

## 东吴证券晨会纪要

## 东吴证券晨会纪要 2025-09-05

## 宏观策略

2025 年 09 月 05 日

宏观点评 20250902：每周宏观经济和资产配置研判—20250902

关注反内卷和四中全会带来的国内经济政策变化。

晨会编辑 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

## 固收金工

固收深度报告 20250902：银行“缩表”的深度发掘：国内商业银行为什么不缩表？

原因一：经济增速下滑期间，缩表将加剧经济下行；原因二：2023 年以来央行货币政策取向偏宽松，流动性充裕，降低缩表的必要性；原因三：商业银行以国有资本为主，缩表可能违背政府关于金融服务实体经济的呼吁；原因四：监管助力商业银行关键指标持续处于合格线以上，故信用风险短暂上升仍留有安全垫；国内外局势遭遇逆风，部分中小银行存在缩表可能，但全行业缩表概率较低。风险提示：国内外经济局势调整超预期；主体违约概率抬升超预期；央行货币政策转向或监管要求变化超预期。

固收深度报告 20250901：利率周期与财富转型：美国居民资产配置的重构—低利率时代系列（九）

20 世纪 70 年代末以来，美国货币政策与居民财富配置的互动，构成了理解美国经济金融变迁的关键线索。本研究以联邦基金利率的转折性变化为分界点，追溯 1979 年至今美国居民财富配置的演进轨迹，解析不同利率环境下资产配置选择的变迁。回顾 50 年变迁，美国利率政策呈现出大开大合的特点，美国居民资产配置呈现出“利率主导、风险轮动”的鲜明轨迹。整体而言非金融资产占比下行，房产独大格局弱化；金融资产内部呈现“权益类崛起，现金类潮汐”特征。在加息周期，居民资产配置呈现高利率主导配置逻辑，资产呈现防御性调整与结构性分化。在降息周期，低利率驱动收益再平衡，风险资产成配置核心。不同利率环境下，美国居民财富配置经验对我国有何启示？通过分析美国居民在不同利率环境下的财富配置选择，能够获得对我国有益的启示。其一，房地产分化加剧，需警惕系统性风险。其二，金融资产配置潜力巨大，但需防范波动风险。其三，提升社会保障水平，增强居民对未来财富积累的信心。风险提示：经济基本面变化超预期，货币政策工具创新，历史及海外经验不代表将来。

## 行业

## 推荐个股及其他点评

越疆（02432.HK）：2025 年中报点评：营收稳健增长，加快人形机器人落地进程

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年收入预测分别为 5.0/6.7/9.0 亿元，当前市值对应 PS 为 40/30/23 倍，维持公司“买入”评级。风险提示：宏观经济风险，人形机器人落地不及预期风险，模型发

展不及预期风险。

**伟仕佳杰 (00856.HK): 深耕东南亚, 云和 AI 引领数字化亚洲**

盈利预测与投资评级: 我们预计公司 2025 年-2027 年收入为 1023、1171、1334 亿港元, 对应增速分别为 15%、14%、14%; 归母净利润为 13、16、18 亿港元, 对应增速分别为 25%、22%、15%, 对应 PE 分别为 11、9、8 倍。我们看好公司后续在云计算和 AI 领域的布局, 有望打开第二成长曲线, 首次覆盖, 给予“买入”评级。 风险提示: 海外市场拓展不及预期、企业产品落地不及预期、市场竞争加剧。

**亿纬锂能 (300014): 经营拐点已至, 新品开启放量, 利润弹性可期**

盈利预测与投资评级: 考虑到下游需求超预期, 我们维持 25 年归母净利润 47 亿元, 同增 16%, 上修公司 26-27 年归母净利润至 75/105 亿元 (此前预期 71/92 亿元), 同增 59%/40%, 25-27 年对应 PE 为 28x/17x/12x, 考虑到公司出货高速增长, 给予 26 年 25x 估值, 对应目标价 92 元, 维持“买入”评级。 风险提示: 原材料价格波动超市场预期, 电动车销量不及市场预期。

**比亚迪 (002594): 2025 年 8 月销量点评: 8 月销量环比回升, 继续加快高端化和出口**

盈利预测与投资评级: 我们预计公司 25-27 年归母净利 450/589/710 亿元 (维持原值), 同增 12%/31%/21%, 对应 PE 22/17/14x, 给予 26 年 25 倍 PE, 目标价 161 元, 考虑公司持续推动智能化与出海, 维持“买入”评级。 风险提示: 原材料价格波动超市场预期, 终端需求不及预期, 行业竞争加剧。

**科士达 (002518): 2025 年中报点评: 数据中心放量高增, 光储逐步恢复**

盈利预测与投资评级: 我们预计公司 25-27 年归母净利润分别为 5.8/8.2/11.7 亿元, 同增 47%/41%/43%, 对应 PE 为 35/25/18x。考虑到充电桩、储能行业正处于高速发展阶段, 公司将充分受益高增, 同时公司产品、研发、渠道上具有多方优势, 盈利弹性较大, 同时 AIDC 带来业绩弹性, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

