

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-08-07

宏观策略

2025 年 08 月 07 日

宏观深度报告 20250805: 跨越百年的产能调整经验: 如何从失衡到再平衡

晨会编辑 孙婷

执业证书: S0600524120001

sunt@dwzq.com.cn

我们选择历史上跨越百年的三个典型的产能调整案例进行分析, 来看对供需再平衡有何启示。一是 19 世纪后期美欧的长期萧条, 由于技术进步、新兴产业过度投资, 引起产能失衡; 二是 1929 大萧条, 政策经历了从不干预到干预的转变; 三是日本在 20 世纪 70 年代和 90 年代两次去产能, 产能政策经历了相反的变化, 从干预到不干预。主要结论如下: (1) 产能失衡存在负反馈循环机制, 若不加控制可能持续二三十年。产能失衡容易形成自我强化, 如物价下跌→企业利润减少→企业降低劳动成本→居民就业和收入走弱→消费需求下降→物价下跌。因此, 依靠市场自发出清的话, 可能耗时良久, 甚至不乏持续二三十年的案例, 如 1873-1896 年长期萧条、日本失去的三十年。(2) 面对产能失衡, 政府干预比不干预要好。1929 大萧条后, 从胡佛到罗斯福, 政策加强了对工农业生产的干预, 同时积极刺激需求, 较快走出萧条。而日本面临供需失衡, 产业政策从“干预”到“不干预”, 使得萧条时间大幅拉长。在 70 年代, 企业无法完成过剩设备的处理时, 日本政府通过“共同行动”组建萧条卡特尔, 帮助企业顺利去产能; 90 年代后, 面临产能失衡, 政府减少了“共同行动”等供给端的直接干预, 直到泡沫破灭十多年后, 即 2003 年后, 僵尸企业才逐渐出清, 供需不平衡持续很久。(3) 供需再平衡, 需要在控制产能、修复信用、稳定就业等多个环节同步发力, 单靠供给政策或是单靠需求政策, 可能都是不够的。欧文费雪的“债务通缩理论”将通缩循环分为 9 个步骤: ①债务清算和资产抛售→②银行存款收缩与货币流通速度下降→③价格水平下降→④企业净值下降→⑤破产增加与利润减少→⑥产出下降与失业上升→⑦悲观情绪蔓延→⑧货币窖藏加剧→⑨名义利率下降但实际利率上升进一步抑制需求。从我们的案例来看, 1933 年罗斯福新政, 控制价格下跌、修复信用、稳定就业等多方面采取了有效政策。日本 70 年代产能过剩, 至少也在控制产能、稳定就业、稳定资产价格等方面及时出手; 相比之下, 日本 90 年代泡沫破灭后, 供给端政策干预不多、需求端政策犹豫反复, 导致了失去的三十年。风险提示: (1) 部分历史案例间隔较远, 历史的细节可能有所缺失, 如 1930 年之前的案例; (2) 不同时期、不同国家, 产能失衡时面临的环境并非完全相同, 这些不同点我们可能未能完全囊括; (3) 在使用国际比较和历史比较的经验时, 应注意结合实际情况。

固收金工

固收点评 20250806: 微导转债: 面向全球的高端微纳装备制造商

我们预计微导转债上市首日价格在 128.84~143.03 元之间, 我们预计中签率为 0.0036%。

行业

摩托车深度系列第四篇：全球动力运动龙头的成长之路 ——春风动力复盘与展望

盈利预测与投资建议：全地形车+摩托车+极核三大业务共振向上，鉴于公司龙头地位显著，三大业务均在高速成长期，我们认为公司应该享受更高估值，维持【春风动力】“买入”评级。风险提示：全球贸易环境恶化；新车型上量不及预期风险；运价/汇率等波动风险等。

推荐个股及其他点评

九华旅游（603199）：佛教名山禀赋稀缺，扩容打造区域文旅综合体

盈利预测与投资评级：九华旅游背靠兼具佛教文化和自然风光的九华山景区，核心业务随客流稳健增长，持续布局新增项目提高接待能力，外部交通改善促进客流提升，释放公司中长期业绩弹性。不考虑定增项目影响，我们预测公司 2025-2027 年归母净利润为 2.2/2.4/2.7 亿元，对应 PE 为 18/16/15 倍，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：旅游热点变化，新项目建设和爬坡不及预期和自然灾害及恶劣天气等风险。

晶泰控股（02228.HK）：大订单落地，商业模式初具雏形，颠覆传统研发范式打开市场空间

事件：2025 年 8 月 25 日，晶泰控股利用其基于 AI+机器人的端到端人工智能药物发现平台，为 DoveTree 选定的多个针对肿瘤、自身免疫性疾病及神经领域的靶点，发现和开发小分子及抗体候选药物，公司将在最终协

