

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-05-23

宏观策略

2025 年 05 月 23 日

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。

晨会编辑 孙婷

执业证书: S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

固收金工

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

食品饮料行业深度报告: 啤酒行业深度: 攻守兼备, 优质龙头已进入击球区

投资建议: 当前时点优质龙头已进入击球区, 建议加大重视和适度增强配置。短期维度来看, 当前渠道库存处于相对低位, 叠加逐步进入啤酒消费旺季, 优选攻守兼备的青岛啤酒(量价节奏转好、股息率 3%+), 兑现成长的燕京啤酒(U8 高增仍将延续), 韧性升级的华润啤酒(喜力、纯生维持增势)。中期维度来看, 若消费刺激政策能加速落地, 则预计餐饮、流通场景修复向好, 啤酒板块有望迎来 β 配置机会, 关注珠江啤酒、重庆啤酒、百威亚太。

推荐个股及其他点评

三生制药 (01530.HK): 707 重磅 BD 授权辉瑞, 公司发展迈向新征程

707 海外权益花落辉瑞，公司加速迈向新征程，关注后续持续催化

奈雪的茶 (02150.HK): 积极调整经营策略，聚焦绿色健康战略

公司积极调整经营策略，维持公司 25-27 年营业收入预期为 52/53/55 亿元，同比+5.3%/+1.7%/+3.5%；维持 25-27 年归母净利润预期为 -1.3/0.05/0.56 亿元，同比+86%/+104%/+980%，对应 26-27 年 PE 分别为 343/32x，考虑到公司持续探索新模式，未来业绩有望扭亏，维持“增持”评级。

安井食品 (603345): 股东大会调研反馈：新品为抓手，策略迭代升级

我们维持此前盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 16.2/18.3/19.6 亿元，同比+9%/+12%/+7%，对应 PE 为 15/13/12X。维持“买入”评级。

颐海国际 (01579.HK): 笃行不辍，期待修复

机制升级、推新加速、渠道细化、海外开拓，第三方表现稳健，期待关联方修复。

哔哩哔哩 (BILI): 2025Q1 业绩点评：业绩超预期，用户流量增长显著，盈利潜力持续释放

盈利预测与投资评级：我们维持此前盈利预测，预计公司 2025-2027 年经调整归母净利润分别为 19.35/30.27/42.01 亿元，对应当前股价 PE 分别为 29/18/13 倍，看好公司商业化效率提升，驱动盈利潜力持续释放，维持“买入”评级。 风险提示：若游戏流水不及预期，商业化不及预期，行业监管风险。

宏观策略

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政法案（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严

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同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

食品饮料行业深度报告：啤酒行业深度：攻守兼备，优质龙头已进入击球区

投资要点 2024 年啤酒量价承压，但韧性仍显。1) 啤酒龙头利润率仍在提升，但盈利增速边际放缓。量价拆分来看，2018-2024 年啤酒龙头销量表现有所分化，而吨价表现节奏一致，其中 2024 年销量、吨价增速呈现边际放缓。2) 消费意愿分季度边际减弱，致使量价表现有所承压。纵向时间维度来看，2024 年啤酒行业相比之前几年销量、吨价表现均明显承压，主要系消费意愿明显减弱使得国内有效需求不足，餐饮消费持续低迷。3) 青啤主动去库轻装上阵，珠啤、燕啤大单品势能突出。横向龙头对比来看，珠啤、燕啤等销量表现明显好于全国性龙头青啤。其中青啤换届延期使得营销节奏趋于保守，叠加终端需求

整体疲软，公司主动去库使得销量下滑 5.83%至 754 万吨；而珠啤销量增长 2.62%至 143.96 万吨，燕啤销量增长 1.57%至 400.44 万吨，主要系 97 纯生、U8 大单品延续高增势能。展望 2025 年，啤酒依然攻守兼备。进攻层面来自顺周期的特征，期待政策加力支持餐饮渠道更快修复，扩内需促进收入预期边际企稳，流通渠道亦有望逐步恢复，对啤酒量价形成正向支撑；防御层面来自龙头净利率的实质性提升以及自由现金流的持续改善，分红率、股息率稳步提升亦值得期待。1) 大众需求韧性、供给升级引导，量价具备较强支撑。一是宏观层面，中等收入人群可支配收入增速明显更快，核心省区社零及餐饮表现明显好于上海、北京等高线地区，均表明大众消费力具备较强韧性，对卡位主流大众价位的啤酒需求形成更好支撑。二是产业层面，一方面啤酒行业经历了去年的主动去库后轻装上阵，当前库存水平处于相对低位；另一方面，啤酒龙头升级大单品增势延续。2) 现金流持续改善、资本开支回落，分红率稳步提升。防御层面而言，当前中国啤酒龙头的自由现金流有望维持高质高位水平，分红率、股息率稳步提升值得期待。2018 年以来的本轮啤酒产业升级，华润、青啤等龙头净利率得到了实质性大幅提升，这是自由现金流大幅改善的最核心原因；同时聚焦中高端品类而投建的智能化大厂建设支出已达到阶段性高位水平，后续资本开支有望保持稳态水平，这是自由现金流持续稳健的逻辑支撑。投资建议：当前时点优质龙头已进入击球区，建议加大重视和适度增强配置。短期维度来看，当前渠道库存处于相对低位，叠加逐步进入啤酒消费旺季，优选攻守兼备的青岛啤酒(量价节奏转好、股息率 3%+)，兑现成长的燕京啤酒(U8 高增仍将延续)，韧性升级的华润啤酒(喜力、纯生维持增势)。中期维度来看，若消费刺激政策能加速落地，则预计餐饮、流通场景修复向好，啤酒板块有望迎来 β 配置机会，关注珠江啤酒、重庆啤酒、百威亚太。风险提示：宏观经济不及预期；食品安全问题；中高档啤酒竞争加剧。