## 宏观策略

### 宏观点评 20250902：每周宏观经济和资产配置研判—20250902

国内宏观观点：6-7 月内需连续走弱，预计下半年经济小幅承压的趋势不会改变，但全年 5% 目标仍能顺利实现。

国内经济关注 4 方面风险的演变：一是出口何时转负，目前看 8 月高频数据显示出口仍然强韧，新对等关税落地并未对我国出口造成明显扰动；二是消费同比增速承压，9-12 月以旧换新高基数下，消费同比增速压力可能比 6-7 月更大；三是房地产投资累计同比增速逐月小幅扩大降幅的趋势没有改变，下半年对经济的影响会大于上半年；四是基建和制造业投资增速放缓风险。

但在 4 方面风险下，经济仍有一定支撑：一是 5000 亿政策性金融工具待出台，二是生育补贴和消费贷贴息等政策将在下半年集中生效，三是餐饮同比增速预计逐月回升。整体来看，上半年 5.3% 的高增长给下半年留出了充足空间，全年 5% 目标无虞，稳增长政策在年内或难加码，关注反内卷和四中全会带来的国内经济政策变化。

海外宏观观点：9 月 5 日到 16 日美国将有密集的经济数据公布。不同于往年，今年 9 月公布美国经济数据的两个鲜明特征：①密度更大，除了非农与 CPI，以往不太受关注的美国 PPI、非农年度初值校准在本次也需格外关注；②由于数据质量不断下降，我们预期 9 月数据大幅偏离预期的概率将增大。参考过去 30 年季节性，9 月是美国回报率最差的月份，同时伴随着非常高的波动率。

策略上，我们建议：①做多 VIX；②美国经济仍有韧性，美股回调即加仓机会；③美股波动可能外溢至 AH 股，关注潜在风险。

权益市场观点：大势：市场本周经历 4 月 7 日以来较大幅度的调整，前期调整较少，短期资金存在止盈需求，调整相对较为健康。在进一步看到增量资金到来之前，市场已经形成了结构性牛市氛围，突破整数关口附近可能会有波折，但调整的时间预计不会太久，场外资金承接力度较强，仍然看好结构性慢牛趋势。产业层面利好持续释放，汇率下行吸引资金持续流入市场，海外降息概率提升，流动性驱动的市场上行趋势有望持续，但斜率可能适当放缓。

资金：交易型外资在汇率持续下行过程中加速布局，长期配置型外资关注度提升。ETF 配置资金和两融余额持续增长，保险资金举牌加速，但散户、基金申购和存款向股市搬家现象暂不明显，成交额持续维持在 2.5 万亿附近，市场仍然以结构化牛市的趋势演进。

风格：7 月中旬银行板块见顶后，8 月微盘在市场快速涨势下的空头保护作用失效，微盘涨势告一段落，市场风格从“哑铃”向大盘切换。

行业风格：TMT+金融形成新的主线。市场情绪仍然偏强，在市场情绪持续向好、增量资金持续入场和科技产业创新持续突破的背景下，市场风格大概率沿着长线资金偏好的科技板块内部轮动（硬软轮换、国产海外轮换）和金融板块预期业绩提升的方向（券商、金融科技）布局，低位板块消费、地产、周期跟随指数补涨反弹为副线和主题的趋势。

债券市场观点：曲线形态或分“三步走”。随着资金对股票市场回调的分歧加大，以及 8 月份利率期限利差因“股债跷跷板”显著走扩，近期利率来到修复性做多的窗口期，并由短端利率下行带动曲线形态陡峭化，我们认为未来利率曲线形态或呈“三步走”：

（1）关注货币政策在 9 月至 10 月的信号引导，若货币政策层面有确切性的利好，短端利率下行的态势被确认，较陡的曲线将为长端利率提供做多的安全边际，关注 9 月至 10 月降息预期或重启国债买卖预期发展；

（2）若市场的宽松预期落空，短端利率或重新面临抬升压力，并

依次传导到长端利率，10年期利率或再度开始挑战1.80%以上、30年期利率或拉高至2.10%上方；（3）若宽松预期得以兑现，短端利率稳定或将推动“牛陡”向“牛平”演化，基于当前>40bp的期限利差将吸引资金做多长端利率，10年期利率重回1.70%左右。从股市与利率的联动性来看，尽管当前资金预期股市回调而做多利率债进行对冲，但是股市回调后恢复上涨或继续施压债券。当前10年期利率应重点关注8月18日跳空缺口，预计短期1.80%仍有较强的阻力，而下破1.75%还需要更多利多信号确认。风险提示：（1）经济政策出台节奏不及预期；（2）美联储货币政策变动超预期；（3）大类资产价格出现较大波动。

