

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-05-28

宏观策略

2025 年 05 月 28 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。

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

固收周报 20250525: 关注存款利率下调后的大行同业存单配置价值

总的来看, 美联储目前处于“数据依赖模式”, 短期内 (6 月) 大概率按兵不动, 但若经济数据 (如就业、零售销售) 进一步疲软, 7-9 月可能成为降息起点。风险提示: 外部政策冲击, 国内政策调整。

固收周报 20250525: 建议关注未上市泛科技转债标的

国内权益方面大盘红利前期利多出尽, 在周五午盘后出现明显回调, 同时小微盘题材高低切换加速, 波动较大, 体现在转债部分大盘、小盘跌幅大于中盘。我们认为银行系标的的下跌一方面由于前期累积涨幅较大,

晨会编辑 李勇

执业证书: S0600519040001

010-66573671

liyong@dwzq.com.cn

股性有所增强，另一方面一季度强调的稀缺性逻辑仍然成立，目前排队的仅西安银行一家，且 pb 远小于 1，继续建议抢筹配置。另一方面，目前权益市场主线尚不明朗，泛科技题材高低切换频繁，尚未发行标的中不乏质优的泛科技增量标的，包括但不限于茂莱光学、可川科技神宇股份、美力科技等，建议投资人择时于切换低位抢筹配售

固收点评 20250524：绿色债券周度数据跟踪（20250519-20250523）

本周（20250519-20250523）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 13 只，合计发行规模约 94.60 亿元，较上周减少 8.53 亿元。绿色债券周成交额合计 550 亿元，较上周增加 20 亿元。

固收点评 20250524：二级资本债周度数据跟踪（20250519-20250523）

本周（20250519-20250523）银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债 4 只，发行规模为 560.00 亿元。二级资本债周成交量合计约 1945 亿元，较上周减少 479 亿元。

固收深度报告 20250520：债券“科技板”见微知著：从案例盘点看何种城投主体正在发行科创债？

从定性、定量双重角度探究可发行科创债的城投平台共性：外部评级达 AAA 级、行政级别在地市级及以上且地处省内核心城市的城投平台，若业务领域中承担较多科创孵化任务或主管区域市政服务和城市大基建项目，且在资产、营收、净利润三项关键财务指标上未全部呈现较高的地方政府依赖度，即与地方政府之间的业务往来控制在一定水平以内，则其在科创债预计在政策护航下快速发展扩容的未来，以该品种作为新增融资渠道的可行性有望大幅增加。风险提示：数据统计偏差；科创债政策风险；债市超预期波动。

行业

机械设备行业点评报告：从机器人格斗大赛看，人形机器人产业进展走到哪一步？

投资建议：推荐【中大力德】【长盛轴承】【奥比中光】【华锐精密】，建议关注【首程控股】【卧龙电驱】【凌云光】【汉威科技】。风险提示：人形机器人量产进度不及预期，技术进步不及预期，宏观经济风险。

环保行业跟踪周报：水污染治理从关注“老大难”到“提质增效”，固废板块提分红+供热 IDC 拓展提 ROE

政策跟踪：七部门印发《美丽河湖保护与建设行动方案（2025—2027 年）》，从关注“老大难”到“提质增效”。方案锚定三个时间节点目标要求：到 2027 年，美丽河湖建成率达到 40%左右；到 2030 年，美丽河湖建设取得明显成效；到 2035 年，美丽河湖基本建成。方案中共明确 19 项措施。2015 年 4 月出台的“水十条”重点解决攻坚克难过程中的“老大难”问题，本次方案重点是在提质增效上下功夫，解决的不仅仅是水污染治理，更多的还有水资源的保障、水生态的修复等问题。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。

推荐个股及其他点评

阿里巴巴-W（09988.HK）：FY2025Q4 季报点评：核心主业超预期，AI 持续投入

盈利预测与投资评级：考虑淘天业务主业的盈利能力在快速回升，我们认为未来公司整体 EBITA Margin 仍处于恢复阶段。因此我们将

FY2026/FY2027 的 Non-GAAP 净利润预测由 167,721/181,542 百万元调整为 171,156/188,575 百万元，预计 FY2028 的 Non-GAAP 净利润为 210,307 百万元，FY2026/FY2027/ FY2028 对应 PE (Non-GAAP) 为 12/11/10 倍 (港币/人民币=0.92, 2025 年 5 月 24 日)。考虑公司 GMV 增长情况及货币化进程的加快，以及公司持续回购分红，维持“买入”评级。