议签署的 10 日及 180 日内分别获得 5100 万美元及 4900 万美元首付款，同时有资格获得金额达 5,890,000,000 美元的潜在监管里程碑及商业里程碑付款，并有资格获得金额数十亿美元的开发里程碑及销售里程碑付款，以及产品年度销售额的潜在个位数销售百分比，及 DoveTree 将获得全球范围的独家开发和商业化权力号。哈佛大学著名教授背书，未来成长可期。DoveTree LLC 由 Gregory Verdine 教授成立，后者为哈佛化学系终身教授，为化学生物学的先驱，作为创业领军人物，Verdine 教授创立或共同创立了超过十家生物科技公司，包括五家公开上市公司，其主导推进的三种治疗方法已获 FDA 批准。Verdine 教授现担任 Andreessen Horowitz (a16z) 的投资合伙人，其顾问委聘方包括美国国家癌症研究所及哈佛医学院等顶尖研究机构；此次商业合作总包金额达 58.9 亿美金，超过市场预期，我们认为，在哈佛大学教授背书下，其管线有望达到其协定的商业里程碑，公司未来成长不可限量。全球稀缺标的，商业模式初见雏形。公司为全球 AI for Science 稀缺标的，此次合作对于公司是里程碑事件，首付款金额高于预期，证明了晶泰控股的人工智能+机器人技术在药物发现领域的价值，同时其商业模式已初具雏形，为未来商业化订单落地打下坚实基础，未来中短期收入有望迎来快速增长；同时公司合作客户涵盖新材料、能源、化工等领域公司，进一步打开公司成长天花板，建议重点关注中宠股份（002891）：2025 年中报业绩点评：25H1 归母净利+42.6%，自有品牌快速成长

中宠股份（002891）：2025 年中报业绩点评：25H1 归母净利+42.6%，自有品牌快速成长

盈利预测与投资评级：中宠股份作为全球宠物食品行业领跑者，境内业务自有品牌顽皮、ZEAL 经历调整后重拾增长，领先品牌势能持续强劲，境外业务与多家客户保持长期合作关系，客户基础稳定，同时完备全球产能布局且产能持续扩产保障长期稳定成长。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测 4.5/5.5/6.5 亿元，同比+14%/+23%/+18%，对应 PE 分别为

40/32/27X，维持“买入”评级。

歌礼制药-B (01672.HK): ASC30 完成 IIa 期患者入组，预计 25 年 Q4 读出顶线数据

盈利预测与投资评级：公司管线顺利推进，我们认为其未来成功上市的可能性再次提高。我们维持公司 25-27 年营收预测，0/0.4/1 亿元。结合 FCFF 估值模型，上调目标价至 14.02 元人民币，维持“买入”评级 风险提示：管线研发进展不及预期；市场竞争加剧；上市时间不及预期。

比亚迪 (002594): 2025 年 7 月销量点评：7 月销量环比回落，继续加快高端化和出口

盈利预测与投资评级：预计公司 25-27 年归母净利 523/629/756 亿元，同增 30%/20%/20%（原预测值为 550/683/823 亿元，同增 37%/24%/20%），对应 PE 18/15/13x，给予 25 年 26x，目标价 149 元，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。

上海洗霸 (603200): 洗尽尘沙，鳞爪已现，霸业共襄

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2025-2027 归母净利润分别为 1.42/2.03/6.29 亿元，同比+229.5%/43.6%/209.3%，预计 PE 分别为 85.24/59.36/19.19 倍。考虑到公司固态电池+硅碳负极爆发，中长期成长空间广阔，首次覆盖，给予“买入”评级。 风险提示：新技术进展不及预期，原材料价格波动风险，产能释放不及预期，下游需求不及预期。

春风动力 (603129): 三大业务共振向上，动力运动龙头加速成长

盈利预测与投资评级：公司为国内全地形车、摩托车龙头，电摩业务高速增长，2025H1 三大业务销量表现均亮眼，同时全地形车、摩托车产品结构优化显著，2025 年有望实现量价利齐升，我们上调公司 2025-2027 年归母净利润预测至 18.7/24.7/27.4 亿元（原 16.8/19.5/24.0 亿元），2025-2027 年对应 PE 为 18.5/14.0/12.7 倍。鉴于公司龙头地位稳固，三大业务共振向上、高速增长，我们维持公司“买入”评级。 风险提示：全球贸易环境不稳定风险；新车型上量不及预期风险；运价/汇率等波动风险等。

微软 (MSFT): FY25Q4 业绩点评：业绩超预期，继续看好云业务增长潜力

盈利预测与投资评级：我们继续看好微软在生成式 AI 领域的领先地位，将公司 FY2026-FY2027 归母净利润预测从 1174/1353 亿美元上调至 1191/1376 亿美元，新增 FY2028 预测 1571 亿美元，对应 2026 财年 PE 为 33 倍，维持“买入”评级。