（证券分析师：芦哲）

## 固收金工

### 固收深度报告 20250902：银行“缩表”的深度发掘：国内商业银行为什么不缩表？

**观点** 原因之一：经济增速下滑期间，缩表将加剧经济下行：1）商业银行的“缩表”行为本质上是规避经济下行时期日益上升的信用风险的有效措施，但是从实体经济（企业）乃至整个宏观经济的视角来看，由金融系统的主体——银行流向实体经济的资金量下滑，即社会融资规模的下降，可能导致社会经济运行中出现流动性紧缩。而这将进一步导致本就因社会消费能力下降、经济悲观预期放大而在现金流上捉襟见肘的实体企业再度因无法足时足量从银行体系获得信贷支持而陷入经营危机。2）考虑到我国当前经济发展以稳为主并正处于由高速增长转向高质量增长的“转型期”，商业银行作为实体经济修复过程中输送资金“弹药”的关键环节，唯有不采取“缩表”操作方为助力企业部门投资和居民部门消费的正确之举。原因之二：2023年以来央行货币政策取向偏宽松，流动性充裕，降低缩表的必要性：当央行释放流动性，如果不经商业行向实体经济发放投资、消费类的信贷，则货币政策难以完成向实体经济的传导，并可能会发生与美国类似的过多流动性堆积在大型银行和大型财团手中，进而导致银行间市场资金泛滥、利率走廊倒挂，但是居民群体和中小型企业仍然面临资金缺口的情况。为避免此类资金空转的情形，我国商业银行选择“缩表”的可能性天然降低，换言之，如果商业银行在取得央行提供的低利率资金后选择不发放贷款来进行扩表操作，则央行释放的资金体量将堆积在存款准备金等账户之中，不仅无法发挥刺激实体经济修复的作用，也明显违背了央行采取宽松型货币政策的意图。原因之三：商业银行以国有资本为主，缩表可能违背政府关于金融服务实体经济的呼吁：我国商业银行的国有资本性质决定其在运营过程中不仅要考虑自身的经营效益，更要考虑在金融环境中形成的社会效益。从发展的结构性角度来看，在当前中国经济转型升级和供给侧结构性改革的关键时点，绿色金融、普惠金融、科技创新等是国家未来计划大力发展的重点领域。而此类领域总体仍处于发展的初级阶段，且对于创造社会效益的注重程度高于创造经济效益，故而导致相关领域的个体或难以在股票、债券等市场上获得资本的青睐。此时，银行业作为金融体系的核心，因其承担着服务国家战略、支持实体经济的重要使命，故需要响应国家号召，进行扩表操作来为这些行业提供充足的资金支持，通过扮演领头羊的角色来拉动此类领域的快速发展，缩表操作将可能反向制约发展进程，不利于我国结构性调整的持续深化。原因之四：监管助力商业银行关键指标持续处于合格线以上，故信用



风险短暂上升仍留有安全垫：更为严格和全面的监管要求助力商业银行在经营上留存一定的损失吸收空间，例如我国商业银行资本充足率指标、不良贷款率指标及拨备覆盖率指标均显著高于我国以及国际监管标准，意味着即使经济下行压力加大，经济出现增长缓慢甚至衰退迹象，充足的资本缓冲和流动性储备亦能够助力银行业保持自身资产负债结构的稳定，从而有效应对潜在的信用风险和流动性风险，缩表的必要性故而不高。国内外局势遭遇逆风，部分中小银行存在缩表可能，但全行业缩表概率较低：1) 全球局势的不确定增加叠加我国经济正处于结构转型的过渡期，中长期内银行体系的运营或仍将以基于定向扶持特定行业的结构型政策为主。当前的监管政策主张因势利导的监管方案，即针对具有规模经济效应、盈利能力更强的大中型银行提出更高的准备金和资本金要求，而对小型银行适当放松要求，在把控风险的前提下助力区域实体经济的增长。例如，大中型银行或更多负责绿色金融、科技金融等领域，着力于向大型公司及全产业链输送流动性以支持其发展；而小型银行则主要负责县域中小企业的普惠金融业务，助力中小型民营企业的成长。因此，在鼓励不同规模的银行从事不同业务的结构型政策导向下，未来大中小银行均将具备继续扩表的动力，全行业缩表概率较低。2) 但需注意的是，大型银行凭借其雄厚的资本基础、多元化的业务布局和较强的风险管理能力，能够更好地应对宏观经济的不确定性，在扩大信贷投放、优化资产负债结构等方面能动性更强；而与之相比，中小银行因客户群体主要集中在中小企业以及自身业务平台升级效率相对滞后，或面临更大的竞争压力和经营挑战，因此，中小银行个体缩表的可能性仍存，而大型银行的缩表概率不高。风险提示：国内外经济局势调整超预期；主体违约概率抬升超预期；央行货币政策转向或监管要求变化超预期。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

