

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-05-12

宏观策略

2025 年 05 月 12 日

晨会编辑 张良卫

执业证书: S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

宏观深度报告 20250508: 基于 38 个国家的比较: 为何我国消费率偏低
我国居民可支配收入比重高于国际平均、消费倾向低于国际平均, 是否说明我国居民部门“有钱不愿花”? 并非如此, 由于个税和财产税主要影响少数中高收入者, 因此剔除中高收入者后, 对大多数居民而言, 我国跟其他国家居民收入比重的国际比较结果可能是 61.3%VS66.3%, 而非 60%VS58.2%。即中高收入者存在“有钱不花”、消费倾向低的现象, 但大多数居民仍然是有消费意愿但缺少消费能力, 因此 2025 年 4 月政治局会议指出“要提高中低收入群体收入”是很有必要的。 10、居民所得税和财产税的税负轻并不一定有利于消费。我国居民税负和社保净收入“双低”的格局, 意味着二次分配环节没有充分发挥调节收入差距的作用, 不利于促进消费。我们发现, 如果将居民个税和财产税的税负提高到跟 38 国平均水平一致, 提高税负的同时提高转移支付水平, 将增加的这部分税收以转移支付的形式全部给予中低收入者, 可以实现居民部门总收入不变的情况下, 居民消费增加 1.6 万亿, 居民消费率提高 1.3 个点、消费倾向提高 2.2 个点。 风险提示: (1) 国际比较在细节上可能存在误差, 比如各国统计制度的差异未能完全反映, 我国可能将为居民服务的非盈利组织计入广义政府部门, 而其他国家可能计入居民部门, 这不影响我们的结论, 但可能带来一定的统计差异风险。(2) 数据相对滞后, 官方发布的匹配收入分配的宏观消费数据目前仅更新到 2022 年, 但受到外部冲击影响, 2022 年是中国消费的次低谷 (仅次于 2020 年), 可能不能完全代表常态下的中国消费情况。(3) 国际比较的广度仍有不足, 如目前的 38 国数据没有包含东南亚国家, 并且大部分国家的历史数据仅能追溯到 90 年代末或 00 年代初, 样本覆盖面仍有不足, 不能完全排除国际比较带来的结论片面性。

宏观点评 20250508: 关税迷雾深, 联储降息更难择机——2025 年 5 月 FOMC 会议点评

核心观点: 5 月 FOMC 上美联储如期维持利率水平不变。发布会中 Powell 表达了对经济前景更大不确定性与滞胀风险的担忧, 同时 Powell 也表示关税带来的滞胀风险让美联储在就业与通胀目标中的抉择将更具挑战性, 这意味着美联储择机降息难度将更大, 对待货币政策也将采取更加谨慎的态度, 因此当前市场计价的全年 3 次降息预期面临进一步向下修正的风险。 风险提示: 特朗普政策落地节奏与预期相差较大; 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; 通胀下行速率不及预期。

宏观深度报告 20250507: 转口贸易能否支撑二季度出口增长——兼论后续关注出口变化的几条线索

在乐观情形下, 若中美贸易谈判在二季度有所缓和, 且在年内加征的对等关税逐步被取消 (因芬太尼问题被加征的 20% 关税仍存在), 则预计对我国全年出口增速的影响大约在 2.7%, 对应拖累 GDP 增速约 0.6%

固收金工

固收点评 20250507: 双降之后, 债券市场怎么走?

降准和降息落地后, 日内短端利率下行而长端利率上行。一方面, 短端利率对于流动性松紧更加敏感, 降准释放的长期流动性和降息带来的资金成本降低均有利于短端。另一方面, 长端利率走出利多出尽行情, 引导“保持正常倾斜向上的收益率曲线”仍是央行关注的重点, 抢跑的长端利率出现上行修复。在 2025 年 3 月 12 日发布的报告《1.9%以上的 10 年期国债具有配置价值》中, 我们提及从曲线陡峭性角度, 60bp 的 10Y-1Y 国债利差是合理的, 而截至 2025 年 5 月 6 日, 这一利差为 17bp, 压缩最明显的一段时间便是 4 月初对等关税落地后出现的降准预期发酵, 带动长端利率下行。长期来看, 利率下行仍是进行时, 只是降息预期抢跑过多, 仍需要时间消化。2024 年 4 月 3 日, 央行货政委员会例会通稿中提到, “在经济回升过程中, 也要关注长期收益率的变化”, 当时 10 年期国债收益率在 2.3% 左右。在那之后, 7 天期逆回购利率累计下调 40bp, 10 年期国债收益率的合意点位对应下调, 则为 1.9%。当前的收益率蕴含 20-30bp 的降息空间, 需要等待年内进一步的降息消化, 若出现政策推动下的“股债跷跷板”, 建议投资者当前合理布局。

