预计在此期间共和党领导层、保守派的反对派和白宫之间将进行重新谈判和再次投票。若得以通过，法案在经规则委员会技术性修订后，将进入众议院全体表决及参议院协调程序。值得关注的是，该协调法案捆绑债务上限调整条款，而财政部预测的 X-date 恰为 8 月前后。这在一定程度上为法案表决设立最终截止日期，但同时也构成了政府和国会以及国会内不同党派之间的博弈筹码。

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

固收点评 20250528：恒帅转债：车用微电机领域先锋

事件 恒帅转债（123256.SZ）于 2025 年 5 月 29 日开始网上申购：总发行规模为 3.28 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于泰国新建汽车零部件生产基地项目、年产 1954 万件汽车微电机、清洗冷却系统零部件改扩建及研发中心扩建项目、研发中心改扩建项目。当前债底估值为 83.89 元，YTM 为 2.97%。恒帅转债存续期为 6 年，联合资信评估股份有限公司资信评级为 A+/A+，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.20%、0.40%、0.80%、1.50%、2.00%、2.50%，公司到期赎回价格为票面面值的 114.00%（含最后一期利息），以 6 年 A+ 中债企业债到期收益率 6.08%（2025-05-27）计算，纯债价值为 83.89 元，纯债对应的 YTM 为 2.97%，债底保护一般。当前转换平价为 98.93 元，平价溢价率为 1.08%。转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止，即 2025 年 12 月 05 日至 2031 年 05 月 28 日。初始转股价 62.55 元/股，正股恒帅股份 5 月 27 日的收盘价为 61.88 元，对应的转换平价为 98.93 元，平价溢价率为 1.08%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为 4.47%。下修条款为“15/30, 85%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”，条款中规中矩。按初始转股价 62.55 元计算，转债发行 3.28 亿元对总股本稀释率为 4.47%，对流通盘的稀释率为 14.71%，对股本摊薄压力较小。

观点 我们预计恒帅转债上市首日价格在 117.07~130.43 元之间，我们预计中签率为 0.0011%。综合可比标的以及实证结果，考虑到恒帅转债的债底保护性一般，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在 25% 左右，对应的上市价格在 117.07~130.43 元之间。我们预计网上中签率为 0.0011%，建议积极申购。公司主要从事车用微电机及以微电机为核心组件的汽车清洗泵、清洗系统产品的研发、生产与销售，致力于成为全球领先的汽车微电机技术解决方案供应商。公司专注于为整车厂和汽车零部件供应商提供车用微电机、清洗泵、清洗系统产品；有着技术沉淀和生产经验，熟悉汽车行业对汽车零部件在一致性、功能性与稳定性方面的高要求。2019 年以来公司营收稳步增长，2019-2023 年复合增速为 29.24%。自 2019 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“倒 V 型”波动，2019-2023 年复合增速为 29.24%。2023 年，公司实现营业收入 9.23 亿元，同比增加 24.99%。与此同时，归母净利润逐步上升，2019-2023 年复合增速为 32.67%。2023 年实现归母净利润 2.02 亿元，同比增加 38.87%。恒帅股份营业收入主要来源于微电机和高压清洗泵，产品结构年际调整。2021 年以来，伟测科技微电机业务收入逐年增长，2021-2023 年项目运营业务收入占主营业务收入比重分别为 30.17%、36.39% 和 39.43%，同时产品结构年际调整，其他主营业务规模占比稳定，其他收入、其他业务占比趋于稳定。恒帅股份销售净利率和毛利率维稳，销售费用率下降，财务费用率和管理费用率维稳。2019-2023 年，公司销售净利率分别为 19.71%、19.45%、19.78%、19.70% 和 21.89%，销售毛利率分别为 39.05%、38.56%、34.65%、33.15% 和 36.25%。