#### 固收深度报告 20250901：利率周期与财富转型：美国居民资产配置的重构—低利率时代系列（九）

观点 20 世纪 70 年代末以来，美国货币政策与居民财富配置的互动，构成了理解美国经济金融变迁的关键线索。本研究以联邦基金利率的转折性变化为分界点，追溯 1979 年至今美国居民财富配置的演进轨迹，解析不同利率环境下资产配置选择的变迁。美国居民财富配置变迁 沃尔克抗通胀期(1979-1987)：现金与固收类占比飙升，房地产先抑后扬 这一阶段的典型特征是“高通胀与高利率并存”，联邦基金利率一度攀升至 20% 以上，即便 1981 年后利率逐步回落，其绝对水平仍显著高于战后其他时期，形成了持续的高利率环境。在高通胀、高利率、经济衰退与复苏交替的背景下，美国居民的财富配置呈现出明显的结构性变化，主要体现在现金与固收类占比飙升，房地产先抑后扬。在现金类资产方面，美国居民资产配置呈现出偏好该类资产的特征。存款占比从 1979 年第一季度的 13.6% 上升到 1987 年第四季度 14.6%，在 1984 年第四季度甚至达到了 15.6%。同时，美国居民持有的货币市场基金规模迅速扩张。在该时期，房地产配置呈现先降后升的趋势。1979-1982 年这一阶段，房贷利率的飙升通过“成本约束—需求收缩—价格调整”的传导链，对居民房地产配置形成显著抑制。1983 年后房地产在总资产中的占比止跌回升。美联储于 1982 年启动降息周期，购房成本的边际改善释放了积压的需求。与此同时，1983 年美国从衰退中复苏，购买力的恢复为房地产需求回暖提供了基本面支撑。从居民的债券配置来看，债券在金融资产中的占比从 1979 年的 4% 上升至 1987 年的 9%。1982 年之前债券配置增长的核心驱动力是“锁定高票息收益”，占比提升相对平缓；1982 年美联

储启动降息周期后，债券配置逻辑转向“捕获资本利得与长期收益”，宏观环境的转变为债券配置打开空间，利率中枢逐步下行，通胀预期稳定，推动债券总配置规模增长。

**利率下行大缓和期（1987-2007）：**金融资产与房地产占比提升，现金存款收缩 1987-2007 年，美国经历了长达 20 年的利率下行大缓和期。美联储主席格林斯潘采取渐进式降息策略，以应对经济下行压力。在此期间，联邦基金利率整体呈现下降趋势。在利率下行期间，居民金融资产占总资产的比重显著上升。由于利率下行推升了金融资产估值的吸引力，在 1987 年至 2000 年，居民财富配置中金融资产在总资产中占比从 1987 年第一季度的 61.7%，上升至 2000 年第一季度的 68.9%。其次，美国居民金融资产中股票与共同基金的配置比例整体也呈现上升趋势。从 1987 年的 11.5% 提升至 2007 年的 26%，表明居民更倾向于通过资本市场实现财富增值。在大缓和时期，房地产市场在美国居民的财富配置中扮演了越来越重要的角色。房地产配置在 1987 年到 2000 年呈现下降趋势，这一阶段房地产占比下降并非源于房地产自身规模收缩，而是金融资产（尤其是权益资产）的爆发式增长对其形成“挤压”。2000-2007 年股市泡沫破裂与信贷宽松共振，房地产占比快速抬升。2000 年互联网泡沫破裂后，资产逻辑发生根本性切换，房地产成为居民财富配置的“新锚点”，居民房地产占比从 2000 年第一季度的 22.6% 上升至 2007 年第四季度的 27.5%。在低利率环境下，现金和存款的吸引力下降，居民更倾向于将资金投入更高收益的金融产品。居民存款占总资产的比重持续下降，现金与存款占总资产比例从 1987 年的 14%，逐步下降至 2007 年的 7%。这一趋势表明，居民对传统低风险、低收益的储蓄方式的兴趣持续减弱，转而寻求更具增长潜力的投资工具，更多资金被配置到股票、房地产等高收益资产中。

**零利率+QE 时代（2008-2015）：**风险资产与替代收益资产占比上升，现金及固收类资产收缩 2008 年全球金融危机的爆发，标志着美国乃至全球经济进入了一个前所未有的低利率与量化宽松（QE）时代。为应对危机，美联储迅速采取行动，将联邦基金利率降至 0-0.25% 的历史低位，并通过三轮量化宽松累计释放了 4.5 万亿美元的流动性。在零利率与 QE 政策的推动下，美国居民的财富配置结构发生了显著变化，风险资产的占比大幅提升。股票及权益类资产成为居民财富增值的核心渠道。从居民持有的股票与共同基金份额占总资产比例可知，从 2008 年的 11% 上升至 2015 年的 20%。与此同时，房地产资产的配置也经历了从“去杠杆”到“温和回升”的转变。2008 年金融危机中，房地产市场首当其冲，这一阶段，房地产市场陷入下行循环，房地产在居民总资产中的占比随市值缩水同步下降，从 29% 降至 23%。但随着量化宽松（QE）政策持续发力，美联储通过大规模购买抵押贷款支持证券（MBS）向市场注入流动性，直接压低长期融资成本。2012 年起，伴随经济复苏与市场信心修复，实际房价指数触底回升，房地产资产市值稳步扩张，其在居民总资产中的占比也逐步修复，2015 年末回升至 24%。在零利率环境下，现金及活期存款的收益率几乎为零，居民逐渐减少这类资产的配置比例。现金及存款（包括定期及储蓄存款）在家庭金融资产中的占比从 2008 年的 13.9% 降至 2015 年的 12.6%。与此同时，高收益债券（垃圾债）和 REITs（房地产投资信托）的需求显著上升。在 2008 年，高收益债的市场规模约为 0.6 万亿美元，而到 2015 年，这一规模已扩大至 1.4 万亿美元，年均增速达 13%。REITs 的市值也在这一时期增长了 1.5 倍，反映出居民对收益替代资产的强烈需求。