行业

推荐个股及其他点评

博瑞医药 (688166): 定向增发点评与公司近况更新: 募资 5 亿, 实控人全额认购, 管线进展顺利, 催化丰富

投资要点 事件: 5 月 8 日, 公司发布《2024 年度向特定对象发行 A 股股票预案 (修订稿)》, 根据权益分派情况修订了发行价格、发行数量, 并更新了发行程序。其中募资总额不变, 仍为 5 亿元, 由实控人袁建栋先生全额认购。此外, 3 月 21 日, 药物临床试验登记与信息公示平台显示, 博瑞医药启动了 BGM0504 对比替尔泊肽的减重 II 期临床试验。公司 2024 年报显示新增 BGM0504 口服剂型管线与 BGM1812 (Amylin) 管线。头对头潜在药王替尔泊肽, 彰显公司对 BGM0504 信心。根据诺和诺德 2025 一季报, 司美 2025Q1 销售 78.64 亿美元, 超过了 K 药 72.05 亿美元, 正式成为药王。而礼来的替尔泊肽 2025Q1 销售 61.5 亿美元, 考虑到替尔泊肽上市时间相比司美晚 1 年, 且临床效果远优于司美, 替尔泊肽才是真正的潜在药王。目前公司启动 BGM0504 注射液和替尔泊肽注射液的减重 II 期临床试验, 彰显公司对 BGM0504 的信心。BGM0504 减重适应症 II 期临床数据显示, 给药第 24 周时, BGM0504 注射液 5mg 组、10mg 组和 15mg 组体重较基线平均降幅百分比 (扣除安慰剂) 分别为 10.8%、16.2% 和 18.5%; 而替尔泊肽 5mg 组、10mg 组、15mg 组 24 周数据分别为 8.98%、11.52%、11.96%, BGM0504 已初步显示优效。盈利预测与投资评级: 我们基本维持原有预测, 预计公司 2025-2026 年归母净利润为 2.6/3.0 亿元, 新增 2027 年预测为 4.3 亿元; 对应当前市值 P/E 估值分别为 83/72/50X, 维持“增持”评级。风险提示: 原料药下游需求不及预期; 新药研发进展不及预期; 资金链断裂风险。

康农种业 (837403): 2024 年报&2025 一季报点评: 新玉米品种助力开拓黄淮海市场, 25 年有望持续稳健增长

盈利预测与投资评级: 考虑公司持续加大黄淮海区域开拓, 销售不断提升, 我们上调 2025 年及 2026 年盈利预测, 新增 2027 年盈利预测, 我们

预计公司 2025-2027 年归母净利润为 0.91/1.03/1.17 亿元(2025-2026 年前值为 0.69/0.77 亿元), 同比+10%/+14%/+13%, 对应 PE 为 25/22/19 倍, 维持“增持”评级。 风险提示: 竞争加剧, 需求不及预期。

盛科通信-U (688702): 2024 年报&2025 年一季报点评: 加大研发迎接国产浪潮, 期待高端产品进展

投资要点 事件: 公司发布年报及一季报。2024 年公司实现营收 10.8 亿元, 同比+4.3%; 归母净利润-0.7 亿元, 亏幅同比+249.5%; 2025Q1 公司实现营收 2.2 亿元, 同比-12.3%, 环比-18.7%; 归母净利润-0.2 亿元, 亏幅同比+150.4%。公司业绩符合市场预期。 高端产品放量叠加成本优化, 毛利率持续提升。2024 年毛利率同比+3.9pct 至 40.1%, 2025Q1 进一步提升至 44.1%, 同比+6.1pct, 环比+0.5pct。毛利率提升主要系高端产品放量及成本优化, 部分产品生产模式调整, 以太网交换芯片/模组/交换机单位成本同比-9.8%/-5.9%/-14.5%至 367/9250/3983 元, 芯片与交换机直接材料单位成本、模组委外加工单位成本降幅显著。2024 年销售/管理/财务费用率分别同比-0.1/+0.2/-2.3pct 至 3.8%/5.7%/0.0%, 财务费用率降低主要系利息支出减少。 高端芯片批量交付, 随客户拓展放量可期。2024 年公司以太网芯片/模组/交换机收入同比+4.3%/+5.5%/-16.1%至 8.4/1.3/1.0 亿元, 销量同比+11.4%/-24.2%/+17.7%至 153 万颗/4305 块/10178 台, ASP 同比-5.2%/+10.6%/-2.9%至 546/29347/10098 元。公司目前产品主要定位中高端产品线, 量产产品覆盖 100Gbps~2.4Tbps 交换容量及 100M~400G 的端口速率, 全面覆盖企业网络、运营商网络、数据中心网络和工业网络等应用领域, 公司以太网交换芯片已进入新华三、锐捷网络、迈普技术等国内主流网络设备商供应链。2024 年公司积极推动面向大规模数据中心和云服务的高端旗舰芯片产品的客户导入, 公司最大端口速率 800G、容量 12.8T 及 25.6T 的高端旗舰芯片已实现小批量交付。 持续加大研发投入, 积蓄增长动能。2024 年研发投入达 4.3 亿, 同比+36.4%, 研发费用率达 39.6%, 同比+9.3pct, 2025Q1 进一步提升至 49.6%, 同比+12.9pct, 环比+13.8pct。公司自主研发全系列交换架构源代码, 多核心已具备 12.8Tbps/25.6Tbps 的高性能架构设计能力, 可以支撑在不同工艺下快速迁移, 高性能交换架构技术先进。长期来看, 公司紧紧抓住当下国产化、网络互联发展趋势带来的机会, 扩充研发