继峰股份 (603997): 系列深度报告 (三): 海外拐点临近，座椅加速放量

盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2025-2027 年归母净利润分别为 6.46 亿元、10.97 亿元、13.84 亿元的预测，对应的 EPS 分别为 0.51 元、0.87 元、1.09 元，2025-2027 年市盈率分别为 27.10 倍、15.98 倍、12.66 倍。公司作为乘用车座椅行业自主龙头，行业空间广阔，国产替代加速；且公司正处于业绩反转向上，应享受一定估值溢价。因此，我们维持“买入”评级。风险提示：汽车行业销量不及预期；新业务发展不及预期；海外整合不及预期。

亚朵 (ATAT): 2025Q1 业绩点评：上调收入指引，提高股东回报

盈利预测与投资评级: 亚朵作为定位高端市场的连锁酒店集团，上市加速扩张，轻居品牌切入中端市场有望打造第二曲线，盈利能力持续提升。基于零售业务超预期，上调亚朵盈利预期，2025-2027 年归母净利润分别为 16.3/20.3/24.6 亿元 (2026/2027 年前值为 12.9/16.1 亿元)，对应 PE 估值为 20/16/13 倍，维持“增持”评级。风险提示：居民出行消费需求走弱，行业竞争加剧，门店增长不及预期

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

固收周报 20250525：关注存款利率下调后的大行同业存单配置价值

观点 存款利率下调，如何看待债市对此的定价幅度？本周（2025.5.19-2025.5.23），10年期国债活跃券收益率从上周五的1.679%上行1bp至1.689%。周度复盘：周一（5.19），4月经济数据公布，工业增加值当月同比6.1%，Wind一致预期为5.2%；社会消费品零售总额当月同比为5.1%，Wind一致预期为5.5%；固定资产投资累计同比为4%，Wind一致预期为4.3%。4月经济数据整体平稳，尚未显现出关税冲击的影响，债市对此反应平淡。尾盘出现存款利率下调预期，10年期国债活跃券收益率迅速下行，全天10年期国债活跃券收益率下行2.4bp。周二（5.20），存款利率下调落地，1年期和2年期整存整取利率均下调15bp至0.95%和1.05%，3年期和5年期整存整取利率均下调25bp至1.25%和1.3%。同时，当日公布的1年期和5年期LPR均下调10bp，与7天期逆回购利率下调10bp同步。对于存款利率的下调已经于周一反应完毕，周二出现止盈情绪，全天10年期国债活跃券收益率上行1.1bp。周三（5.21），随着4月经济数据的公布，进入短暂的数据“空窗期”，债市无明显交易方向，维持窄幅波动，全天10Y国债活跃券收益率上行0.8bp。周四（5.22），尾盘央行公开本月MLF投放5000亿元，到期1250亿元，净投放3750亿元。5月买断式逆回购到期12000亿元，MLF超预期净投放意味着央行仍将保持流动性充裕，全天10Y国债活跃券收益率上行1.2bp。周五（5.23），50年期国债发行利率2.1%，高于市场预期，带动二级市场收益率上行，同时因为存款利率下调带来的“存款搬家”效应，大行开始提价发行同业存单，同样对二级利率市场带来影响。午后股票市场突发跳水，带来“股债跷跷板”效应，债券收益率下行，全天10Y国债活跃券收益率上行0.3bp。周度思考：从2023年以来存款利率下降后的债券走势来看，1年期和10年期国债收益率的表现不一，并不一定会带来债券收益率的迅速下行，更多需要考虑当时的基本面、政策环境和交易情绪。我们预计债券收益率对此次存款利率下调的短期情绪影响告一段落，但大行为了预防存款搬家而提价发行同业存单的情况将持续，建议关注大行同业存单的配置价值。债券市场自4月中旬以来，保持“低波动”，原因在于经济数据平淡无超预期，同时央行将资金引导至政策利率附近，流动性均衡，没有增量信息，与2024年4-9月的情形类似。彼时在9月底刺激政策后，收益率瞬间迅速上行，随后则因为12月的非银存款自律协定势如破竹般下行。我们预计后续债券收益率下行触发因素在于再一次幅度至少20bp降息（类似于去年12月的非银存款自律协定），从而消化“抢跑”下行的收益率。 屋销售总数环比、5月PMI初值和失业救济金等一系列数据公布，后市美债收益率如何变化？上周（0519-0523）美债收益率长端周k连续4周收阳，同时短端在上周结束了3周连阳，长短端的分化导致期限利差继续走扩，联同市场对美债短期供需失衡的担忧，曲线趋向“熊陡”；同时如果从25年以来看变化，收益率曲线整体是下移的，因此目前的上移也可以理解为对联储降息预期收敛的某种短期修复。困难的是我们很难区别结构性因素（美债供需）和周期性因素（货币政策）谁为主导，这部分来源于所谓内生性。我们认为如下情景或为大概率情景：有效关税增量难以补充特朗普减税政策带来的核算赤字增量，更多的供给由结构发生变化的需求所消化，其中美外部相对需求下降，美内部相对需求上升；公共部门相对需求下降，私人部门相对需求上升，同时联储25