宏观策略

宏观深度报告 20250805: 跨越百年的产能调整经验: 如何从失衡到再平衡

我们选择历史上跨越百年的三个典型的产能调整案例进行分析, 来看对供需再平衡有何启示。一是 19 世纪后期美欧的长期萧条, 由于技术进步、新兴产业过度投资, 引起产能失衡; 二是 1929 大萧条, 政策经历了从不干预到干预的转变; 三是日本在 20 世纪 70 年代和 90 年代两次去产能, 产能政策经历了相反的变化, 从干预到不干预。主要结论如下: (1) 产能失衡存在负反馈循环机制, 若不加控制可能持续二三十年。产能失衡容易形成自我强化, 如物价下跌→企业利润减少→企业降低劳动成本→居民就业和收入走弱→消费需求下降→物价下跌。因此, 依靠市场自发出清的话, 可能耗时良久, 甚至不乏持续二三十年的案例, 如 1873-1896 年长期萧条、日本失去的三十年。(2) 面对产能失衡, 政府干预比不干预要好。1929 大萧条后, 从胡佛到罗斯福, 政策加强了对工农业生产的干预, 同时积极刺激需求, 较快走出萧条。而日本面临供需失衡, 产业政策从“干预”到“不干预”, 使得萧条时间大幅拉长。在 70 年代, 企业无法完成过剩设备的处理时, 日本政府通过“共同行动”组建萧条卡特尔, 帮助企业顺利去产能; 90 年代后, 面临产能失衡, 政府减少了“共同行动”等供给端的直接干预, 直到泡沫破灭十多年后, 即 2003 年后, 僵尸企业才逐渐出清, 供需不平衡持续很久。(3) 供需再平衡, 需要在控制产能、修复信用、稳定就业等多个环节同步发力, 单靠供给政策或是单靠需求政策, 可能都是不够的。欧文费雪的“债务通缩理论”将通缩循环分为 9 个步骤: ①债务清算和资产抛售→②银行存款收缩与货币流通速度下降→③价格水平下降→④企业净值下降→⑤破产增加与利润减少→⑥产出下降与失业上升→⑦悲观情绪蔓延→⑧货币窖藏加剧→⑨名义利率下降但实际利率上升进一步抑制需求。从我们的案例来看, 1933 年罗斯福新政, 控制价格下跌、修复信用、稳定就业等多方面采取了有效政策。日本 70 年代产能过剩, 至少也在控制产能、稳定就业、稳定资产价格等方面及时出手; 相比之下, 日本 90 年代泡沫破灭后, 供给端政策干预不多、需求端政策犹豫反复, 导致了失去的三十年。(4) 困境中蕴含着机会, 大规模供需失衡往往也是劳动工资改善和内需回升的契机, 治理供需失衡的改革政策, 有助于推动生产型社会向消费型社会转变。第二次工业革命后, 西方国家接连经历了 1873-1896 长期萧条、1929 大萧条, 供需失衡频发, 扩大需求的重要性越来越突出, 这带来了工人权益、劳动工资等状况的改善, 加快了从生产型社会向消费型社会的转型。(5) 对新兴产业而言, 去产能和反垄断可能交替出现, 根本上需要规范政府跟市场的关系, 规范竞争秩序。新兴产业经历产能去化后, 往往会带来市场集中度的提高, 可能形成垄断组织, 如美欧长期萧条后形成的托拉斯、卡特尔。这种市场结构的变化, 可能会重塑政府跟市场的关系。美国在 1887 年通过了《州际商业法》(Interstate Commerce Act), 成立了州际商业委员会 (ICC), 开始对铁路运费和竞争行为进行监管; 1890 年《谢尔曼反托拉斯法》拉开了反垄断的序幕。治理新兴产业的产能过剩, 既要推动低价低效企业自动退出市场, 营造产能有效出清的市场环境, 也要防止形成市场垄断, 从根本上来讲是要规范竞争秩序, 规范地方政府补贴、银行贷款, 规范企业公平竞争行为。风险提示: (1) 部分历史案例间隔较远, 历史的细节可能有所缺失, 如 1930 年之前的案例; (2) 不同时

期、不同国家，产能失衡时面临的环境并非完全相同，这些不同点我们可能未能完全囊括；（3）在使用国际比较和历史比较的经验时，应注意结合实际情况。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：占烁）

固收金工

固收点评 20250806：微导转债：面向全球的高端微纳装备制造商

事件 微导转债（118058.SH）于2025年8月6日开始网上申购：总发行规模为11.70亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于半导体薄膜沉积设备智能化工厂建设项目。当前债底估值为99.08元，YTM为2.25%。微导转债存续期为6年，上海新世纪资信评估投资服务有限公司资信评级为AA/AA，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%、1.20%、1.50%、2.00%，公司到期赎回价格为票面面值的110.00%（含最后一期利息），以6年AA中债企业债到期收益率2.41%（2025-08-04）计算，纯债价值为99.08元，纯债对应的YTM为2.25%，债底保护较好。当前转换平价为100.6元，平价溢价率为-0.62%。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2026年02月12日至2031年08月05日。初始转股价33.57元/股，正股微导纳米8月4日的收盘价为33.78元，对应的转换平价为100.63元，平价溢价率为-0.62%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为7.03%。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33.57元计算，转债发行11.70亿元对总股本稀释率为7.03%，对流通盘的稀释率为25.63%，对股本摊薄压力较小。观点 我们预计微导转债上市首日价格在128.84~143.03元之间，我们预计中签率为0.0036%。综合可比标的以及实证结果，考虑到微导转债的债底保护性较好，评级和规模吸引力较好，我们预计上市首日转股溢价率在35%左右，对应的上市价格在128.84~143.03元之间。我们预计网上中签率为0.0036%，建议积极申购。微导纳米是一家面向全球的半导体、泛半导体高端微纳装备制造商，形成了以原子层沉积(ALD)技术为核心，化学气相沉积(CVD)等多种真空薄膜技术梯次发展的产品体系，专注于先进微米级、纳米级薄膜设备的研发、生产与销售，向下游客户提供尖端薄膜设备、配套产品及服务，公司相关产品已在半导体、光伏领域实现了大规模产业化应用。2020年以来公司营收稳步增长，2020-2024年复合增速为71.44%。自2020年以来，公司营业收入总体大幅增长，2020-2024年复合增速为71.44%。2024年，公司实现营业收入27亿元，同比增加60.74%。微导纳米营业收入主要来源于光伏和半导体设备，产品结构年际调整。2022年以来，微导纳米光伏销售收入占主营业务收入比重稳中略降，2022-2024占主营业务收入比重分别为73.18%、89.15%和84.83%，同时产品结构年际调整，半导体的销售规模逐步提升，配套产品与服务及其他业务金额及占比较小且逐步下降。公司销售净利率近期回升，销售毛利率下降，销售费用率下降，财务费用率近期上升，管理费用率近期下降。2020-2024年，公司销售净利率分别为18.24%、10.78%、7.91%、16.10%和8.40%，销售毛利率分别为51.90%、45.77%、42.31%、43.64%和39.99%。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