宏观策略

宏观深度报告 20250508：基于 38 个国家的比较：为何我国消费率偏低

我们将居民消费率拆解为两类 6 个因素，并跟 38 个国家进行国际比较，通过比较我们发现我国居民消费率低的原因主要是消费倾向低，居民可支配收入比重并不低，但这可能并不意味着居民部门“有钱不愿花”，提高中低收入者收入仍然是促消费的重要选择。我们的主要结论如下：

- 1、中国居民消费率仅为 37.2%，比 38 个国家的平均水平（53.8%）要低 16.6 个点。按照： $\text{居民消费率} = \text{居民消费支出} / \text{GDP} = (\text{居民消费支出} / \text{居民可支配收入}) * (\text{居民可支配收入} / \text{GDP}) = \text{消费倾向} * \text{居民收入比重}$ ，接下来我们分别从消费倾向和居民收入进行详细拆解。
- 2、中国消费率低主要是消费倾向偏低。2022 年，我国居民消费倾向为 62%，而 38 个国家平均为 92.3%，最低是卢森堡的 82.1%。
- 3、我国居民可支配收入并不低，2022 年，我国居民部门可支配收入占 GDP 比重为 60%，略高于 38 个国家平均水平（58.2%）。很多观点认为中国居民收入占比低于其他国家，源于两个问题：一是样本选择的误差，经常用来做比较的国家，居民收入比重都高于我国，如美国（75.2%）、日本（63.1%）、英国（63.7%）、法国（64.5%）、德国（63.2%），但不常比较的北欧或者欧盟 27 国整体来看，居民收入比重都低于我国。二是口径差别，很多观点使用中国微观收入口径，但 2022 年居民收入的微观数据比宏观数据要少 20 万亿。
- 4、我国居民初次分配收入占 GDP 比重（61.4%）低于 38 国平均（63.2%），初次分配里非财产性收入特别是劳动收入并不低，按照“劳动报酬+营业盈余”来看，中国为 58.2%，38 国平均为 57%。
- 5、财产净收入水平偏低是我国居民初次分配收入低于其他国家的主要原因，2022 年我国居民财产净收入占 GDP 比重为 3.2%，而 38 国平均为 6.2%。
- 6、我国居民财产收入形式单一，主要依靠存款利息，企业给居民的分红收入严重低于全球平均水平。2022 年，我国财产收入中 76.2% 来自于利息收入，只有 10.2% 来自于企业分红，表明居民财产收入依赖于存款利息，企业分红太低。相比之下，38 个国家平均来看，利息收入占财产收入的比例只有 19.4%，而红利收入占财产收入的比例高达 55.7%。
- 7、二次分配环节，2022 年，我国居民转移净收入占 GDP 比重为 -1.4%，比 38 个国家均值 -5.0% 要高 3.6 个点。
- 8、我国居民二次分配净收入偏高，主要原因是税负轻。居民转移净收入 = 居民缴纳所得税和财产税支出 + 除纳税外的转移净收入。2022 年，我国居民缴纳的所得税和财产税占 GDP 比例仅为 1.2%，比 38 国平均 8.1% 的水平要低 6.9 个点；我国居民“除纳税外的转移净收入”占 GDP 比例为 -0.1%，而 38 国平均为 3.1%，表明社保保障相对不足。
- 9、既然我国居民可支配收入比重高于国际平均、消费倾向低于国际平均，是否说明我国居民部门“有钱不愿花”？并非如此，由于个税和财产税主要影响少数中高收入者，因此剔除中高收入者后，对大多数居民而言，我国跟其他国家居民收入比重的国际比较结果可能是 61.3%VS66.3%，而非 60%VS58.2%。即中高收入者存在“有钱不花”、消费倾向低的现象，但大多数居民仍然是有消费意愿但缺少消费能力，因此 2025 年 4 月政治局会议指出“要提高中低收入群体收入”是很有必要的。
- 10、居民所得税和财产税的税负轻并不一定有利于消费。我国居民税负和社保净收入“双低”的格局，意味着二次分配环节没有充分发挥调节收入差距的作用，不利于促进消费。我们发现，如果将居民个税和财产税的税负提高到