年降息 1—2 次，减缓缩表以平衡鸽鹰关切并支持实际上扩张性的财政政策。基于以上情景假想，美债长端或偏箱体震荡，区间范围 4—4.5%，短端（2 年期而非 3 月期）易降难升，久期策略整体建议取短。我们在延续上周观点的基础上，结合增量数据，思考如下：（1）成屋销售持续疲软，新屋销售超预期增长。最新数据显示，4 月美国成屋销售总数为 400 万套，低于前值的 402 万套和预期的 410 万套。成屋销售总数环比为 -0.5%，低于预期的 2%，成屋库存达 145 万套，同比激增 20.8%，创近五年新高。4 月份美国的新屋住房销售数量为 74.3 万套，明显高于前值的 67 万套和预期的 69.5 万套。新屋住房销售数量环比变化 10.9%，明显优于预期的 -4%，创 2022 年 2 月以来最高水平，这反映建筑商降价策略见效。总的来看，成屋销售持续疲软，高利率抑制需求，新屋销售超预期增长，建筑商降价策略见效，这反映出美国房地产市场的分化现象——新屋销售受益于建筑商策略性降价，而成屋市场受制于高利率和高库存。（2）美国 5 月制造业、服务业和综合 PMI 初值全面上升，高于市场预期；5 月 17 日当周首次领取失业金人数有所回落，5 月 10 日当周续请失业救济人数上升，显示部分失业者再就业难度增加。最新数据显示，美国 5 月 Markit 制造业 PMI 初值录得 52.3，明显高于上个月的 50.2，超出预期的 49.9，创三个月新高，自 2022 年 6 月以来最显著改善，新订单增速达 15 个月最高，主要推动力来自库存激增，企业因关税缓冲期提前囤货。服务业 PMI 初值升至 52.3，高于上个月的 50.8，优于预期的 51，创两个月新高；综合 PMI 初值升至 52.1，高于上个月的 50.6，优于预期的 50.3，显示经济活动整体改善。PMI 数据显示投入成本与销售价格同步飙升，可能推高未来数月 CPI。失业金数据方面，5 月 17 日当周首次申请失业救济人数回落至 22.7 万人（前值 22.9 万人），优于预期水平的 23，连续第二周下降，显示就业市场仍具韧性；5 月 10 日当周持续申请失业救济人数为 190.3 万人（前值 188.1 万人），劣于预期的 188.2 万人，小幅上升，反映部分失业者再就业难度增加。四周移动平均申请人数升至 23.15 万，为去年 10 月以来最高，预示未来就业增长可能放缓。（3）美联储 5 月议息会议强调维持利率不变，货币政策转向“数据依赖模式”。美联储在 2025 年 3 月议息会议上维持联邦基金利率目标区间在 4.25%-4.5% 不变，政策声明新增表述强调“失业率和通胀的双重风险上升”，并指出“经济前景的不确定性进一步加剧”。美联储主席鲍威尔在会后发布会上表示，当前政策仍具“限制性”，但需“边走边看”，这强调美联储将依赖数据决策，而非预设路径。鲍威尔在 5 月 15 日的讲话中承认“通胀波动性将高于疫情前”，并暗示未来可能调整货币政策框架。芝加哥联储主席古尔斯比在 5 月 20 日表示“政策调整门槛仍高”，需看到更明确的通胀回落信号。截至 5 月 23 日，Fedwatch 预期 2025 年 6 月降息 25bp 的概率降至为 5.4%，7 月降息概率升至 26.9%。9 月份在 6 月份已经降息 25bp 的前提下再下降 25bp 的概率达 15.7%。总的来看，美联储目前处于“数据依赖模式”，短期内（6 月）大概率按兵不动，但若经济数据（如就业、零售销售）进一步疲软，7-9 月可能成为降息起点。风险提示：外部政策冲击，国内政策调整。

（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 20250525：建议关注未上市泛科技转债标的

上周（0519—0523）美债收益率长端周 k 连续 4 周收阳，同时短端在上周结束了 3 周连阳，长短端的分化导致期限利差继续走扩，联同市场对美债短期供需失衡的担忧，曲线趋向“熊陡”；同时如果从 25 年