**低利率新常态（2016-2021）：**权益资产与另类资产占比攀升，退休账户权益配置扩容 2016 年至 2021 年，美国延续了后金融

危机时代的低利率环境，联邦基金利率在 2015-2018 年缓慢加息至 2.5% 后，因经济疲软于 2019 年重启降息，2020 年新冠疫情爆发后再度回落至 0-0.25% 区间。这一阶段的核心矛盾在于：名义利率的温和抬升未能抵消长期实际利率的压制，10 年期 TIPS 收益率持续低于 1%，形成“低利率新常态”。由于低利率环境降低了储蓄的吸引力，居民资金逐步转向风险资产，尤其是股票和房地产。在低利率环境下，居民财富配置中权益资产占比持续攀升。数据显示，居民持有的股票及共同基金份额占金融资产比例从 2016 年的 29% 升至 2021 年的 38%，年均增幅约为 5.5%。房地产在低利率时期成为居民资产配置的重要方向。美国实际房价指数从 2016 年 3 月的 103.01 点上升至 2021 年 12 月的 145.39 点，美国居民房地产资产占非金融资产的比重从 83% 上升至 85%，这一增长主要得益于低利率带来的融资成本下降，以及疫情后远程办公需求的增加。激进加息周期（2022-2024）：激进加息周期，权益资产配置增加，债券短久期化，房地产配置分化。2022 年起，美联储为抑制通胀启动激进加息，联邦基金利率从 0% 飙升至 5.5% 左右，同步实施 9500 亿美元量化紧缩（QT）。10 年期美债收益率突破 4.5%，30 年期房贷利率跃升，引发资产价格剧烈重估。在这一阶段，居民的财富配置呈现出明显的适应性调整，以应对利率快速上升带来的市场波动。在激进加息周期中，现金及存款的实际收益率虽然有所提高，但由于利率上行速度较快，居民更倾向于将资金投入收益更高的资产类别。现金及存款在家庭总金融资产中的占比从 2022 年的 13.5% 降至 2024 年第三季度的 11.0%。这一趋势表明，居民正在积极调整资产配置，以应对利率上行带来的机会成本上升。尽管美联储在 2022-2024 年间持续加息，但美国经济展现出超预期韧性，股市估值压力被基本面改善与结构性成长动能抵消，最终推动股票及基金配置比例显著增加。截至 2024 年，美国居民持有的股票及投资基金份额已达到 48.50 万亿美元，较 2022 年底的 34.49 万亿美元有显著增长。从美国居民房地产配置上看，房地产在非金融资产中的占比缓慢上升，总体维持在 85% 左右。从资产价格波动看，2022-2024 年美国房地产市场呈现“先承压回调、后企稳回升”的阶段性特征，2022 年至 2023 年中，高利率直接抑制购房需求；但 2023 年下半年起，市场开始适应高利率环境，支撑房价回升的结构性因素逐步显现。从美国实际房价指数来看，2022-2024 年间，房价经历了先跌后涨的过程。截至 2024 年 12 月 31 日，住房增加值总额价格指数达到 156.41（以 2015 年为基期 100），较 2022 年 3 月的 148.93 有明显回升，显示房地产市场在加息后期逐渐企稳。总结：回顾 50 年变迁，美国利率政策呈现出大开大合的特点，美国居民资产配置呈现出“利率主导、风险轮动”的鲜明轨迹。整体而言非金融资产占比下行，房产独大格局弱化；金融资产内部呈现“权益类崛起，现金类潮汐”特征。在加息周期，居民资产配置呈现高利率主导配置逻辑，资产呈现防御性调整与结构性分化。在降息周期，低利率驱动收益再平衡，风险资产成配置核心。不同利率环境下，美国居民财富配置经验对我国有何启示？通过分析美国居民在不同利率环境下的财富配置选择，能够获得对我国有益的启示。其一，房地产分化加剧，需警惕系统性风险。其二，金融资产配置潜力巨大，但需防范波动风险。其三，提升社会保障水平，增强居民对未来财富积累的信心。风险提示：经济基本面变化超预期，货币政策工具创新，历史及海外经验不代表将来。