跟 38 国平均水平一致，提高税负的同时提高转移支付水平，将增加的这部分税收以转移支付的形式全部给予中低收入者，可以实现居民部门总收入不变的情况下，居民消费增加 1.6 万亿，居民消费率提高 1.3 个点、消费倾向提高 2.2 个点。风险提示：（1）国际比较在细节上可能存在误差，比如各国统计制度的差异未能完全反映，我国可能将为居民服务的非盈利组织计入广义政府部门，而其他国家可能计入居民部门，这不影响我们的结论，但可能带来一定的统计差异风险。（2）数据相对滞后，官方发布的匹配收入分配的宏观消费数据目前仅更新到 2022 年，但受到外部冲击影响，2022 年是中国消费的次低谷（仅次于 2020 年），可能不能完全代表常态下的中国消费情况。（3）国际比较的广度仍有不足，如目前的 38 国数据没有包含东南亚国家，并且大部分国家的历史数据仅能追溯到 90 年代末或 00 年代初，样本覆盖面仍有不足，不能完全排除国际比较带来的结论片面性。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：占烁）

宏观点评 20250508：关税迷雾深，联储降息更难择机——2025 年 5 月 FOMC 会议点评

核心观点：5 月 FOMC 上美联储如期维持利率水平不变。发布会中 Powell 表达了对经济前景更大不确定性与滞胀风险的担忧，同时 Powell 也表示关税带来的滞胀风险让美联储在就业与通胀目标中的抉择将更具挑战性，这意味着美联储择机降息难度将更大，对待货币政策也将采取更加谨慎的态度，因此当前市场计价的全年 3 次降息预期面临进一步向下修正的风险。FOMC 声明：如期维持利率不变，特朗普关税带来更多不确定性。与 3 月比，5 月 FOMC 声明变化不大。变化主要体现在：①强调经济扩张仍然稳健，尽管净出口对近期经济数据有扰动（swings in net exports have affected the data）；②经济前景不确定性进一步增大（uncertainty about the economic outlook has increased further）；③判断失业率与通胀风险提升（judges that the risks of higher unemployment and higher inflation have risen）。②与③主要体现特朗普关税给美国经济带来的更大不确定性与滞胀风险。发布会：滞胀风险令美联储对降息更谨慎。相对于简短的声明，发布会上 Powell 表达了由特朗普关税等政策带来的对经济前景更大不确定性与滞胀风险的担忧，这也导致美联储对降息更谨慎的态度与更大的判断难度。①增长方面，Powell 认为经济现状不错（doing fine），尚未看见经济真实数据的放缓迹象（We're not seeing a slowdown show up in actual economic data, yet.）。Q1 美国 GDP 的负增长主要来自抢进口扰动，预期 Q1 消费与库存分项将会被上修，且外贸给 Q1 的负贡献将在 Q2 反转为正贡献。但 Powell 也关注到调查指标/软数据的恶化，企业与居民的担忧较为广泛且在延后决策（Businesses and households are very broadly concerned and postponing decisions）。若担忧没有缓解，则预期将在未来数周到数月经济数据中体现（If nothing happens to alleviate those concerns, would expect that to show up in data in weeks or months）。②通胀方面，Powell 认为关税带来的通胀可能是一次性的（one-time shift），也可能是持续的（persistent），表达了对通胀更大不确定性与上行风险的担忧。Powell 认为持续的关税将带来滞胀风险（generate a rise in inflation, a slowdown in economic growth）。③货币政策方面，从政策方向看 Powell 承认关税带来的滞胀风险让美联储在就业与通胀目标中的抉择将更具挑战性。从置信区间看，Powell 认为不确定性飙升（uncertainty is extremely elevated），对合理的政策利率路径没有信心（can't confidently say I know the appropriate rate path），但认为等待成本较低（costs of waiting are fairly low），不急于降息（don't

think we need to be in a hurry)。策略启示：市场降息预期过于乐观，美债利率存在进一步上行的风险。FOMC 声明公布后，市场反应较为平淡；而发布会结束后，美元指数上涨，降息预期有所回落。截至最新联邦基金期货显示市场预期美联储 7 月降息概率为 82%，全年降息 3.12 次/78bps。对美联储而言，当下货币政策决策难点既在方向上（滞胀风险让美联储陷入两难，“降也不是，不降也不是”），也在置信区间上（关税政策与其影响均充满不确定性，加大对经济前景判断难度）。向前看，除非短期爆发尖锐的流动性或衰退风险，否则当下通胀更大的上行风险与经济更大的不确定性均意味着美联储更谨慎的货币政策，目前市场定价的全年 3 次降息仍过于乐观，美债利率存在上行风险。风险提示：特朗普政策落地节奏与预期相差较大；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；通胀下行速率不及预期。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：张佳炜 证券分析师：韦祎 研究助理：王茁）