摩托车深度系列第四篇：全球动力运动龙头的成长之路 ——春风动力复盘与展望

n 盈利预测与投资建议：全地形车+摩托车+极核三大业务共振向上，鉴于公司龙头地位显著，三大业务均在高速成长期，我们认为公司应该享受更高估值，维持【春风动力】“买入”评级。nn 风险提示：全球贸易环境恶化；新车型上量不及预期风险；运价/汇率等波动风险等。（证券分析师：黄细里）

推荐个股及其他点评

九华旅游（603199）：佛教名山禀赋稀缺，扩容打造区域文旅综合体
投资要点 立足九华山核心景区，打造区域旅游综合体：公司成立于 2000 年 12 月，地处安徽省池州市九华山风景区，公司依托九华山景区从事景区交通、酒店和旅行社等业。2024 年公司营业收入达 7.64 亿元，其中酒店/索道缆车/客运交通/旅行社业务占比分别为 31%/38%/21%/8%。公司背靠池州市国资布局多元业务，建设区域旅游综合体，大股东拟参与定增，募资 5 亿元用于项目建设。 旅游出行景气延续，寺庙游客群年轻化：1）旅游出行持续高景气，政策助力释放消费潜力。2025 年上半年国内出游人次/游客出游总花费同比分别+20.6%/15.2%，我们预计未来旅游人次将在高基数下持续稳健增长。消费政策频出，有望助力释放文旅消费潜力。2）寺庙旅游客群年轻化，情绪经济促文化消费。过去几年“寺庙”在社交平台上的搜索指数维持高位，携程订单数据显示，预订寺庙景区门票的人群中 90 后、00 后占比接近 50%，寺庙游客群年轻化。寺庙文旅配套文化消费和数字衍生服务等，是情绪经济的重要消费方式。 背靠稀缺资源，交通改善&新增项目释放弹性：1）资源：佛教名山禀赋稀缺，需求刚性客流稳健。九华山是中国佛教四大名山之一，自然景观和佛教文化兼具，公司有景区内索道缆车和客运的独家运营权，需求相对刚性。2）扩容：新项目提升接待能力，多元化实现转型发展。索道缆车方面，公司拟投入 3.26 亿元建设狮子峰索道项目，预计建成使用后平均年营收/税后利润 1.11/0.37 亿元，拟投资 1.3 亿元用于百岁宫缆车改造项目；酒店方面，公司拟投入 1.31/0.52 亿元用于聚龙大酒店和中心大酒店北楼改造项目，分别新增年税后利润 734.7/223.5 万元，另计划新建狮子峰景区云波闲居项目和改造五溪山色大酒店。公司积极布局“九华健康素食”等餐饮品牌，拓展农产品、文创产品和旅游产品等多业务协同的盈利空间；公司拟收购九华山周边外部资产，建设区域旅游综合体。3）交通：外部交通持续改善，有望带动客流增长。池黄高铁通车后吸引长三角地区和中部地区客群，公路网持续改善，九华山机场改扩建完成后航线增加，外部交通持续改善有望带动客流增长。 盈利预测与投资评级：九华旅游背靠兼具佛教文化和自然风光的九华山景区，核心业务随客流稳健增长，持续布局新增项目提高接待能力，外部交通改善促进客流提升，释放公司中长期业绩弹性。不考虑定增项目影响，我们预测公司 2025-2027 年归母净利润为 2.2/2.4/2.7 亿元，对应 PE 为 18/16/15 倍，首次覆盖给予“买入”评级。 风险提示：旅游热点变化，新项目建设和爬坡不及预期和自然灾害及恶劣天气等风险。