风险提示：申购至上市阶段正股波动风险，上市时点不确定所带来的机会成本，违约风险，转股溢价率主动压缩风险。

（证券分析师：李勇 证券分析师：陈伯铭）

行业

社会服务行业深度报告：连锁餐饮行业框架（一）：规模与格局，逆周期下的连锁化浪潮

投资要点 数万亿大市场容纳多重需求：2024 年中国餐饮市场规模达 5.6 万亿元人民币，近 5 年行业 CAGR 为 3.6%，限额以上餐饮收入 5 年 CAGR 为 10.1% 高于行业。2023 年餐饮细分市场正餐、快餐及其他休闲餐饮类型（含咖啡茶饮、烘焙、小酒馆等）分别占比 68.1%、23.5% 和 8.4%。行业同时容纳高频刚性需求和可选需求，在不同经济周期中均呈现结构性机会，上市公司餐饮品牌主要集中在大众到中端价位段。连锁化率持续提升，线上化率疫后增长放缓：2015-2024 年，中国连锁餐饮规模从 4797 亿元增至 11063 亿元，年复合增长率达 9.7%，推动连锁化率从 12% 逐年递增至 20%；对近 10 年餐饮规模增长的贡献率为 38%。餐饮线上化则经历了一个更为激进的过程，自 2015 年起步至 2024 年规模达 15813 亿元，年复合增长率高达 25.0%，带动线上化率从 4% 跃升至 28%，线上销售对近 10 年餐饮规模增长的贡献率达 81%。连锁餐饮行业扩张动力：可归集为需求端的人口结构及消费习惯、居民收入提升，供给端的餐饮产品创新、服务水平提升、规模化扩张、品牌化发展等六大增长要素。在需求明确走好之前，行业增长仍以供给驱动为主，经营主体通过产品创新、服务水平提升、品牌化发展走出价格内卷的同时坚持规模化扩张，才能跑出连锁餐饮行业的超额收益。根据中国行政区划及购物中心项目数据估算，中国大众餐饮第一梯队品牌的门店数天花板应在高于 4 万个，成为中国大众饮食中的“基础设施”型企业；主攻购物中心配套及轻社交场景的正餐品牌的店数天花板应在几千家水平。连锁餐饮行业 CR10 逐年提升，快餐+茶饮标准化程度高、瓜分规模前十，均已在不同交易所上市。连锁餐饮行业 CR10 从 2015 年的 23.7% 逐步上升至 2024 年的 30.3%，行业的集中度逐年提升，但考虑连锁化率仍仅 20%，餐饮行业格局仍为高度分散。全国统一大市场政策导向，助力行业龙头进一步规模化扩张。细分行业纵览：快餐标准化程度高、行业天花板高，中式快餐上市进行时。正餐中火锅领军品牌海底捞屹立不倒，进军海外市场；其他中式正餐各站山头，线上平台助力正餐快餐化。茶饮咖啡加盟模式驱动跑马圈地；下沉市场蜜雪冰城主导，中端市场瑞幸暂领先。餐饮出海：国内市场竞争加剧，出海成为头部企业第二增长曲线。海外逾 6000 万华人华侨群体支持中国餐饮品牌初始产业化，本土消费者进一步助力品牌扩张。正餐及快餐品牌倾向于以直营模式进行海外扩张，茶饮则以加盟为主。海外业务挑战主要有产品本地化、供应链及物流体系搭建、政策法规和劳工制度差异等。投资建议：推荐关注凭借供应链优势及强品牌稳步加密国内门店网络、推进海外扩张的茶饮龙头蜜雪集团的长期价值。建议关注品牌势能提升、仍在扩店趋势中的百胜中国、达势股份、特海国际、小菜园、绿茶集团、同庆楼、古茗、茶百道、奈雪的茶、沪上阿姨、霸王茶姬、瑞幸咖啡等餐饮品牌在消费回暖情况下带来的盈利预期提升机会。风险提示：成本控制不当、供应链管控不当、食品安全问题、市场竞争激烈、消费者需求变化、宏观经济走弱等风险