宏观深度报告 20250507: 转口贸易能否支撑二季度出口增长——兼论后续关注出口变化的几条线索

转口贸易的两种形式 其一是出口商品属于最终产成品，仅在中转国的港口或保税仓库进行存储、分类、再包装等工序，这种方式更多的适用于劳动密集型产品，如纺织服装、家具和玩具等；其二是出口商品属于原材料或中间品，在中转国进行加工或组装等相关工序，使中间品的形态及用途等发生实质性改变，这种方式更多的适用于技术密集型产品，如手机、汽车等。美国或通过原产地规则限制转口贸易 而无论是通过何种形式，转口贸易能否顺利进行的一个核心关键点是原产地规则，如果出口商品在经过转口贸易后仍旧被认定为原产地属于我国，那就意味着我国出口商品无法通过转口贸易规避关税的影响。相较于其他国家和地区，美国本身对于原产地认定便更为苛刻，尤其在优惠原产地原则下，从墨西哥或加拿大进口转口贸易的货物更加难以通过原产地认定。而在本轮对等关税落地后，为限制他国通过转口贸易出口商品到美国，美国海关于 4 月 15 日启用全新的原产地核查系统，从升级审查标准与流程、明确重点监管对象和制定严格监管措施出台了一系列举措，后续各国通过转口贸易出口货物到美国的渠道或面临更大风险与挑战。上轮贸易摩擦以来我国转口贸易出口增量约占出口总额的 8.4%，对应 2024 年我国转口贸易规模约在 3001 亿美元 考虑到地理位置及劳动力成本等多方面因素，东盟更加适合我国进行转口贸易，因此我们以东盟为例，测算我国对东盟转口贸易的占比，以衡量我国整体转口贸易的比重。首先，我们测算了 2018 年中美贸易摩擦以来 HS2 位分类下我国对东盟出口以及美国从东盟进口商品的年均增速，若我国对东盟出口商品的年均增速与美国从东盟进口商品的年均增速差值小于 5%，则可以认为这些行业存在对美转口贸易。从结果来看，转口贸易主要存在于机械设备、电子设备、家具、钢铁、玩具、化学品、塑料及其制品等行业，而这些行业均为 2018 年美国重点对我国加征关税的行业，从逻辑上讲符合转口贸易规避关税的目的。其次，在得到以上行业后，我们以这些行业在 2020 年（香港被取消出口优惠待遇）后对东盟出口值与历史趋势值的偏离值衡量其通过东盟转口贸易的规模。粗略估算，我国 2021 年、2022 年和 2024 年对东盟的转口贸易分别约为 546 亿美元、538 亿美元和 289 亿美元，分别占当年我国对东盟出口的比重分别为 11.3%、9.5%和 4.9%。最后，若以 2021 年、2022 年和 2024 年这些行业对东盟出口与历史趋势偏离值的累计值占对我国这三年对东盟出口的

比重衡量我国转口贸易占出口的比重，则对应我国对转口贸易额占全部出口额的比重约为 8.4%，对应 2024 年我国转口贸易规模约在 3001 亿美元。此外，我们可以从全球价值链视角对我国转口贸易的规模进行佐证。从美国进口的角度出发，2022 年美国从中国进口金额占比为 16.5%，而美国从中国获得的增加值占比为 19.4%，而与 2018 年相比，2022 年美国从中国进口金额占比降低了 4.7 个百分点，从中国获得的增加值占比反而增加了 2.7 个百分点。从以上数据可以看出，2018 年以来我国产品部分通过加工后经转口贸易出口至美国，因此最后出口到美国的产品中，增加值由我国贡献，而出口额则体现在其他国家和地区，且从 2018 年到 2022 年变化来看，我国对美国转口贸易规模约占美国进口规模的 7.4% 左右，即 2024 年我国对美国转口贸易规模约为 3040 亿美元，与前文测算方法较为接近。后续关注出口变化的几个线索

(1) 对等关税落地后“抢转口”较为明显 自 4 月 9 日对等关税正式落地以来，我们可以看到出口端出现了明显的“抢转口”现象，主要得益于美国在同日宣布对其他 75 个国家给予 90 天的关税豁免。具体数据来看，一方面，我国对美直接出口出现明显下滑，截至 2025 年 5 月 1 日，由我国发往美国的集装箱船数（15 日滚动）较 4 月 9 日下滑达 33.8%；另一方面，我国出口货物总量仍保持相对平稳，无论是从二十大港口离港船舶载重吨数还是从重点监测港口货物吞吐量数据来看，均呈现 4 月 9 日对等关税落地后首周回落，而后两周明显反弹的趋势，且从绝对值来看均明显高于对等关税落地前的水平。两方面数据一定程度上体现出我国短期明显出现了“抢转口”行为。而东盟国家港口数据的变化进一步佐证了我国“抢转口”的行为。包括印尼、越南等在内的东南亚国家 4 月港口出入境船舶数量同比增速均较 3 月份出现明显改善，其中越南港口出入境船舶数量同比增速分别由 3 月的 3.2% 和 -0.6% 大幅增长至 4 月的 24.0% 和 26.3%。

(2) 美方态度松动下航运价格开始回暖 近期，美方对华加征关税的强硬态度开始逐步松动，4 月 22 日，特朗普声称不会对中国采取“强硬态度”，关税不会一直高达 145%，美国财政部部长贝森特也认为中国与美国在关税问题上的僵局将会缓和。而 5 月 2 日，商务部也回应称美方近期多次主动传递谈判意愿，并会进行相关评估，后续若中美关税谈判出现实质性进展，对于我国二季度及全年出口增速均会形成明显利好。而中美关税谈判缓和的预期在航运价格上已经有所体现，从集装箱运价指数来看，在我国集装箱运价指数整体趋于下行的背景下，4 月末美西和美东航线出口集装箱运价指数均有所改善，在目前船运运力较为充足的情况下，运价的改善更多的反映出对美出口预期的好转，后续可继续观察运价指数改善的持续性。