以来看变化，收益率曲线整体是下移的，因此目前的上移也可以理解为对联储降息预期收敛的某种短期修复。困难的是我们很难区别结构性因素（美债供需）和周期性因素（货币政策）谁为主导，这部分来源于所谓内生性。我们认为如下情景或为大概率情景：有效关税增量难以补充特朗普减税政策带来的核算赤字增量，更多的供给由结构发生变化的需求所消化，其中美外部相对需求下降，美内部相对需求上升；公共部门相对需求下降，私人部门相对需求上升，同时联储 25 年降息 1—2 次，减缓缩表以平衡鸽鹰关切并支持实际上扩张性的财政政策。基于以上情景假想，美债长端或偏箱体震荡，区间范围 4—4.5%，短端（2 年期而非 3 月期）易降难升，久期策略整体建议取短。国内权益方面大盘红利前期利多出尽，在周五午盘后出现明显回调，同时小微盘题材高低切换加速，波动较大，体现在转债部分大盘、小盘跌幅大于中盘。我们认为银行系标的的下跌一方面由于前期累积涨幅较大，股性有所增强，另一方面一季度强调的稀缺性逻辑仍然成立，目前排队的仅西安银行一家，且 pb 远小于 1，继续建议抢筹配置。另一方面，目前权益市场主线尚不明朗，泛科技题材高低切换频繁，尚未发行标的中不乏质优的泛科技增量标的，包括但不限于茂莱光学、可川科技神宇股份、美力科技等，建议投资人择时于切换低位抢筹配售。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：海亮转债、合兴转债、好客转债、鹰 19 转债、浦发转债、利群转债、中金转债、美锦转债、希望转债、和邦转债。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 20250524：绿色债券周度数据跟踪（20250519-20250523）

观点 一级市场发行情况：本周（20250519-20250523）银行间市场及交易所市场共新发行绿色债券 13 只，合计发行规模约 94.60 亿元，较上周减少 8.53 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；主体评级多为 AAA、AA+、A-级；发行人地域为广东省、北京市、江苏省、上海市、安徽省、天津市、云南省；发行债券种类为中期票据、私募公司债、交易商协会 ABN、一般公司债。二级市场成交情况：本周（20250519-20250523）绿色债券周成交额合计 550 亿元，较上周增加 20 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 257 亿元、226 亿元和 54 亿元；分发行期限来看，3Y 以下绿色债券成交量最高，占比约 82.07%，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、交运设备，分别为 252 亿元、109 亿元和 19 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 180 亿元、49 亿元和 47 亿元。估值偏离度前三十位个券情况：本周（20250519-20250523）绿色债券周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交幅度小于溢价成交，折价成交的比例小于溢价成交。折价个券方面，折价率前三的个券为 20 德源绿色债 01（-0.4861%）、25 盛虹科技 CP002(绿色)（-0.4837%）、24 云能投 GN001（-0.4712%），其余折价率均在 -0.30% 以内。主体行业以建筑、交运设备为主，中债隐含评级以 AA、AA（2）、AA+、AAA 评级为主，地域分布以江苏省、浙江省居多。溢价个券方面，溢价率前四的个券为 25 水能 G1（0.8252%）、20 吉安绿色债（0.4336%）、25 雅砻江 MTN001B(碳中和债)（0.3541%）、21 广东债 14（0.3531%），其余溢价率均在 0.30% 以内。主体行业以房地产、公用事业、建筑、金融为主，中债隐含评级以 AAA、AA+、AA 评级为主，地域分布以广

东省、北京市、江苏省、山东省居多。 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 20250524：二级资本债周度数据跟踪 (20250519-20250523)