（证券分析师：吴劲草 证券分析师：石琦瑄）

证券分析师：王琳婧）

晶泰控股（02228.HK）：大订单落地，商业模式初具雏形，颠覆传统研发范式打开市场空间

投资要点 事件：2025年8月25日，晶泰控股利用其基于AI+机器人的端到端人工智能药物发现平台，为DoveTree选定的多个针对肿瘤、自身免疫性疾病及神经领域的靶点，发现和开发小分子及抗体候选药物，公司将在最终协议签署的10日及180日内分别获得5100万美元及4900万美元首付款，同时有资格获得金额达5,890,000,000美元的潜在监管里程碑及商业里程碑付款，并有资格获得金额数十亿美元的开发里程碑及销售里程碑付款，以及产品年度销售额的潜在个位数销售百分比，及DoveTree将获得全球范围的独家开发和商业化权力号。哈佛大学著名教授背书，未来成长可期。DoveTree LLC由Gregory Verdine教授成立，后者为哈佛化学系终身教授，为化学生物学的先驱，作为创业领军人物，Verdine教授创立或共同创立了超过十家生物科技公司，包括五家公开上市公司，其主导推进的三种治疗方法已获FDA批准。Verdine教授现担任Andreessen Horowitz (a16z)的投资合伙人，其顾问委聘方包括美国国家癌症研究所及哈佛医学院等顶尖研究机构；此次商业合作总包金额达58.9亿美金，超过市场预期，我们认为，在哈佛大学教授背书下，其管线有望达到其协定的商业里程碑，公司未来成长不可限量。全球稀缺标的，商业模式初见雏形。公司为全球AI for Science 稀缺标的，此次合作对于公司是里程碑事件，首付款金额高于预期，证明了晶泰控股的人工智能+机器人技术在药物发现领域的价值，同时其商业模式已初具雏形，为未来商业化订单落地打下坚实基础，未来中短期收入有望迎来快速增长；同时公司合作客户涵盖新材料、能源、化工等领域公司，进一步打开公司成长天花板，建议重点关注！盈利预测与投资建议：由于此次商业合作金额超出市场预期，我们上调盈利预测，我们预计公司2025-2027年收入分别为5.52/9.24/15.03亿元（前值为4.26/6.83/10.95亿元），归母净利润分别为-1.95/-1.58/0.63亿元（前值为-4.42/-1.96/0.42亿元），当前股价对应P/S分别为48.01/28.69/17.64倍。公司为AI for Science 稀缺标的，有望在2027年实现扭亏为盈，维持“买入”评级。风险提示：公司承接订单不及预期，汇率波动风险，现金减少及融资风险，技术研发风险，新药研发进展不及预期风险。

（证券分析师：朱国广）

中宠股份（002891）：2025年中报业绩点评：25H1归母净利+42.6%，自有品牌快速成长

投资要点 公司2025H1归母净利同比+42.6%：公司披露2025年中报，2025H1实现营收24.3亿元，同比+24.3%，归母净利2亿元，同比+42.6%，扣非归母净利2亿元，同比+44.6%。单拆25Q2，公司实现营收13.3亿元，同比+23.4%，归母净利1.1亿元，同比+29.8%，扣非归母净利1.1亿元，同比+32.3%。产品结构持续优化，加速拓展海外布局：分产品看，25H1主粮/零食营收分别为7.8/15.3亿元，同比分别+85.8%/+6.4%，占比分别为32%/63%，主粮占比持续高增，产品结构优化。分地区看，25H1境内/境外营收分别为8.6/15.7亿元，同比分别+38.9%/+17.6%，占比分别为35%/65%。公司持续加快海外布局，2025年墨西哥工厂正式建成，我们预计受益于北美、墨西哥等海外工厂产能释放，代工业务有望进一步提升。自有品牌放量带动毛利率明显提升：①毛利率：25H1达31.4%，同比+3.4pct；25Q2毛利率31.0%，同比+2.9pct，毛利率提升明显主要系毛利率较高的主粮

营收占比提升所致。②期间费用率：25H1 为 20.3%，同比+3.1pct；25Q2 期间费用率 20.6%，同比+3.9pct，主要系报告期内品牌宣传投入、股权激励等增加导致销售费用率与管理费用率上升。③净利率：25H1 为 9.2%，同比+1.3pct；25Q2 净利率 9.0%，同比+0.7pct。发展差异化品牌矩阵，自有品牌持续升级：Wanpy 顽皮主品牌，以 100% 鲜肉粮为核心的小金盾系列大单品渐成规模，邀请欧阳娜娜担任代言人加速品牌焕新，通过人民网“透明工厂”探厂等进一步夯实品牌心智。新西兰 ZEAL 真致目前已获得新西兰国家级品质认证，持续深化与天猫头部主播李佳琦知名爱宠 IP “奈娃家族”的联名合作，同时联合全国重点城市宠物社群开展线下宠物活动，精准破圈。Toptrees 领先品牌，以科研合作与 CCTV 权威认证双轮驱动，与《武林外传》IP 联名，品牌势能进一步提升。盈利预测与投资评级：中宠股份作为全球宠物食品行业领跑者，境内业务自有品牌顽皮、ZEAL 经历调整后重拾增长，领先品牌势能持续强劲，境外业务与多家客户保持长期合作关系，客户基础稳定，同时完备全球产能布局且产能持续扩产保障长期稳定成长。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测 4.5/5.5/6.5 亿元，同比+14%/+23%/+18%，对应 PE 分别为 40/32/27X，维持“买入”评级。风险提示：市场竞争加剧，海外市场拓展不及预期，贸易摩擦，汇率波动，原材料价格波动等。

(证券分析师：吴劲草 证券分析师：苏钺 证券分析师：郝越 证券分析师：李茵琦)