(3) 全年出口形势的三种情形判断 在乐观情形下，若中美贸易谈判在二季度有所缓和，且在年内加征的对等关税逐步被取消（因芬太尼问题被加征的 20% 关税仍存在），则预计对我国全年出口增速的影响大约在 2.7%，对应拖累 GDP 增速约 0.6%；在中性情形下，若美方维持对中国对等关税，但并不严格限制转口贸易，在 90 天豁免期内转口贸易或对我国出口增速有所支撑，则预计对我国全年出口增速的影响大约在 5.2%，对应拖累 GDP 增速约 1.1%；在悲观情形下，若美方维持对中国对等关税，且严格限制转口贸易，在此情境下我国转口贸易规模难以增长，则预计对我国全年出口增速的影响大约在 7.3%，对应拖累 GDP 增速约 1.5%。

风险提示：(1) 考虑到对其他国家和地区转口贸易比例可能较东盟偏低，则转口贸易测算数据可能存在一定高估；(2) 美国关税政策不确定性仍较高，中美关税谈判达成共识或需较长时间；(3) 测算基于较多假定，且基于历史数据，可能存在一定误差。

(证券分析师: 芦哲 证券分析师: 李昌萌)

固收金工

固收点评 20250507: 双降之后, 债券市场怎么走?

事件 2025年5月7日, 在国新办举行的“一揽子金融政策支持稳市场预期”新闻发布会上, 央行行长潘功胜宣布三大类共十项货币政策措施, 其中总量型政策包括降低存款准备金率0.5个百分点, 以及下调政策利率0.1个百分点。

观点 降准是货币与财政配合的重要手段: 降准为银行提供了无期限的零成本的资金, 降准50bp可以为金融市场提供约1万亿元的流动性。此次降准符合预期。一方面, 就降准节奏而言, 2022年以来, 央行便维持着上半年一次, 下半年一次, 大约间隔半年降准的频率, 对应银行资产负债表的扩张。上一次降准是2024年9月底, 从间隔时长来说, 接近降准窗口。另一方面, 降准也需要配合债券的发行, 用来给银行释放资金用以承接债券供给。在2025年4月27日发布的报告《年初以来, 货币和财政的发力节奏如何?》中, 我们曾对新增专项债的发行进度进行了判断。去除专门用于化债的8000亿元后, 2025年新增专项债额度为3.6万亿元, 截至4月底, 新增专项债的发行进度为33%。落后于2022年和2023年。财政部长蓝佛安在亚洲开发银行理事会第58届年会上表示, 中方将采取更加积极有为的宏观政策, 我们预计二季度新增专项债的发行进度将有所提速。同时, 总计5000亿元的注资特别国债将在5-7月发行, 总计1.3万亿元的超长期特别国债将在4-10月发行。多种债券供给放量之下, 降准释放长期流动性成为了货币和财政配合的重要手段。

降息前置应对关税带来的潜在冲击: 从2024年12月9日召开的政治局会议提及“适度宽松的货币政策”起, 市场就开始期待降息, 而随后央行的态度变为“择机降准降息”。在今天的发布会上, 潘行长提及适度宽松的货币政策内涵, 其中有一点为政策实施需要相机抉择, 综合评估国内外经济金融形势和金融市场运行情况。我们认为当前降息有两大条件已经成熟, 一是4月PMI回落至荣枯线之下, 其中新出口订单指数回落幅度最大, 由3月的51.8%环比下行5.5个百分点至46.3%。关税战的冲击初步显现, 国内经济需要降息来维持一季度GDP的良好开局。二是人民币汇率趋稳。中美经贸会谈有所进展, 加之美元指数偏弱运行, 人民币汇率被动贬值的压力缓和。

债券市场短期走出利多出尽行情, 长期利率下行仍是进行时: 降准和降息落地后, 日内短端利率下行而长端利率上行。一方面, 短端利率对于流动性松紧更加敏感, 降准释放的长期流动性和降息带来的资金成本降低均有利于短端。另一方面, 长端利率走出利多出尽行情, 引导“保持正常倾斜向上的收益率曲线”仍是央行关注的重点, 抢跑的长端利率出现上行修复。在2025年3月12日发布的报告《1.9%以上的10年期国债具有配置价值》中, 我们提及从曲线陡峭性角度, 60bp的10Y-1Y国债利差是合理的, 而截至2025年5月6日, 这一利差为17bp, 压缩最明显的一段时间便是4月初对等关税落地后出现的降准预期发酵, 带动长端利率下行。长期来看, 利率下行仍是进行时, 只是降息预期抢跑过多, 仍需要时间消化。2024年4月3日, 央行货政委员会例会通稿中提到, “在经济回升过程中, 也要关注长期收益率的变化”, 当时10年期国债收益率在2.3%左右。在那之后, 7天期逆回购利率累计下调40bp, 10年期国债收益率的合意点位对应下调, 则为1.9%。当前的收益率蕴含20-30bp的降息空间, 需要等待年内进一步的降息消化, 若出现政策推动下的“股债跷跷板”, 建议投资者当前合理布局。