观点 一级市场发行与存量情况： 本周 (20250519-20250523) 银行间市场及交易所市场共新发行二级资本债 4 只，发行规模为 560.00 亿元。发行年限为 10Y；发行人性质为地方国有企业、大型民企、中央金融企业；主体评级为 AAA、AA+；发行人地域为北京市、上海市、广西壮族自治区、浙江省。 截至 2025 年 5 月 23 日，二级资本债存量余额达 45,778.05 亿元，较上周末 (20250516) 增加 160.0 亿元。 二级市场成交情况： 本周 (20250519-20250523) 二级资本债周成交量合计约 1945 亿元，较上周减少 479 亿元，成交量前三个券分别为 25 中信银行二级资本债 01BC (304.50 亿元)、25 工行二级资本债 02BC (168.50 亿元) 和 25 工行二级资本债 01BC (105.78 亿元)。 分发行主体地域来看，成交量前三为北京市、上海市和福建省，分别约为 1485 亿元、127 亿元和 72 亿元。 从到期收益率角度来看，截至 5 月 23 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：0.05BP、0.28BP、-0.18BP；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：0.03BP、0.28BP、-0.26BP；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、0.28BP、-2.45BP。 估值偏离%前三十位个券情况： 本周 (20250519-20250523) 二级资本债周成交均价估值偏离幅度整体不大，折价成交的比例大于溢价成交，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 23 沧州银行二级资本债 01 (-1.3842%)、24 东台农商二级资本债 01 (-1.0822%)、24 沧州银行二级资本债 01 (-0.7971 %)，其余折价率均在 -0.45% 以内。 中债隐含评级以 AAA-、AA-、A+ 评级为主，地域分布以北京市、浙江省、江苏省居多。 溢价个券方面，溢价率前三的个券为 21 长沙银行二级 (0.5041%)、24 平安银行二级资本债 01B (0.4395%)、23 汉口银行二级资本债 02 (0.2511%)，其余溢价率均在 0.20% 以内。中债隐含评级以 AA、AA-、AA+ 评级为主，地域分布以浙江省、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)

固收深度报告 20250520：债券“科技板”见微知著：从案例盘点看何种城投主体正在发行科创债？

观点 产业类主体在科创债市场的参与度显著高于城投类主体：1) 当前产业类主体占据我国科创债发行的主导地位，其发行数量和规模均远高于城投类主体，或主要系城投类主体主营业务与科技创新属性关联度不高以及城投类主体在化债政策执行过程中新增发债受限所致。2) 城投类主体在科创债市场的参与度明显较低，一方面可能由于其业务领域相对以公益性运营居多，市场化经营以贸易业务、地产业务为主，且与地方政府基建项目绑定较深，因此在科技创新领域投入较少，符合科创债发行标准及条件的项目有限；另一方面可能由于 35 号文发布后名单内的城投平台基本只能以“借新换旧”名义在债市融资，银行间市场和交易所市场均对平台新增发债审核较严，因此，由于城投类主体通过新增发债进行融资的渠道受阻，故发行科创债的可行性进一步降低。3) 若区分科创票据和科创公司债来观察，则可以发现尽管产业类主体在科创票据和科创公司债的发行中均为主力军，但城投类主体与产业类主体在两类科创债中的参与程度存在一定差异，即相较于科创票据，城投类主体更倾向于选择科创公司债作为债市融资工

具，表明城投平台在交易所市场中发行科创债的意愿及可行性相对更高，一方面或由于交易所市场对于科创债品种的审核与管理机制较银行间市场更为成熟与完善，另一方面或与科创公司债对于孵化产业园类发行人的支持力度较科创票据更充足、条件较科创票据更宽松，且有私募发行选项可提升发行成功率有关。城投类主体发行科创债募资用途以偿还有息债务为主：1) 自一揽子化债政策实施以来，城投类主体发行的科创债的募集资金用途主要包括三类：a) 置换用于偿还到期的公司债券本金的自筹资金、股权投资出资或基金前期出资：属于该资金用途大类的债券共计 11 只，合计规模为 150 亿元；b) 对科技创新领域相关投资支出进行置换：属于该资金用途的债券共计 5 只，合计发行规模为 42 亿元；c) 偿还有息债务：属于该资金用途的债券共计 24 只，合计发行规模为 277.02 亿元。2) 其中，第二类募资用途的科技创新属性更强，与“科创”概念的相关度更高，而第三类募资用途的科技创新属性较弱，与“科创”概念的相关度较低。从定性、定量双重角度探究可发行科创债的城投平台共性：1) 基于对 14 家于 2023 年 10 月以来已成功发行科创债的城投类主体的基本面情况逐一复盘归纳，可知信用资质优良、市场化程度高、“335 指标”契合度高或成为城投类主体可发行科创债的核心特征，换言之，倘若城投平台意图将科创债这一品种作为新增融资的突破口，则需在平台资质、业务领域和关键财务数据上尽量优化。2) a) 平台资质：14 家平台普遍具备较高的外部评级，多数为 AAA 级主体，且结合行政级别而言，省级和地市级平台居多，同时地市级平台均来自于省内核心城市，区县级平台亦来自于省内实力较强的区县，因此整体呈现较优的信用资质水平。b) 业务领域：14 家平台的主营业务大多围绕产业投资、公用事业以及交通建设运营等领域，业务布局兼具政策导向性和市场化属性，或符合所在区域的发展战略，或与科技创新需求有所关联。c) 关键财务数据：14 家平台尽管均未完全满足“335”标准，但多数平台至少可满足其中 1 项指标，并且对地方政府回款依赖程度较低或盈利能力相对独立于地方政府支持的平台在发行科创债上相对更具优势，即更易成为科创债的发行主体。3) 综上，外部评级达 AAA 级、行政级别在地市级及以上且地处省内核心城市的城投平台，若业务领域中承担较多科创孵化任务或主管区域市政服务和城市大基建项目，且在资产、营收、净利润三项关键财务指标上未全部呈现较高的地方政府依赖度，即与地方政府之间的业务往来控制在一定水平以内，则其在科创债预计在政策护航下快速发展扩容的未来，以该品种作为新增融资渠道的可行性有望大幅增加。风险提示：数据统计偏差；科创债政策风险；债市超预期波动。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