歌礼制药-B (01672.HK): ASC30 完成 IIa 期患者入组，预计 25 年 Q4 读出顶线数据

投资要点 事件：8 月 5 日歌礼制药宣布其小分子 GLP-1 管线 ASC30 在美国进行的每日口服剂型减重适应症 13 周 IIa 期研究已经完成入组，总计 125 名患者，预计将在 2025 年 Q4 读出顶线数据。ASC30 拥有美国 and 全球化合物专利保护，专利保护期至 2044 年(不含专利延期)。

ASC30 美国 IIa 期临床顺利开展，25 年 Q4 顶线数据读出：该研究是一项 13 周、随机、双盲、安慰剂对照和多中心研究，适应症为肥胖或伴有至少一种体重相关合并症的超重。试验评估两种每日一次口服制剂：制剂 1(ASC30 片)和制剂 2(ASC30 片 A1)。主要终点为第 13 周时受试者相对基线的平均体重变化百分比。两种制剂的起始剂量均下调至 1mg，每周剂量递增，直至达到制剂 1 的目标维持剂量 20mg 和 40mg，或制剂 2 的目标维持剂量 20mg、40mg 和 60mg。

于美国开展的 Ia 期已体现优良的药代学和疗效数据：ASC30 作为歌礼制药的核心管线，此前在美国开展的口服剂型 Ia 期临床读出了优秀的疗效数据，4 周最高减重 6.5%，而与礼来同赛道的口服小分子 GLP-1 管线 Orforglipron 的 4 周最高减重 3.4%相比效果更佳，具有较高的全球 BIC 潜力。

此前注射剂型 ASC30 美国 IIa 期临床已完成首例患者给药：7 月 28 日，ASC30 的皮下注射月制剂完成了美国 IIa 期临床的首例患者给药，该制剂采用皮下储库型制剂 (depot formulation)，受试者为肥胖人群或伴有至少一种体重相关合并症的超重人群。在此前的 Ib 期临床中显示出长达 36 天的半衰期，对比安进 AMG133 药代动力学更具优势。歌礼制药对于 ASC30 的临床推进速度很快，整体效率更高，且临床在美国开展，数据更受海外 MNC 认可。综合以上优势，我们认为该管线具有很强的 BD 预期，随着 25 年 Q4 的临床数据读出，BD 预计有望推进加快。

众多在研管线具有 BD 潜力：公司还有多款重磅在研管线具有 BD 预期。ASC47 是 THR-β 全新靶点减脂增肌，每月皮下注射一次。独特靶点开创新靶向脂肪细胞的减脂机制，与司美格鲁肽等 GLP-1 减肥药有强协同性，联

用有望显著改善肌肉量明显降低的不良反应，同时提升减重效果。ASC50 是全球少有的进入临床阶段的 IL-17 口服小分子。银屑病暂无根治方案，需长期用药，现有药物司库奇优单抗等均需注射，ASC50 口服具备临床优势。在此之前仅 3 款银屑病 IL-17 小分子进入临床，ASC50 临床前数据以凸显疗效潜在优势，有望竞争 BIC。盈利预测与投资评级：公司管线顺利推进，我们认为其未来成功上市的可能性再次提高。我们维持公司 25-27 年营收预测，0/0.4/1 亿元。结合 FCFF 估值模型，上调目标价至 14.02 元人民币，维持“买入”评级风险提示：管线研发进展不及预期；市场竞争加剧；上市时间不及预期。

（证券分析师：朱国广）

比亚迪（002594）：2025 年 7 月销量点评：7 月销量环比回落，继续加快高端化和出口

投资要点 7 月销量 34 万辆、增速放缓：比亚迪 7 月销 34.4 万辆，同环比+0.6%/-10%；1-7 月累计销量 249 万辆，同比+27%，含海外销量 54 万辆，同比+133%。结构方面，7 月本土销量 26.36 万辆，同环比-15.6%/-10%，累计销量 194.5 万辆，同比+13%；7 月海外销 8 万辆，同环比+169%/-10%，累计销量 54.5 万辆，同比增 133%。全年销量预期 500 万辆+，同比增长 17%+，其中出口 90-100 万辆，同比增长 128%，本土销量预计 405 万辆+，同比增 5%。

纯电份额再提升、持续推进高端化和出口：7 月插电乘用车销 16.3 万辆，同环比-22.6%/-4.5%，占比 47.8%，同环比-14/+2.6pct，累计 125 万辆，同比+15%；纯电乘用车销 17.8 万辆，同环比+36.8%/-14%，占比 52.2%，同环比+14/-2.6pct，累计 120 万辆，同比增 40%。7 月高端销量 2.6 万辆，同环比+105%/-26%，累计 16.7 万辆，同比+75%，全年预计高端车型销量 35-40 万辆，同比增 80%+。其中，腾势 7 月销 1.1 万辆，同环比+10%/-28%，累计 9.1 万辆，同比+30%；仰望 7 月销 339 辆，同环比-23%/+65%，累计 1342 辆，同比-77%；方程豹 7 月销 1.4 万辆，同环比+670%/-25%，累计 7.5 万辆，同比+272%。出海方面，公司泰国工厂已经投产，匈牙利预计今年底至明年 Q2 陆续投产，巴西工厂在建。高端及海外均价高，总体 ASP 有望提升。