（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

#### 越疆 (02432.HK): 2025 年中报点评: 营收稳健增长, 加快人形机器人落地进程

**投资要点** 营收增长提速, 亏损大幅收窄 2025H1 公司实现收入人民币 1.53 亿元, 同比增长 27.1%; 实现净亏损人民币 0.41 亿元 (去年同期为 0.60 亿元); 经调整后净亏损为人民币 0.23 亿元 (去年同期为 0.349 亿元)。公司收入增长显著提速 (2024 年同期增速为 9.6%), 主要系六轴协作机器人产品收入大幅增长所驱动; 亏损减少主要得益于收入增长带来的规模效应及运营效益优化。25H1 分产品看: 六轴协作机器人实现收入 0.94 亿元, 同比+46.7%, 收入占比升至 61.2%, 成为核心增长引擎。四轴协作机器人实现收入 0.40 亿元, 同比+7.7%。复合机器人实现收入 0.17 亿元, 同比+13.1%。25H1 分应用场景看: 工业场景收入 0.81 亿元, 同比+22.4%。商业场景表现亮眼, 实现收入 0.14 亿元, 同比大幅增长 165.5%, 主要得益于医疗理疗和商业零售等场景的持续深耕。公司在具身智能领域取得关键进展, 人形机器人 DOBOT Atom 于 2025 年 6 月开启全球量产交付。毛利率稳中有升, 研发投入持续加码 2025H1 公司毛利率为 47.0%, 同比提升 3.1pct。若剔除存货减值影响, 毛利率为 49.4%, 与去年同期的 49.3% 基本持平, 保持稳定。2025H1 公司净亏损率为 26.7% (去年同期为 49.7%)。2025H1 公司期间费用率合计为 99.4%, 较去年同期的 109.3% 有所下降。其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 53.7%/17.7%/26.7%/1.32%。管理费用率大幅下降主要系去年同期包含上市开支。研发开支绝对额同比增长 30.3% 至 0.41 亿元, 公司持续加大对关键技术和以人形机器人为代表的具身智能领域的研发投入。销售费用同比增长 31.5%, 主要用于加强全球销售渠道扩张。与药师帮签署战略合作协议, 加速落地部署医药零售行业 2025 年 6 月 3 日, 越疆与药师帮签署战略合作协议, 双方将以医药具身智能机器人、AI 大模型及药品物联网技术等, 共同探索智慧解决方案在医药研发、仓储、配送、零售、用药服务等全链场景的应用, 推动医药产业与机器人技术的深度融合。25 年 3 月, 越疆发布其机器人制作早餐的视频。在视频中, 机器人无需针对每个物品进行专门编程, 就能识别并抓取各种形状、材质和重量的食材和餐具, 如鸡蛋、吐司、牛奶盒、锅铲等, 完成从取料、烹饪到摆盘的全过程, 展现出其强大的泛化抓取能力。盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2025-2027 年收入预测分别为 5.0/6.7/9.0 亿元, 当前市值对应 PS 为 40/30/23 倍, 维持公司“买入”评级。风险提示: 宏观经济风险, 人形机器人落地不及预期风险, 模型发展不及预期风险。

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 钱尧天  
研究助理: 陶泽)

#### 伟仕佳杰 (00856.HK): 深耕东南亚, 云和 AI 引领数字化亚洲

**投资要点** 亚太领先的 ICT 行业解决方案商: 公司成立于 1991 年, 2002 年在中国香港主板上市。公司是亚太地区领先的专注 ICT 行业解决方案的科技平台, 是科技产品进入中国及东南亚市场的主要通路, 为合作伙伴提供全品类、一站式、全链路的信息化服务, 以提升运营效率, 降低交易成本, 推动科技企业数智化转型, 加快信息化产业数



智能化进程。业务涵盖企业系统、消费电子和云计算三大板块，业务覆盖云计算/大数据、人工智能、数据存储、数据分析、基础建设、网络安全、方案交付、移动互联、游戏娱乐、物联应用、可穿戴设备及虚拟现实产品等十二大领域，在云生态建设、IT 运维服务、供应链金融、信创产业等拓展出全新版图。公司服务市场覆盖中国、泰国、新加坡、印度尼西亚、菲律宾、马来西亚、柬埔寨、缅甸及老挝 9 个国家，全亚太供给 87 个分支机构、携手 50000 家渠道机构，服务 19 亿人群。伟仕佳杰是华为、新华三、阿里巴巴、腾讯、曙光、联想等 300 多家世界 500 强科技企业。东南亚市场保持高速增长，助推业务稳健发展：东南亚市场深耕东南亚市场多年，在东南亚表现强劲稳健，收入占比正逐年提升，2024 年东南亚地区收入同比增速接近 74%，占比达到 34.41%。未来，在东南亚全面部署人工智能、云服务、星链等未来科技的趋势中，预计公司的东南亚市场优势有望持续扩大。从云计算到 AI，业务规模大幅攀升：2013 年公司成立云计算事业部，开始布局云计算业务。2015 年开始陆续与微软、阿里云、亚马逊、华为、VMware 等云厂商开展合作。2020 年公司收购专注于云管理和 AI 智算调度运营的软件科技公司云星数据（现名佳杰云星）。在东南亚，公司作为英伟达的战略合作伙伴，助力多个重点项目落地。集团旗下佳杰云星作为华为云的软件供应商，携手华为，为科技部批准建设的 9 个国家级智算中心中的 7 个提供产品和服务。佳杰云星自主研发的 AI 算力管理与调度解决方案，助力南昌人工智能超算中心，杭州、宁波、天津、长春等人工智能计算中心落地。2024 年，公司人工智能业务收入 37.8 亿港元，同比增长 42%。

**盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2025 年-2027 年收入为 1023、1171、1334 亿港元，对应增速分别为 15%、14%、14%；归母净利润为 13、15、18 亿港元，对应增速分别为 20%、22%、15%，对应 PE 分别为 12、10、8 倍。我们看好公司后续在云计算和 AI 领域的布局，有望打开第二成长曲线，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**海外市场拓展不及预期、企业产品落地不及预期、市场竞争加剧。

（证券分析师：王紫敬 证券分析师：戴晨）

**亿纬锂能（300014）：经营拐点已至，新品开启放量，利润弹性可期**

**投资要点** 事件：25 年 9 月 2 日，亿纬锂能固态电池研究院成都量产基地正式揭牌，“龙泉二号”全固态电池成功下线。成都基地总面积约 11000 平方米，全面投产后年产能近 50 万颗电芯。基地分两期建设，一期将于 2025 年 12 月建成，具备 60Ah 电池制造能力；二期计划于 2026 年 12 月实现 100MWh 年产能交付。此次下线的“龙泉二号”为 10Ah 全固态电池，能量密度高达 300Wh/kg、体积能量密度为 700Wh/L，主要面向人形机器人、低空飞行器以及 AI 等高端装备应用领域。

经营拐点已至，后续量利双升，利润弹性可期。公司 25 年 Q2 出货 27.3GWh，同环比+30%/+21%，6 月产能利用率达 90%，我们预计 25 年出货 130GWh，同增 60%+，26 年出货有望达 200GWh，同增 50%+，27 年仍维持高速增长。盈利方面，电池价格已触底，储能持续满产满销，随着小鹏、零跑等爆款车型放量，产能利用率持续提升，此外合资材料工厂即将盈利，我们预计 Q3 经营大幅改善，26 年随着大圆柱+大铁锂新品开启放量，海外市场大规模放量，单 wh 盈利有望进一步提升，动储业务预计贡献 70 亿利润，26-27 年利润弹性可期。

打造差异化产品，大圆柱+大铁锂订单饱满，26 年布局收获期。新品方面，公司差异化布局大圆柱+大铁锂，规划 27 年产能达 300GWh，大圆柱 26 年出货预计 20GWh+，其中以宝马为主，此外拓展塔塔、奔驰等客户，有望贡献 100 亿收入，27 年

预计翻倍增长；大铁锂 26 年出货预计 40GWh，解决热复合叠片问题，下游客户订单饱满，海外基地加速布局，27 年预计翻倍以上增长。固态方面，公司成都量产基地正式揭牌，“龙泉二号”全固态电池成功下线，25 年底具备 60Ah 电池制造能力，能量密度突破 400Wh/kg，26 年底具备 100MWh 产能，在机器人、低空飞行器、AI 等领域开启应用。

盈利预测与投资评级：考虑到下游需求超预期，我们维持 25 年归母净利润 47 亿元，同增 16%，上修公司 26-27 年归母净利润至 75/105 亿元（此前预期 71/92 亿元），同增 59%/40%，25-27 年对应 PE 为 28x/17x/12x，考虑到公司出货高速增长，给予 26 年 25x 估值，对应目标价 92 元，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动超市场预期，电动车销量不及市场预期。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕

证券分析师：朱家佟）

### 比亚迪（002594）：2025 年 8 月销量点评：8 月销量环比回升，继续加快高端化和出口

投资要点 8 月销量 37.4 万辆、环比回升：比亚迪 8 月销 37.4 万辆，同环比+0.1%/+8.5%；1-8 月累计销量 286.4 万辆，同比+23%，含海外销量 62.4 万辆，占比 22%。结构方面，8 月本土销量 29.3 万辆，同环比-14%/+11%，累计销量 223.95 万辆，同比+9%；8 月海外销 8 万辆，同环比+157%/+0.1%，累计销量 62.4 万辆，同比增 136%。我们预计全年销量 500 万辆+，同比增长 17%+，其中出口 90-100 万辆，同比增长 128%，我们预计本土销量 405 万辆+，同比增 5%。