行业

机械设备行业点评报告：从机器人格斗大赛看，人形机器人产业进展走到哪一步？

投资要点 事件：“CMG 世界机器人大赛——机甲格斗擂台赛”5 月 25 日完赛 5 月 25 日晚，“CMG 世界机器人大赛系列赛——机甲格斗擂台赛”完赛，四台宇树 G1 机器人登台比拼。本次比赛在杭州举办，由央视科教频道全程直播。比赛采用积分制，共 3 回合，每回合 2 分钟。共有四支队伍参赛。参赛队伍分别通过手动、语音以及体感遥控的方式各自操纵宇树 G1 展开对抗。格斗大赛中，机器人的优秀运动控制能力体现在哪些方面？在格斗技能方面，宇树 G1 机器

人展现出高超的运动控制能力，可完成多个高难度格斗动作，包括侧踢、膝踢、勾拳、组合拳等操作。动作流畅且充满力量感，拟人程度高。本次机器人格斗大赛中机器人的各类技能与行动均由遥控完成，通过事先预训练赋予机器人格斗各项技能，并在实战中不同的场景下完成动作输出。在身体平衡与跌倒起身方面，宇树 G1 也表现出良好的能力。①身体平衡：机器人抗冲击能力显著强化，在被拳击击中或被鞭腿踢中后，经过动态调整平衡后仍能维持直立的姿态；②跌倒起身：本次比赛中机器人被击倒后的翻身站起动作更加丝滑拟人。出色的平衡能力来源于跌倒检测算法与姿态调整系统的协同作用，传感器在监测到机器人重心发生偏移后，可快速反馈至硬件端恢复稳定的姿态，实现了良好的抗干扰能力。软件端：运动技能包学习进展顺利，泛化性提升仍需大模型持续演进。机器人通过预训练的模式习得了直拳、勾拳、踢腿等八项技能，预训练的模式分为两种：①真实数据：通过实采专业格斗选手的格斗动作，获取关键部位的动作轨迹；②视频数据：通过视频示教的方式输入大量的动作数据，通过模仿学习的技术路线掌握格斗技能。机器人格斗动作通过预训练的模式习得，可以通过封装的方式让机器人动作输出与遥控器按键绑定。当操作人员发出“勾拳”“踢腿”等指示的时候，机器人的感知系统会迅速定位对手并构建地图数据，决策系统根据学习训练评估环境、目标和指令，生成可执行策略路径，最后由控制执行系统完成动作。硬件端：高性能电机保障运动输出，轻量化赋予机器人更高灵活性。①深度相机、激光雷达与传感器是机器人的感知输入模块。②自研关节电机赋予机器人良好的动作输出能力。③轻量化材料赋予机器人更高的灵活性。人形机器人技能包逐渐丰富，模型端加速演进助推产业化加速落地。根据我们草根调研，宇树科技人形机器人有望在 2025 年实现千台级出货，产业化进程加快。当前机器人已具备完成格斗、马拉松等任务的运控能力，但泛化性仍有限，未来商业化落地的关键在于加速大模型演进，提升其多场景、多任务的适应与迁移能力。投资建议：推荐【中大力德】【长盛轴承】【奥比中光】【华锐精密】，建议关注【首程控股】【卧龙电驱】【凌云光】【汉威科技】。风险提示：人形机器人量产进度不及预期，技术进步不及预期，宏观经济风险。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：钱尧天）