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：徐沐阳）

行业

推荐个股及其他点评

博瑞医药（688166）：定向增发点评与公司近况更新：募资5亿，实控人全额认购，管线进展顺利，催化丰富

投资要点 事件：5月8日，公司发布《2024年度向特定对象发行A股股票预案（修订稿）》，根据权益分派情况修订了发行价格、发行数量，并更新了发行程序。其中募资总额不变，仍为5亿元，由实控人袁建栋先生全额认购。此外，3月21日，药物临床试验登记与信息公示平台显示，博瑞医药启动了BGM0504对比替尔泊肽的减重II期临床试验。公司2024年报显示新增BGM0504口服剂型管线与BGM1812（Amylin）管线。头对头潜在药王替尔泊肽，彰显公司对BGM0504信心。根据诺和诺德2025一季报，司美2025Q1销售78.64亿美元，超过了K药72.05亿美元，正式成为药王。而礼来的替尔泊肽2025Q1销售61.5亿美元，考虑到替尔泊肽上市时间相比司美晚1年，且临床效果远优于司美，替尔泊肽才是真正的潜在药王。目前公司启动BGM0504注射液和替尔泊肽注射液的减重II期临床试验，彰显公司对BGM0504的信心。BGM0504减重适应症II期临床数据显示，给药第24周时，BGM0504注射液5mg组、10mg组和15mg组体重较基线平均降幅百分比（扣除安慰剂）分别为10.8%、16.2%和18.5%；而替尔泊肽5mg组、10mg组、15mg组24周数据分别为8.98%、11.52%、11.96%，BGM0504已初步显示优效。Amylin潜力巨大，BGM1812即将进入临床阶段。BGM1812为一种长效胰淀素（amylin）类似物，目前处于临床前阶段。目前唯一上市的amylin药物为阿斯利康的普兰林肽，仅获批糖尿病适应症，减重处在2期临床。此外，诺和诺德cagrilintide与司美联用处在3期临床，REDEFINE 1的结果数据显示68周减重22.7%。2025年以来多家大MNC布局amylin，艾伯维与Gubra达成3.5亿美元首付款，总金额22.25亿美金的BD，罗氏与Zealand Pharma达成16.5亿美元首付款，总金额53亿美元的BD，彰显amylin的潜力。根据网络公开信息，BGM1812已在长沙湘雅医院开始试药。且Amylin能够联用公司现有的BGM0504，参考cagrisema，有望实现更佳的疗效和公司产品内部的协同。BGM0504开发口服剂型，具备稀缺性。目前公司正在开发口服BGM0504片剂，处在临床前阶段。口服双靶点多肽全球目前仅Lexaria在尝试开发DehydraTECH-tirzepatide，能够减少47%的不良反应。口服剂型安全性更佳，依从性更好，有望实现更高的渗透率。盈利预测与投资评级：我们基本维持原有预测，预计公司2025-2026年归母净利润为2.6/3.0亿元，新增2027年预测为4.3亿元；对应当前市值P/E估值分别为83/72/50X，维持“增持”评级。风险提示：原料药下游需求不及预期；新药研发进展不及预期；资金链断裂风险。