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：石琦瑄

研究助理：王琳婧）

汽车智能化 6 月投资策略：价格战干扰期，底部布局优质标的

n 为何我们建议 All in 汽车智能化？1）汽车智能化本质是一场出行革

命。【L3 智能化帮助车企卖车】-【L4 Robotaxi 实现车企软件收费】-【自主品牌实现全球崛起】是汽车智能化三部曲。2) 2025 年汽车智能化或是拐点之年！城市 NOA (L3 智能化核心体验) 普及是推动智能化成为消费者购车前三考虑因素的力量。目前我们根据【引领车企新车周期—终端草根调研—爆款车型验证】体系将紧密跟踪【L3 智能化渗透率】2025-2027 年从 10%-50%-80%+ 的变化过程。3) 汽车智能化是淘汰赛模式，强者恒强。整车未来或分为三类公司：B 端 Robotaxi 运营+C 端个性化品牌+整车高端制造。零部件或分为两类公司：模块化供应商+单一品类供应商。n5 月智能化总结：关键词或是价格战开启。1) 关于价格战：比亚迪经过 4-5 月份市场检验其智驾版本车型需求不及预期且非智驾版本库存去化节奏较慢，5 月 23 日比亚迪开启海洋网 5 月 26 日开启王朝网的降价宣传，以及吉利也采取了跟进措施。2) 关于智驾 OTA：5 月小鹏在 mona03max 上市同步开启天玑 5.7.0 升级。3) 重要新车：理想为下一代智能化能力预埋硬件，2025 款 L 系列车型率先搭载 700TOPS 英伟达 Thor-U 芯片，并上车禾赛新一代 ATL 激光雷达；小米新车 YU7 标配激光雷达和城市 NOA 级智能驾驶。小鹏 mona03max 开启 15 万元智驾时代，且首发人机共驾。华为尊界 S800 正式上市。n2025 年汽车智能化主线选股：Ø 继续看好智能化整车！智能化是内核，新车周期/月度销量是落地跟踪，机器人布局是锦上添花！港股>A 股。港股（小鹏汽车-W+理想汽车-W+小米集团-W 等）/A 股（比亚迪+上汽集团+赛力斯等）。Ø 看好智能化增量零部件：AI 芯片（地平线机器人-W+黑芝麻智能），域控制器（德赛西威+华阳集团+均胜电子+知行科技等）。线控底盘（伯特利+耐世特），汽车电子（保隆科技+经纬恒润等）。Ø n 风险提示：乘用车价格战超预期；终端需求恢复低于预期；L3 级别自动驾驶政策推出节奏不及预期。

（证券分析师：黄细里）

推荐个股及其他点评

禾赛科技 (HSAI): 2025 年一季度点评: 产品切换顺利上量, 看好智驾与泛机器人双擎增长

关键词: #新产品、#新客户 投资要点 事件: 公司发布 2025 年一季度报, 25Q1 实现营收 5.3 亿元, 同比+46.3%, 环比-27.0%; 归母净利润 -0.2 亿元, 同比减亏 83.6%, 环比转亏; Non GAAP 净利润 0.1 亿元, 同比扭亏, 环比-95.0%。毛利率 41.7%, 同比+3.0pct, 环比+2.7pct。海内外合作稳步推进, 持续完善 L2-L4 产品矩阵。25Q1 ADAS 激光雷达出货量同比+178.5%至 14.6 万台。公司与日本某全球前五 Tier 1 达成新合作项目; 与欧洲、日本头部车企和 Tier 1 合作的 3 个验证开发项目落地。公司预计海外 TAM 可达 300-600 亿美元, 对应单车激光雷达价值量 500-1000 美元。国内公司与奇瑞 iCAR、长城欧拉达成合作, 并斩获极氪与吉利新车型, 同时理想 MEGA 及 L 系列将全系标配公司 ATL 激光雷达。ATX 已获 12 家国内外主机厂定点, 25Q1 交付量近 4 万台。截至 2025M5, 公司已获 23 家 OEM ADAS 定点, 涉及 120 款车型。公司发布 AT1440 超高清激光雷达、ETX 超远距激光雷达、FTX 纯固态补盲激光雷达以及面向 L2-L4 的千厘眼解决方案, 持续完善产品矩阵。割草机器人深化合作, L4 商用场景可期。25Q1 泛机器人激光雷达出货量同比+649.1%至 5.0 万台。23 年全球割草机器人市场规模约 15 亿美元, 北美渗透率不足 5%, 随国内厂商技术突破, 渗透率有望快速提升, 带动机器人领域激光雷达销量增长。25Q1