(证券分析师：苏钺 证券分析师：郭晓东)

推荐个股及其他点评

三生制药 (01530.HK): 707 重磅 BD 授权辉瑞，公司发展迈向新征程
投资要点 事件: 707 海外授权辉瑞, 12.5 亿美金首付款创中国 BD 之最。5 月 19 日, 三生制药发布公告, 三生制药将 SSGJ-707 除中国内地外的全球开发、生产及商业化权益授予辉瑞, 保留中国内地权益并授予辉瑞中国商业化选择权。根据协议, 三生制药将获得 12.5 亿美元不可退还且不可抵扣的首付款, 以及最高可达 48 亿美元的开发、监管批准和销售里程碑付款。公司还将根据授权地区的产品销售额收取两位数百分比的梯度销售分成。此外, 根据公告, 辉瑞还将以 30 日成交量加权平均价认购公司 1 亿美元的普通股。707 海外权益花落辉瑞, 公司加速迈向新征程, 关注后续持续催化。JPM 大会上披露的 II 期临床阶段性分析数据显示了 707 显著的抗肿瘤活性和良好的安全性, 具备同类最佳潜力。SSGJ-707 正在国内推进 4 项 II 期临床研究: 单药一线治疗 PD-L1 阳性的 NSCLC、联合化疗一线治疗 NSCLC、一线和后线转移性结直肠癌 (mCRC)、以及包括子宫内膜癌、卵巢癌等在内的晚期妇科肿瘤等。此外, 公司近期登记了 707 头对头帕博利珠单抗在 PD-L1 阳性的一线治疗局部晚期或转移性非小细胞肺癌的 III 期临床。后续 707 的催化剂包括: 辉瑞海外临床推进、国内 III 期临床进展、ASCO 等会议数据读出。存量品种稳健增长。公司现有存量核心品种均是成熟品种且占据细分品类龙头, 我们看好核心产品稳健放

量：1) 特比澳：公司第一大单品，2024 年医保谈判未降价，打开未来成长空间。2) 促红素：公司拥有短效促红素双品牌，新适应症纳入医保，打开千万人群潜在市场。3) 蔓迪：雄秃一线用药，泡沫剂填补敏感人群用药空白，巩固公司品类领先优势。其他管线亮点纷呈，看好口服紫杉醇大单品潜力。公司在自免领域布局了丰富的管线，重点在研管线包括 608 (IL-17A)、613 (IL-1 β)、611 (IL-4R) 等，其中 IL-4R 为中美双报，608 治疗银屑病已经递交 NDA。BD 引进方面，口服紫杉醇、司美格鲁肽、Her-2ADC、克立福替尼均具有大单品潜力。实体瘤 TCE 三抗登记 I 期临床，是全球首个进入临床的实体瘤 CD28 共刺激 TCE 三抗。盈利预测与投资评级：707 海外预计 85 亿美元的销售峰值，按 10% 销售分成，20 倍 PE 后折现 (10% 折现率) 贡献 350 亿市值。国内 50 亿峰值，3 倍 ps，对应 150 亿市值。现有业务 20 亿+利润，15 倍 PE，对应 300 亿市值。目标市值约 800 亿元。我们预计公司年内将收到 12.5 亿美金首付款，后续也有望陆续收到最高 48 亿美金的研发里程碑付款，因此我们将 2025-2026 年的归母净利润从 26.3/28.7 亿元上调至 99.1/44.7 亿元，预计 2027 年归母净利润为 51.7 亿元，对应 2025-2027 年 EPS 为 4.1/1.9/2.2 元，当前市值对应 2025-2027 年 PE4.5/9.9/8.5 倍，维持“买入”评级。风险提示：新药研发及审批进展不及预期；药品的销售不及预期；政策影响对产品价格的不确定性。