7 月电池装机同增 35%、外供电池持续高增：比亚迪 7 月电池装机 22.4GWh，同环比 +35%/-17%，1-7 月累计装机 156.9GWh，同增 76%，受益于单车带电量提升+电池外供，全年装机预计 290-300gwh，同比增 50%。外供看，6 月装机 2.4gwh，同环比+156%/9%，25H1 累计外供装机 15gwh，同比增 292%，其中小鹏 5.1gwh、小米 3.2gwh，全年预计外供装机 30-35gwh。

盈利预测与投资评级：预计公司 25-27 年归母净利 523/629/756 亿元，同增 30%/20%/20%（原预测值为 550/683/823 亿元，同增 37%/24%/20%），对应 PE 18/15/13x，给予 25 年 26x，目标价 149 元，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）

上海洗霸（603200）：洗尽尘沙，鳞爪已现，霸业共襄

投资要点 以水处理特种化学品为基础，打造新能源第二增长曲线。上海洗霸成立于 1994 年，2017 年登陆上交所主板，是提供水处理特种化学品、过程化学品与新能源领域先进材料，数据中心空液冷系统装备、全自动智能控制在线加药保障系统整体解决方案服务的供应商。公司股权结构集中稳定，治理结构较为清晰，产学研融合能力突出，近年来经营较为稳健，2019-2024 年营业收入维持 5-6 亿元，归

归母净利润维持约 0.4 亿元，2025 年 H1 实现归母净利 0.99-1.18 亿元，同增 136%-182%，实现同比高增长，系对 ATL 的股权转让收益和剩余股权重新计量产生的损益影响。后续看，随着新业务硅碳+固态的放量，新能源有望打造第二增长曲线。联合顶尖科研团队，硅碳负极性能领先，获得 ATL 参股认可。硅碳材料方面，公司布局介孔碳+硅碳负极材料，近零膨胀硅基负极的介孔碳源由山东复元生产，硅碳负极由浙江领硅生产。公司依托赵东元院士团队在有序介孔碳材料领域的深厚积淀，并在核心平台山东复元引入 ATL 战略投资，开发出行业性能领先的硅碳负极，已实现年十吨级均质硅碳负极材料稳定量产超过一年，合格样品已送至国内多家电池厂商进行验证，并有望进入部分主流客户车规 C 样阶段，产业化进展持续领先。浙江基地年百吨级产线已建设完成并通过客户验厂，具备批量交付能力，根据市场需求情况将择机释放产能。材料领域深度布局，固态竞争力全面强化。①电解质方面，上海洗霸携手中国科学院上海硅酸盐研究所张涛团队，已成功完成固态锂离子电池氧化物/卤化物电解质粉体工业化量产技术工艺包，并形成了单线年产十吨级标准工业化产能，目前为头部与主流电池企业持续交付相关产品；②电池+系统方面，上海洗霸深度绑定中国科学院大连化学物理研究所陈忠伟院士团队，打造“氢电混动+固态锂电”双线并进的新型能源系统解决方案，已搭载无人机在漠河-36℃极寒环境下试飞成功；③硫化锂方面，上海洗霸成功竞拍有研新材相关资产，并与其成立合资公司，硫化锂具备较高生产壁垒，1 年内扩产放量的厂商极为有限，短期具备放量能力的或仅有有研稀土法。有研稀土 24 年市场份额 70%，国内仅有其具备出口能力，国内报价 400 万元/吨，出口报价 600 万元/吨，上海洗霸后续扩产放量具备稀缺性，26-27 年或出现订单供不应求的状态，有望贡献较大利润弹性。盈利预测与投资评级：我们预计公司 2025-2027 归母净利润分别为 1.42/2.03/6.29 亿元，同比+229.5%/43.6%/209.3%，预计 PE 分别为 85.24/59.36/19.19 倍。考虑到公司固态电池+硅碳负极爆发，中长期成长空间广阔，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：新技术进展不及预期，原材料价格波动风险，产能释放不及预期，下游需求不及预期。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：袁理 证

券分析师：阮巧燕 证券分析师：朱家佟 证券分析师：岳斯瑶)

春风动力 (603129)：三大业务共振向上，动力运动龙头加速成长

投资要点 摩托车：2025H1 春风动力 250cc+摩托车销量同比+45%，内销/出口分别同比+37%/+55%，表现亮眼。根据摩托车商会数据，2025H1 公司燃油摩托车总销量 14.3 万辆，同比+9%，其中 250cc+摩托车总销量 10.8 万辆，同比+45%。内销方面，2025H1 公司燃油摩托车内销销量 7.3 万辆，同比+16%，其中 250cc+摩托车内销销量 6.1 万辆，同比+37%；出口方面，2025H1 公司燃油摩托车出口销量 7.0 万辆，同比+4%，其中 250cc+摩托车出口销量 4.8 万辆，同比+55%。摩托车：2025H1 春风动力摩托车产品结构明显优化。根据摩托车商会数据，2025H1 公司燃油摩托车总销量中，250cc+占比达 83%，较 2024 年全年+19pct，其中 500cc+占比达 24%，较 2024 年全年+20pct。2024H2 起公司推出 675SR、700MT、800MTX 等新品车型，2025H1 起量明显，我们认为，产品结构的明显优化将提升公司摩托车产品的 ASP 和毛利率，改善摩托车业务盈利水平。全地形车：2025H1 春风动力全地形车出口销量同比+4.7%，ASP 同比+16.7%，高端化效果显著。根据摩托车商会数据，2025H1 公司全地形车出口销量 8.7 万台，同比+4.7%，出口金额 4.9 亿美元，同比+22%，2025H1 公司全地形车出口