环保行业跟踪周报：水污染治理从关注“老大难”到“提质增效”，固废板块提分红+供热 IDC 拓展提 ROE

投资要点 重点推荐：瀚蓝环境，绿色动力，永兴股份，光大环境，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，金宏气体，蓝天燃气，新奥股份，赛恩斯，金科环境，英科再生，路德环境，盛剑科技，华特气体，仕净科技。建议关注：联泰环保，军信股份，旺能环境，绿色动力环保，北控水务集团，武汉控股，碧水源，海螺创业，重庆水务，凯美特气。政策跟踪：七部门印发《美丽河湖保护与建设行动方案（2025—2027 年）》，从关注“老大难”到“提质增效”。方案锚定三个时间节点目标要求：到 2027 年，美丽河湖建成率达到 40%左右；到 2030 年，美丽河湖建设取得明显成效；到 2035 年，美丽河湖基本建成。方案中共明确 19 项措施。2015 年 4 月出台的“水十条”重点解决攻坚克难过程中的“老大难”问题，本次方案重点是在提质增效上下功夫，解决的不仅仅是水污染治理，更多的还有水资源的保障、水生态的修复等问题。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%。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）。（估值日期 2025/5/26）。【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。2025/5/16-2025/5/22 生柴均价 7700 元/吨(周环比持平)，地沟油均价 6080 元/吨(周环比+1.0%)，考虑一个月库存周期测算单吨盈利-190 元/吨（周环比-14.4%）。3）锂电回收：金属价格涨跌互现&折扣系数下滑，盈利略有下滑。截至 2025/5/23，三元黑粉折扣系数周环比下滑 0.3pct，锂/钴/镍系数分别为 75.3%/75.3%/75.3%。截至 2025/5/23，碳酸锂 6.30 万（周环比-2.3%），金属钴 23.80 万（周环比-2.5%），金属镍 12.44 万（周环比-1.5%）。根

据模型测算单吨废料毛利-0.70 万（周环比+0.016 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）

推荐个股及其他点评

阿里巴巴-W (09988.HK): FY2025Q4 季报点评: 核心主业超预期, AI 持续投入

投资要点 营收表现稳健，利润略超预期: FY2025Q4 公司收入达 2364.5 亿元，同比增长 6.6%，低于彭博一致预期的 2379.1 亿元。公司非公认会计准则净利润 298.5 亿，同比增长 22.2%，高于彭博一致预期的 293.9 亿元。淘天客户管理收入继续增加，EBITA Margin 有所下滑: 本季度淘天集团收入同比增长 8.7%至人民币 1013.69 亿元，客户管理收入同比增长 11.8%，达 710.8 亿元。得益于淘天对于改善用户体验的投入加大以及 AI 技术的升级应用，订单量增长呈现良好态势。88VIP 核心用户群体持续增加，截至 2025Q1 季度末会员规模超 5,000 万，数量同比双位数增长。经调整 EBITA Margin 为 40.1%，同比下降 1.2%。随着淘天在用户体验、价格竞争力等方面的投入继续增加以及竞争情况变化，未来 EBITA Margin 预计将持续波动。阿里云业务收入超预期增长，部分核心商业不及预期: FY2025Q4，淘宝天猫商业、国际数字商业、本地生活、菜鸟、阿里云智能、大文娱六大集团和其他业务收入同比变动 8.7%、22.3%、10.3%、-12.2%、17.7%、12.3%、4.9%，EBITA margin 分别为 41.2%、-10.6%、-14.4%、-2.8%、8.0%、0.6%、-4.7%。盈利预测与投资评级: 考虑淘天业务主业的盈利能力在快速回升，我们认为未来公司整体 EBITA Margin 仍处于恢复阶段。因此我们将 FY2026/FY2027 的 Non-GAAP 净利润预测由 167,721/181,542 百万元调整为 171,156/188,575 百万元，预计 FY2028 的 Non-GAAP 净利润为 210,307 百万元，FY2026/FY2027/FY2028 对应 PE (Non-GAAP) 为 12/11/10 倍（港币/人民币=0.92，2025 年 5 月 24 日）。考虑公司 GMV 增长情况及货币化进程的加快，以及公司持续回购分红，维持“买入”评级。风险提示: 电商行业竞争加剧，用户留存率不及预期，市场监管风险，核心管理层变动风险。