(证券分析师：朱国广 证券分析师：张翀翀)

奈雪的茶 (02150.HK)：积极调整经营策略，聚焦绿色健康战略

投资要点 聚焦绿色健康战略，积极探索新店型。2025 年公司聚焦于“绿色健康战略”，强化奈雪品牌在消费者心中的品牌认知，深耕一线、新一线市场，积极探索 Green 店等新店型，覆盖经销商多样化需求。公司公众号显示，2025 年 3 月奈雪全球首家轻饮轻食店于深圳开业，门店提供轻饮轻食产品，公司有望进入发展新阶段。优化存量门店，注重健康产品推新。2024 年内奈雪的茶直营门店净减 121 家，25 年公司将积极调整经营策略，持续优化存量门店，全面升级高效运营能力，巩固现有优势。公司门店聚焦高线市场，消费群体对健康要求较高，对此公司开发出奈雪小绿瓶等产品，消费者反馈较好，25 年公司将围绕健康系列不断推新，全方面满足消费者需求。积极开拓海外业务，稳步发展瓶装饮料业务。2024 年公司瓶装饮料收入 2.93 亿元，同比+10%，瓶装饮料增速稳健，未来有望稳步发展。公司积极开拓海外业务，目前已陆续进入泰国、新加坡、马来西亚等境外市场。公司海外开店以老店型为主，针对各国消费特点进行 SKU 调整，随着海外模式逐步成熟，公司有望在海外探索新店型，海外发展潜力可期。盈利预测与投资评级：公司积极调整经营策略，维持公司 25-27 年营业收入预期为 52/53/55 亿元，同比+5.3%/+1.7%/+3.5%；维持 25-27 年归母净利润预期为 -1.3/0.05/0.56 亿元，同比+86%/+104%/+980%，对应 26-27 年 PE 分别为 343/32x，考虑到公司持续探索新模式，未来业绩有望扭亏，维持“增持”评级。风险提示：宏观经济下行，竞争格局恶化，原材料价格大幅提升，新模式拓展不及预期

(证券分析师：苏毓 证券分析师：周韵)

安井食品 (603345)：股东大会调研反馈：新品为抓手，策略迭代升级

投资要点 经营思路由渠道驱动转向为产品驱动。公司回顾了以往的渠道策略，坚持的理念是“对内以人为本，对外以客为尊”。过去帮助经销商做大做强，从坐商到行商再到平台商，绑定了一群优质、忠诚度高的经销商客户。当前阶段公司的渠道布局领先行业，现阶段有能

力、有必要由渠道驱动转向为产品驱动，公司自上而下已经在执行该经营理念的转变。新品突出差异化，品类全面出击。公司 2025 年推出的新品包括：1) 活鱼现杀嫩鱼丸，差异点在于公司独有的原料优势；2) 6 款创意包点，外观年轻化、时尚化，主打 BC 兼顾；3) 烤肠推出 C 端产品，共 4 个口味和组合装；4) 锁鲜装 6.0 系列预计在下半年上市，继续升级品质，毛利率有保障。鼎味泰并购推进中，有望发挥协同效应。产品方面，鼎味泰火锅料产品以高端鳕鱼为主，与公司的火锅料产品互为补充，同时鼎味泰拥有冷冻烘焙业务。渠道方面，鼎味泰以大 B 渠道为主，包括山姆超市、奥乐齐、盒马超市等精品商超以及瑞幸等咖啡奶茶连锁渠道。鼎味泰的产品和渠道都与公司有一定互补性，整合后有望发挥协同效应。优质白马标的，后劲仍足。复盘 2024 年、2025Q1 的业绩表现，公司在行业普遍疲软的背景下仍有韧性。本次股东大会调研，可以发现公司在渠道、品类上仍有新的想法和动作，经营策略也迈入新的阶段。我们认为公司作为优质白马标的，看短期有稳健性，看中期也有后劲。盈利预测与投资评级：我们维持此前盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 16.2/18.3/19.6 亿元，同比+9%/+12%/+7%，对应 PE 为 15/13/12X。维持“买入”评级。风险提示：食品安全风险，原材料价格波动，行业竞争加剧。

(证券分析师：苏钺 证券分析师：李茵琦)