ASP 5698 美元，同比+16.7%，我们认为，这主要系公司产品高端化效果显著，2024Q4 新平台产品 U10pro 正式发货上市，U10pro 对标北极星 RANGER 系列产品，ASP 及单车利润较老平台产品大幅提升。极核：2025H1 极核销量超预期，其中电摩销量同比+1642%。根据摩托车商会数据，2025H1 公司电摩总销量 12.4 万辆，同比+1642%，我们估算 2025H1 极核总销量（电摩+电自）突破 30 万辆，较 2024 年大幅增长（2024 年全年 10.6 万辆），销量表现超市场预期。盈利预测与投资评级：公司为国内全地形车、摩托车龙头，电摩业务高速增长，2025H1 三大业务销量表现均亮眼，同时全地形车、摩托车产品结构优化显著，2025 年有望实现量价利齐升，我们上调公司 2025-2027 年归母净利润预测至 18.7/24.7/27.4 亿元（原 16.8/19.5/24.0 亿元），2025-2027 年对应 PE 为 18.5/14.0/12.7 倍。鉴于公司龙头地位稳固，三大业务共振向上、高速增长，我们维持公司“买入”评级。风险提示：全球贸易环境恶化风险；新车型上量不及预期风险；运价/汇率等波动风险等。

（证券分析师：黄细里 研究助理：赖思旭）

微软 (MSFT): FY25Q4 业绩点评: 业绩超预期, 继续看好云业务增长潜力

投资要点 业绩概览: 公司 FY25Q4 收入、EPS 好于预期。收入为 764 亿美元，同比增长 18%（按固定汇率计算同比增长 17%），高于一致预期的 739 亿美元。经营利润率 45%，同比提升 2pct。EPS 为 3.65 美元，同比增长 24%（按固定汇率计算同比增长 22%），略超预期的 3.37 美元。公司指引 FY26Q1 收入将达 747-758 亿美元，并预计 FY26 全年收入和经营利润将实现双位数增长。FY2025Q4 公司 PBP、IC 和 MPC 业务均好于预期：生产力与商业流程（PBP）：收入 331 亿美元，同比增长 16%（按固定汇率计算同比增长 14%），高于市场预期，主要贡献来自于 Microsoft 365 商用云、消费者云和 Dynamics365。智能云（IC）：收入 299 亿美元，同比增长 26%（按固定汇率计算同比增长 25%），高于市场预期的 291 亿美元。其中服务器产品和云服务收入同比增长 27%，Azure 和其他云服务收入同比增长高达 39%，增速远超市场预期。更多个人计算（MPC）：收入 135 亿美元，同比增长 9%，高于市场预期的 126 亿美元，主要得益于 Windows OEM（原始设备制造商）业务以及 Xbox 业务。Azure 增速大幅超出预期，我们继续看好公司云业务增长潜力。FY2025Q4 Azure 收入同比增速高达 39%，好于预期，高于上季度指引的 34%~35%，表现强劲。核心驱动力来自核心基础设施业务的加速增长，尤其体现在大型客户的强劲需求上。增长主要受益于三个方面：1) 企业核心系统上云进程远未结束，且传统业务迁移加速；2) 云原生应用规模化，非 AI 的云原生工作负载持续扩张；3) 新 AI 工作负载拉动，AI 服务虽符合预期，但其对底层算力、存储和数据服务的需求，极大地拉动了核心基础设施的增长。指引方面，公司预计 FY26Q1 Azure 收入按固定汇率同比增长约 37%，在高基数上维持高增速，同时由于需求持续高于供给，产能限制将延续至 2026 财年上半年（公司预计 FY26Q1 资本支出将超过 300 亿美元，环比继续提升）。我们认为企业对云基础设施的需求升级正驱动微软云业务进入新的高增长通道。AI 应用进展积极。1) FY2025Q4 Microsoft 365 Copilot 新增席位创发布以来新高，复购客户数破纪录，巴克莱、瑞银、辉瑞等大型企业均部署数万席位。2) GitHub Copilot 用户数已达 2000 万，企业版客户数量环比增长 75%，《财富》100 强中 90% 为其客户。3) Azure AI Foundry 平台效应凸显，已被 80% 的《财富》500 强企业使

用，年度处理 token 量超 500 万亿，增长逾 7 倍。Copilot Studio 已帮助客户创建 300 万个智能体。 盈利预测与投资评级: 我们继续看好微软在生成式 AI 领域的领先地位，将公司 FY2026-FY2027 归母净利润预测从 1174/1353 亿美元上调至 1191/1376 亿美元，新增 FY2028 预测 1571 亿美元，对应 2026 财年 PE 为 33 倍，维持“买入”评级。风险提示：市场竞争风险，AI 技术不及预期风险， IT 支出不及预期风险，反垄断监管风险，汇率变动风险

(证券分析师: 张良卫 证券分析师: 郭若娜)

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>