公司与追觅可庭科技签署协议，25Q2起12个月内将供应30万颗JT系列激光雷达赋能其割草机器人。公司为百度Apollo Go、滴滴自动驾驶、小马智行、文远知行、Momenta等Robotaxi厂商合作伙伴，同时也为无人物流车等非乘用车场景供应激光雷达，有望受益于L4商用落地。全年业绩指引不变，海外产能或26年底落地。公司维持25年收入30-35亿元的指引，对应同比+44%至+69%；毛利率目标维持40%；GAAP净利润2.0-3.5亿元人民币。25年底产能目标仍为200万台/年，25年资本开支0.3-0.5亿美元。公司指引二季度出货量超30万台。公司于2025M5签署租赁协议，海外产能预计将于26年底或27年初投运，为公司向海外市场出货提供有力支撑。盈利预测与投资评级：我们认为今年是智驾下沉与Robotaxi、作业机器人、无人配送车等等L4商用端渗透的拐点年，公司作为全球高性能激光雷达龙头有望充分受益，我们维持公司2025-2027年归母净利润0.3/0.7/1.2亿美元的预期，当前市值对应PE分别为81/37/22倍，维持“买入”评级。风险提示：智驾发展不及预期、技术路径变更、竞争加剧。

（证券分析师：张良卫 研究助理：李博韦）

金山软件（03888.HK）：2025Q1业绩报点评：关注《解限机》上线进展，办公聚焦AI、协作和国际化

投资要点 事件：2025Q1公司实现营业收入23.38亿元，yoy+9.41%，qoq-16.28%，归母净利润为2.84亿元，yoy-0.24%，qoq-38.32%。游戏业务：存量产品稳健运营，期待《解限机》上线表现。2025Q1公司网络游戏及其他收入为10.37亿元，yoy+13.71%，qoq-19.73%，占收入比44.33%，收入同比增长主要系《尘白禁区》《剑网3》贡献收益，环比下降主要系《剑网3》Q1商业化内容发布较少所致。展望后续，我们看好公司存量产品延续长线运营，2024年6月《剑网3无界》推出，有效促进《剑网3》用户增长和活跃度提升，看好公司持续更新迭代游戏内容，《剑网3》《尘白禁区》等存量产品有望稳健贡献业绩，新游方面，科幻机甲射击游戏《解限机》测试期间Steam同时在线人数最高超31.7万人，产品计划于2025年7月上线，持续关注产品定档节奏、上线表现，看好《解限机》成为公司新品类新赛道的一大突破。办公业务：持续聚焦AI、协作、国际化，关注出海进展。2025Q1公司办公软件及服务收入13.01亿元，yoy+6.21%，qoq-13.30%，占收入比55.67%，收入同比增长主要系WPS个人和WPS 365业务增长，部分被WPS软件业务下滑所抵消，环比下降主要系WPS软件业务的减少。WPS个人业务收入稳健增长主要得益于以提升AI活跃用户数为核心的运营策略以及丰富的会员权益，驱动用户基数及付费用户数增长，WPS 365业务增长主要来自公司持续助力组织级客户实现数智化办公，并加速覆盖民营企业及地方国企。WPS软件业务的减少主要受信创2025年新采购流程影响。截至2025Q1，公司办公软件主要产品月活跃设备数为6.47亿，同比增长8%，环比增长2%。展望后续，公司将聚焦AI、协作和国际化，期待海外WPS个人业务通过本地化运营及差异化功能，有望快速增长贡献增量。持续研发投入，推进AI及新游品类开发。2025Q1公司研发、销售、管理费用分别为8.28、3.40、1.60亿元，yoy+16.14%、30.30%、0.01%，qoq+13.34%、+0.06%、+4.96%，其中研发费用同比增长主要系员工人数及AI相关开支的增加，以支持金山办公集团发展AI及协作能力，以及游戏新品类投入，环比增长主要系人员相关开支（包括计提的绩效奖金）增加所致，销售费用同比增加主要系新游推广所致。盈利预测与投资评级：我们维持此前盈利预测，预计2025-2027年EPS分别为1.33/1.65/1.95元，对应当前股价PE分别为25/20/17倍。我们看好公司双主业稳健发展，

期待游戏新品类新赛道突破，办公 AI 及出海持续落地，维持“买入”评级。 风险提示：存量流水下滑风险，新游流水不及预期风险，办公业务进展不及预期风险，行业监管风险

（证券分析师：张良卫 证券分析师：周良玖
证券分析师：陈欣）

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>