颐海国际 (01579.HK)：笃行不辍，期待修复

投资要点 机制升级，渠道细化：(1) 机制：公司进一步完善合伙人考核机制，将增量利润作为关键激励指标，鼓励市场开拓；(2) 产品：产品项目制下推新明显加速、且不乏亮点，2024 年上新产品超 50 个；(3) 渠道与新市场：2024Q3 以来公司对于流通渠道的管理进一步细化、积极下沉，同时发展电商、开拓海外。随着泰国工厂投产，泰国、越南等海外市场收入有望实现高增。2025 年第三方收入有望维持低双位数增长，期待关联方进一步改善：展望 2025 年，公司第三方业务主要关注其他 B 端以及海外市场开拓进度：(1) 2024 年其他 B 端收入增势可喜，2025 年高双位数增长依旧可期；(2) 海外市场方面，泰国工厂建成、且已建立本地化产品研发团队，有望切入东南亚本地 KA 渠道，增量可期。关联方业务则基本与海底捞运营节奏同步，毛利率及竞争格局趋于稳定。拓展渠道，挖潜增量；创新不辍，优化前行：(1) 渠道端，2024 年 KA 渠道实现双位数增长，同时进入生鲜和零食量贩场景，新渠道有望进一步贡献增量；此外 2024 年线上渠道广告投放费效比仍有改善空间，2025 年开始精细管控成本，强化品牌导向功能。(2) 产品端，公司积极研发新品，同时重点关注老品升级以及规格优化。原料价格趋于平稳，期待盈利改善。2025 年原材料端或基本保持平稳，毛利率走势需进一步观察业务结构情况，但随着线上等渠道费用投放策略日益成熟、销售费用率有望优化。叠加 2025 年非经项目预计影响减小，综合考虑下我们期待净利率的稳中有升。盈利预测与投资评级：机制升级、推新加速、渠道细化、海外开拓，第三方表现稳健，期待关联方修复。考虑到业务结构调整的短期影响，我们小幅调整 2025-2027 年归母净利润预测至 8.49/9.46/10.52 亿元(原值：8.85/9.89/10.88 亿元)，EPS 分别为 0.82/0.91/1.01 元，对应当前 PE14.96x、13.44x、12.09x，维持“买入”评级。风险提示：原材料价格波动风险、食品安全风险、行业竞争加剧的风险。

(证券分析师：苏钺 证券分析师：邓洁)

哔哩哔哩 (BILI)：2025Q1 业绩点评：业绩超预期，用户流量增长显著，盈利潜力持续释放

投资要点 事件：2025Q1 公司业绩超预期，实现收入 70.03 亿元，yoy+24%，qoq-9%，高于彭博一致预期的 69.12 亿元，经调整归母净利润 3.63 亿元，高于彭博一致预期的 2.47 亿元。 用户流量创新高，利润率稳步提升。用户流量端，2025Q1 公司 DAU 达 1.07 亿，MAU 达 3.68 亿，日均使用时长 108 分钟，MAU 和用户日均使用时长均创历史新高，月均付费用户数亦达到 3200 万的历史新高，主要得益于公司长期坚持优质内容，社区健康发展，同时 2025Q1 公司与中央电视台合作提供 2025 年春节联欢晚会独家弹幕直播及内容平台，为平台带来有效用户增量。成本及费用端，2025Q1 公司毛利率连续 11 个季度环比提升至 36.3%，yoy+7.9pct，qoq+0.2pct，主要得益于高毛利率业务收入占比提升以及类固定成本摊薄。2025Q1 公司销售、管理、研发费用率分别为 16.7%、7.4%、12.0%，yoy+0.3pct、-2.0pct、-5.0pct，qoq+0.7pct、+0.8pct、+0.1pct，延续良好的费用管控趋势，2025Q1 公司经调整归母净利率 5.2%，yoy+12.9pct，qoq-0.7pct。 广告增长潜力持续释放，增值业务平稳增长。2025Q1 公司广告收入 19.98 亿元，yoy+20%，qoq-16%，其中效果类广告增长强劲，同比增速超 30%，公司持续贯彻一横 N 纵政策，AI 赋能提升广告产品和技术基建，提升转化驱动 ECPM 提升，同时深耕垂直赛道，随着用户平均年龄增长至 26 岁，消费力增强，用户商业化价值不断提升，母婴宠物、家居家装等品类也迎来高速增长。2025Q1 公司增值服务收入 28.07 亿元，yoy+11%，qoq-9%，同比增长主要系直播及其他增值服务的收入增加。游戏延续长线运营思路，关注《三谋》周年庆表现。2025Q1 公司移动游戏收入 17.31 亿元，yoy+76%，qoq-4%，同比增长主要系《三国：谋定天下》贡献增量。《三谋》延续公司长线运营思路，2025 年 4 月 S7 赛季首日 DAU 达年内新高，公司持续优化内容玩法，同时联动平台内容生态拉新促活，积极关注《三谋》S8 赛季周年庆表现，同时关注《三谋》年内的小程序版本、繁体中文版上线进展。 盈利预测与投资评级：我们维持此前盈利预测，预计公司 2025-2027 年经调整归母净利润分别为 19.35/30.27/42.01 亿元，对应当前股价 PE 分别为 29/18/13 倍，看好公司商业化效率提升，驱动盈利潜力持续释放，维持“买入”评级。 风险提示：若游戏流水不及预期，商业化不及预期，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>