纯电份额再提升、持续推进高端化和出口：8 月插电乘用车销 17.2 万辆，同环比-22.7%/+5.4%，占比 46.3%，同环比-13.7/-1.6pct，累计 142.5 万辆，同比+8.4%；纯电乘用车销 20 万辆，同环比+34.4%/+12.2%，占比 53.7%，同环比+13.7pct/+1.6pct，累计 140 万辆，同比增 39.4%。8 月高端销量 2.9 万辆，同环比+88.9%/+10.7%，累计 19.6 万辆，同比+76%，我们预计全年高端车型销量 35-40 万辆，同比增 80%+。其中，腾势 8 月销 1.2 万辆，同环比+20.1%/+5.4%，累计 10.3 万辆，同比+29%；仰望 8 月销 405 辆，同环比+30.6%/+19.5%，累计 1747 辆，同比-72%；方程豹 8 月销 1.6 万辆，同环比+233.6%/+14.7%，累计 9.1 万辆，同比+265%。出海方面，公司在巴西独资建设 SKD/CKD 工厂，泰国工厂已投产，我们预计匈牙利工厂今年底至明年 Q2 陆续投产。高端及海外均价高，我们预计总体 ASP 有望提升。

8 月电池装机同增 23%、外供电池持续高增：比亚迪 8 月电池装机 23.2GWh，同环比+23%/+4%，1-8 月累计装机 180GWh，同增 67%，受益于单车带电量提升及电池外供，我们预计全年装机 290-300gwh，同比增 50%。外供看，7 月装机 2.5gwh，同环比+186%/+1%，1-7 月累计外供装机 17.6gwh，同比增 272%，其中小鹏 6gwh、小米 3.6gwh，我们预计全年外供装机 30-35gwh。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 25-27 年归母净利 450/589/710 亿元（维持原值），同增 12%/31%/21%，对应 PE 22/17/14x，给予 26 年 25 倍 PE，目标价 161 元，考虑公司持续推动智能化与出海，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动超市场预期，终端需求不及预期，行业竞争加剧。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：黄细里

证券分析师：阮巧燕）

### 科士达（002518）：2025 年中报点评：数据中心放量高增，光储逐步恢复

投资要点 事件：公司公布 2025 年中报，H1 营收 21.6 亿元，同

+14.3%，归母净利润 2.6 亿元，同+16.5%，毛利率 29%，同-3pct，归母净利率 11.8%，同+0.2pct；其中 25Q2 营收 12.2 亿元，同环比+15%/+29.2%，归母净利润 1.4 亿元，同环比+51.6%/+29.9%，毛利率 28.7%，同环比-2.2/-0.7pct，归母净利率 11.8%，同环比+2.9/+0.1pct。25 年数据中心业务稳健成长、26 年将加速高增。公司 25H1 数据中心业务实现营收 13 亿元，同增 8%，毛利率 33.4%，同-2pct，占总营收比例约 60%。分结构看，我们测算金融行业占比 30-40%，通信及互联网客户占比约 35%，政府及轨交约 10-20%，25 年通信及互联网订单需求旺盛，收入占比有望超金融，25 年全年有望稳健增长，我们预计数据中心增长约 30%，26 年为国内数据中心发展大年，需求加速释放将进一步推动业绩高增。公司 AquaCube 系列 CDU 及冷板式液冷系列一体化解决方案将可实现芯片级精准快速冷却。25 年光储充业务逐步恢复增长。25H1 公司光储充业务实现营收 8 亿元，同+28%。

1) 储能业务 25 年陆续交付大客户前期合同及新签订单，其他户储及工商储逐步稳健增长，25 年我们预计新增 3 亿元左右营收；2) 光伏业务国内竞争激烈毛利率有所下滑，25 年加速海外拓展，我们预计海外增长 50-100%；3) 充电桩业务 25 年我们预计恢复高增，实现营收 3-4 亿元。费用率控制良好、经营性现金流转正。公司 25 年 H1 期间费用 3 亿元，同+1.6%，费用率 13.7%，同-1.7pct，其中 Q2 期间费用 1.6 亿元，同环比+0.3%/+13.9%，费用率 12.9%，同环比-1.9/-1.7pct；25 年 H1 经营性净现金流 1.4 亿元，同比转正，+472.7%，其中 Q2 经营性现金流 2.7 亿元，同环比+1821.6%/+304.1%；25 年 H1 末存货 10.7 亿元，较年初+2.4%。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 25-27 年归母净利润分别为 5.8/8.2/11.7 亿元，同增 47%/41%/43%，对应 PE 为 35/25/18x。考虑到充电桩、储能行业正处于高速发展阶段，公司将充分受益高增，同时公司产品、研发、渠道上具有多方优势，盈利弹性较大，同时 AIDC 带来业绩弹性，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：行业竞争加剧、政策不及预期、关税风险。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：郭亚男)



## 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>