（证券分析师：朱国广）

康农种业（837403）：2024年报&2025一季报点评：新玉米品种助力开拓黄淮海市场，25年有望持续稳健增长

投资要点 事件：公司2024年实现营收3.37亿元，同增16.80%，归

母净利润 0.83 亿元，同增 55.2%；其中 2024Q4 实现营收 2.85 亿元，同环比+21.9%/+5902.7%，归母净利润 7305.92 万元，同环比+61.4%/+3963.4%。2025Q1 实现营收 2429.87 万元，同环比-29.11%/-91.42%，归母净利润-88.75 万元，同环比-596.8%/-101.2%。2024 年玉米业务稳健增长，华北、华东、西北等区域快速起量。公司 2024 年度玉米杂交种子/魔芋种子/中药材种苗/其他业务收入营收分别为 3.27 亿元/7.35 万元/1.97 万元/974.16 万元，同比+15.88%/-97.32%/-86.39%/+192.44%，毛利率分别为 36.72%/6.41%/94.82%/4.54%，同比+5.48/+18.20/+16.18/-15.92pct。分境内不同区域看，东北/华北/华东/华南/华中/西北/西南区域营收分别为 0.16/0.23/0.59/0.03/1.45/0.09/0.83 亿元，同比-17.21%/+100.87%/+112.37%/-46.44%/+42.08%/+130.75%/-30.62%，毛利率分别为 46.86%/45.18%/40.90%/27.27%/39.66%/32.49%/21.27%，同比+7.03/+6.04/+1.07/+6.59/+2.51/+46.75/-1.39pct。公司在华北地区、华东地区的收入增速均超过 100%，主要原因是该等地区属于黄淮海夏播区市场，公司康农玉 8009 等品种的销售规模迅速提升，带动了区域收入增长。公司西南地区、华南地区收入规模下滑幅度较大，主要由于 2023-2024 销售季度我国种业销售整体承压，退货率较高。尽管公司 2024 年四季度发货规模与上年基本持平，但基于会计政策的谨慎性原则，公司预估了较高的退货率，导致收入规模下降。公司加大销售团队建设，期间费率略有提升。公司 2024 年期间费用 0.51 亿元，同比+42.7%，费用率 15.2%，同比+2.76pct，其中 2024Q4 期间费用 0.26 亿元，同环比-58.9/-5.94%，费用率 9.27%，同环比+2.06 /-44.01pct。2025Q1 期间费用 734.12 万元，同环比-15.4/-72.1%，费用率 30.21%，同环比+0.19/+13.3pct。盈利预测与投资评级：考虑公司持续加大黄淮海区域开拓，销售不断提升，我们上调 2025 年及 2026 年盈利预测，新增 2027 年盈利预测，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 0.91/1.03/1.17 亿元（2025-2026 年前值为 0.69/0.77 亿元），同比+10%/+14%/+13%，对应 PE 为 25/22/19 倍，维持“增持”评级。风险提示：竞争加剧，需求不及预期。

（证券分析师：朱洁羽 证券分析师：余慧勇

证券分析师：易申申 研究助理：薛路熹 研究助理：武阿兰）

盛科通信-U (688702)：2024 年报&2025 年一季报点评：加大研发迎接国产浪潮，期待高端产品进展

投资要点 事件：公司发布年报及一季报。2024 年公司实现营收 10.8 亿元，同比+4.3%；归母净利润-0.7 亿元，亏幅同比+249.5%；2025Q1 公司实现营收 2.2 亿元，同比-12.3%，环比-18.7%；归母净利润-0.2 亿元，亏幅同比+150.4%。公司业绩符合市场预期。高端产品放量叠加成本优化，毛利率持续提升。2024 年毛利率同比+3.9pct 至 40.1%，2025Q1 进一步提升至 44.1%，同比+6.1pct，环比+0.5pct。毛利率提升主要系高端产品放量及成本优化，部分产品生产模式调整，以太网交换芯片/模组/交换机单位成本同比-9.8%/-5.9%/-14.5%至 367/9250/3983 元，芯片与交换机直接材料单位成本、模组委外加工单位成本降幅显著。2024 年销售/管理/财务费用率分别同比-0.1/+0.2/-2.3pct 至 3.8%/5.7%/0.0%，财务费用率降低主要系利息支出减少。高端芯片批量交付，随客户拓展放量可期。2024 年公司以太网芯片/模组/交换机收入同比+4.3%/+5.5%/-16.1%至 8.4/1.3/1.0 亿元，销量同比+11.4%/-24.2%/+17.7%至 153 万颗/4305 块/10178 台，ASP 同比-5.2%/+10.6%/-2.9%至 546/29347/10098 元。公司目前产品主要定位中高端产品线，量产产品覆盖 100Gbps~2.4Tbps 交换容量及 100M~400G

的端口速率，全面覆盖企业网络、运营商网络、数据中心网络和工业网络等应用领域，公司以太网交换芯片已进入新华三、锐捷网络、迈普技术等国内主流网络设备商供应链。2024 年公司积极推动面向大规模数据中心和云服务的高端旗舰芯片产品的客户导入，公司最大端口速率 800G、容量 12.8T 及 25.6T 的高端旗舰芯片已实现小批量交付。持续加大研发投入，积蓄增长动能。2024 年研发投入达 4.3 亿，同比+36.4%，研发费用率达 39.6%，同比+9.3pct，2025Q1 进一步提升至 49.6%，同比+12.9pct，环比+13.8pct。公司自主研发全系列交换架构源代码，多核心已具备 12.8Tbps/25.6Tbps 的高性能架构设计能力，可以支撑在不同工艺下快速迁移，高性能交换架构技术先进。长期来看，公司紧紧抓住当下国产化、网络互联发展趋势带来的机会，扩充研发团队，加大高端投入，进一步提高产品丰富度及性能功能，保持竞争优势，我们相信公司的高研发投入战略会转化为公司业绩增长的动能。 盈利预测与投资评级：考虑到下游需求波动性，我们将公司 2025/2026 年预期总收入由 15.0/21.2 亿元调整至 13.5/17.9 亿元，并预期公司 2027 年总收入为 22.9 亿元，公司最新收盘价对应 PS 为 20.2/15.3/11.9 倍，公司作为国产以太网交换机新品稀缺厂商，维持“增持”评级。 风险提示：数据中心建设需求不及预期，高速交换机渗透不及预期，国产化替代进程不及预期。

（证券分析师：张良卫 研究助理：李博韦）

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>