

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-07-24

宏观策略

2025 年 07 月 24 日

宏观深度报告 20250722: 25Q2 固收+基金转债持仓十大亮点

透过 2025Q2 基金持仓数据, 观察到如下 10 点特征: 特征 1: 2025Q2, 固收+基金规模整体为净申购, 其中一级债基和二级债基的基金规模增幅相对更明显, 转债基金规模环比下降明显。特征 2: 观察大类资产配置情况, 固收+基金整体降低了含权仓位的比例, 提高了债券和现金类资产仓位, 其中仅灵活配置型基金提高了股票和转债仓位, 转债基金提高了转债仓位。含权仓位的下降也使得各类型固收+基金跑输了万得可转债等权指数, 可转债基金和灵活配置型基金相对领先, 跑赢中证转债加权指数。特征 3: 就转债资产仓位而言, 公募基金整体略微下降 0.08pct, 固收+基金整体下降 0.54pct, 只有可转债基金环比增加 0.77pct。转债指数在二季度连创新高但整体仓位下降, 原因或有: 一是转债规模退出较多, 但固收+整体仍持续净申购, 转债仓位被动下降; 二是 6 月转债估值、小微盘指数达到相对高位, 参考 3 月前高后, 泡沫破裂且遭遇“黑天鹅”事件, 部分资金趋于谨慎, 降低了权益仓位; 三是市场未出现明显做多或做空理由, 主题轮动较快, 资金缺少一致性方向。特征 4: 固收+基金持仓集中度下降, 超配有基础化工、汽车、有色金属、农林牧渔、交通运输居前, 与 Q1 趋势大致相同, 此外超配了公用事业、国防军工、机械设备, 公用事业由低配转为超配; 低配金融券、环保等红利板块, 继续低配建筑装饰、石油石化、钢铁、医药生物, 电力设备、银行低配比例扩大; TMT 变化不大, 其中通信和计算机小幅低配、电子和传媒小幅超配; 消费板块配置比例稳定, 美护小幅超配, 商贸零售小幅低配。特征 5: 固收+基金继续超配偏股券, 增配平衡券、500 以上大市值个券、AAA 高等级个券。

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 20250723: 从国际到本土: 物价低迷应对策略及中国趋势分析—低利率时代系列(七)

“通缩”是货币供应量持续下降、物价持续下行且经济衰退的现象, 表现为价格普遍且持续环比下行、货币信贷收缩、经济衰退。其与正常价格波动的显著区别是会自我强化, 形成费雪的“债务-通缩”循环。产能过剩或需求不足导致的供需关系失衡及名义货币供给或货币流通速度的持续下降是通缩的主要成因。1999 年 9 月至 2003 年 9 月, 日本因货币供应量增长速度下降叠加泡沫破裂导致需求减少引发通缩, 政府采取大规模财政扩张政策, 尤其是大幅增加公共事业费支出; 2009 年 2 月至 2013 年 5 月, 受美国经济危机溢出效应等影响引发通缩, 引入通货膨胀目标制度, 提出 2% 的“物价稳定目标”, 实行量化宽松货币政策, 大规模购买政府债券以降低实际利率。2008 年金融危机期间, 美国因房地产泡沫破碎导致社会需求降低和货币流通速度放缓引发通缩, 采取宽松的货币政策, 如多次降低利率至接近零, 执行量化宽松政策和财政政策如大幅退税、减债及资助濒临破产公司等。2025 年以来, 我国通胀整体维持低位运行, CPI 同比略有下降, 1-6 月平均-0.07%; PPI 同比持续走弱, 1-6 月

间始终维持在负值区间，平均-2.77%。CPI 受食品和交通通信拖累，整体维持低位。食品持续显著负拉动，1-6 月平均-0.24 个百分点，系生猪产能恢复、蔬菜产量增长及基数效应；交通通信持续深度负增长，1-6 月平均-0.33 个百分点，系全球原油供需宽松、车企价格战及通信资费改革；居住、衣着、医疗等分项温和正贡献，但拉动有限。生产资料 PPI 低迷，受房地产和基建投资低迷及国际价格走低影响，采掘工业跌幅最深且持续扩大，原材料工业和加工工业也呈下跌态势；生活资料 PPI 跌幅较稳定，受居民收入预期偏弱及行业价格战影响，耐用消费品跌幅最深；政策刺激传导受阻，PPI 难以回升。CPI 结构上，食品烟酒（28.31%）、居住（24.03%）、能源相关（12.46%）等高权重板块价格下行，对 CPI 形成核心压制；PPI 结构上，能源和原材料行业价格大幅下跌，拖累整体 PPI；部分中下游行业和高技术产业价格有一定抗跌性，但未能抵消上游下跌影响。我们建立通胀预测模型对 CPI 与 PPI 进行长期预测，预计 2025 下半年 CPI 或温和回升，PPI 仍维持相对低位但降幅收窄。