（证券分析师：张良卫 证券分析师：张家琦）

继峰股份 (603997): 系列深度报告 (三): 海外拐点临近, 座椅加速放量

投资要点 格拉默整合持续深化，海外业绩拐点基本确立。公司完成对格拉默的并购后，从多方面推进对格拉默整合工作，但 2020 年以来的全球疫情反复+全球汽车芯片短缺+海外通胀带来成本大幅上涨等因素客观上加大了格拉默的整合难度，格拉默海外此前一直对公司整体业绩产生较大拖累。2024 年公司进一步深化对格拉默海外的整合措施: 1、剥离出售与公司主业协同性较弱且长期处于亏损的美国 TMD 子公司; 2、对欧洲区的业务和人员配置进行战略性调整，推进裁员+部分总部职能向塞尔维亚转移; 3、将欧洲继峰整体并入格拉默，提升公司欧洲区域的经营效率。公司对格拉默海外区域进行多举措深度整合后，2025Q1 格拉默业绩出现了明显改善，业绩拐点基本确立。乘用车座椅加速放量，持股计划背书盈利能力。座椅是整车中的关键零部件，其不仅满足驾乘人员的乘坐和舒适性需求，更关系到驾乘人员的安全。当前，消费升级带动座椅功能和配置的丰富度持续提升，国内乘用车座椅市场空间超过 1000 亿元，且随着功能和配置升级市场空间在持续增长。作为整车中的核心零件，高壁垒塑造出乘用车座椅

行业优秀的竞争格局，国内乘用车座椅市场的集中度较高，且当前处于外资/合资占据主要市场份额的状态。目前，公司凭借着成本优势+快速响应+技术突破，持续获得高质量座椅项目定点，配套客户已经覆盖蔚来、理想、奇瑞、吉利、长安、奥迪、宝马和一汽大众等头部主机厂。此外，公司 2025 年 4 月的员工持股计划将进一步调动座椅核心骨干积极性，且对公司座椅业务盈利能力形成背书。怎么看当前的继峰？我们认为公司业绩拐点已经基本确立，后续业绩将呈现加速改善的趋势。格拉默海外业绩在整合深化的背景下开始改善；格拉默亚太区盈利能力历年保持稳健+营收持续增长；继峰本部传统头枕/扶手业务整体稳健+电动出风口等新业务持续拓展；乘用车座椅业务在员工持股计划的背书下 2025-2026 年业绩加速释放可期。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润分别为 6.46 亿元、10.97 亿元、13.84 亿元的预测，对应的 EPS 分别为 0.51 元、0.87 元、1.09 元，2025-2027 年市盈率分别为 27.10 倍、15.98 倍、12.66 倍。公司作为乘用车座椅行业自主龙头，行业空间广阔，国产替代加速；且公司正处于业绩反转向上，应享受一定估值溢价。因此，我们维持“买入”评级。风险提示：汽车行业销量不及预期；新业务发展不及预期；海外整合不及预期。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：刘力宇）

亚朵（ATAT）：2025Q1 业绩点评：上调收入指引，提高股东回报

投资要点 Q1 业绩符合我们此前预期，提高股东回报：亚朵 2025 年 Q1 实现营业收入 19.06 亿元，同比+30%；归母净利润为 2.43 亿元，同比-6%，主要系股权激励费用增加；经调整 EBITDA 为 3.54 亿元，同比+34%，业绩符合预期。另外，公司公告 25 年首次分红约 0.58 亿美元，未来三年累计回购不超过 4 亿美元。零售业务高增，上调全年营收增速指引：Q1 公司整体 OCC 为 70.2%，较去年同期-3.1pct；ADR 为 418 元，yoy-2.8%；RevPar 为 304 元，yoy-7.2%。三大业务管理加盟/直营酒店/零售业务 Q1 营收分别为 10.3/1.3/6.9 亿元，yoy+23.5%/-23.5%/+66.5%，管理加盟伴随网络扩张增长，直营酒店因为关店和 RevPAR 承压下滑，零售业务因产品品类扩充和品牌认知度提升继续高速增长。Q1 零售业务 GMV 为 8.45 亿元，同比+70.9%，毛利率为 51.4%，同比+0.9pct。因为零售业务高增，公司将 2025 全年营收同比增速指引从 25%上调至 25%~30%。维持全年新开 500 家店目标：截至 Q1 末，公司酒店数量达 1727 家，yoy+33%，房量达 19.5 万间，yoy+31%，品牌网络仍在高速扩张。单 Q1 新开 121 家，关店 13 家，净开 108 家，签约项目为 755 家，支持 2025 “两千好店”目标，全年开店数目标维持 500 家。盈利预测与投资评级：亚朵作为定位高端市场的连锁酒店集团，上市加速扩张，轻居品牌切入中端市场有望打造第二曲线，盈利能力持续提升。基于零售业务超预期，上调亚朵盈利预期，2025-2027 年归母净利润分别为 16.3/20.3/24.6 亿元（2026/2027 年前值为 12.9/16.1 亿元），对应 PE 估值为 20/16/13 倍，维持“增持”评级。风险提示：居民出行消费需求走弱，行业竞争加剧，门店增长不及预期

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：石琦瑄

研究助理：王琳婧）

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>