行业

推荐个股及其他点评

大金重工（002487）：中标欧洲扩容订单，业绩确定性增强

事件：公司与某欧洲头部业主签订单桩供应扩容订单，采用 DAP 模式，难度等级高，TP-less 工艺叠加超大直径、超大单重单桩，总价 4.3 亿人民币，预计 26 年交付，业绩确定性增强。

厦钨新能（688778）：2025 年半年度业绩快报点评：Q2 业绩略超预期，钴酸锂销量高增盈利亮眼

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 8.1/9.3/11.2 亿元，同比 +63%/+15%/+20%，对应 PE 分别为 30/26/22 倍。考虑公司主业增长明确，且卡位固态电池核心材料硫化锂，技术工艺领先。我们给予公司 2025 年 35x 估值，对应目标价 56 元，维持“买入”评级。风险提示：新材料进展不及预期，电动车销量不及预期，竞争加剧。

美图公司（01357.HK）：2025H1 业绩预告点评：业绩超预期，盈利能力稳步提升

盈利预测与投资评级：公司 2025H1 业绩超我们预期，且我们预计后续付费率提升将带来盈利能力进一步上升，看好生活场景业绩强释放，生产力工具用户规模及流水延续高增速，但考虑到公司生产力工具布局及全球化战略推进，或带来营销费用等短期增长，我们暂不上修盈利预测，预计 2025-2027 年经调整归母净利润分别为 8.54/11.77/14.74 亿元，对应当前股价 PE 分别为 52/38/30X。我们看好公司作为稀缺的业绩高增长的 AI 应用标的，AI 赋能核心业务产品力提升，带动收入及利润高增，有望享受估值溢价，维持“买入”评级。风险提示：AI 技术及应用不及预期，生产力与全球化战略不及预期风险，行业竞争加剧风险。

飞龙股份（002536）：2025 年半年报点评：25H1 业绩符合预期，主业盈利能力显著上行

公司发布 2025 年半年报，2025H1 公司营收达 21.62 亿元，同比-8.7%，25H1 公司归母净利润达 2.10 亿元，同比+14.5%。从盈利能力看，公司 25H1 归母净利率为 9.7%，同比+1.97pct；毛利率为 25.52%，同比+6.2pct。

25H1 公司期间费用率达 13.7%，同比+2.60pct。其中销售/管理/财务/研发费用率分别达 2.6%/6.0%/-1.2%/6.2%，同比分别 +0.64/+1.35/-0.54/+1.14pct。顺应行业发展趋势，构建四大增长曲线矩阵：1) 以电子泵及智能温控阀系列为核心，向热管理集成模块与系统解决方案提供商升级；2) 依托泰国生产基地积极布局全球市场；3) 将热管理技术应用场景从汽车延伸至服务器液冷、数据中心（IDC）液冷、人工智能、充电桩液冷、5G 基站与通信设备等，该曲线已进入逐步批量供货阶段；4) 把握产业融合趋势，将热管理技术赋能机器人产业，依托现有客户资源及业务协同，加速布局人形机器人领域。盈利预测与投资评级：我们维持对公司 2025-2027 年归母净利润分别为 4.55/6.31/7.89 亿元的预测，对应 EPS 分别为 0.79/1.10/1.37 元/股，当前市值对应 2025-2027 年 PE 为 20/14/12 倍，维持“买入”评级。风险提示：新能源渗透率不达预期，非车业务进展不达预期，原材料价格上行风险

宏观策略

宏观深度报告 20250722：25Q2 固收+基金转债持仓十大亮点

观点 透过 2025Q2 基金持仓数据，观察到如下 10 点特征：特征 1：2025Q2，固收+基金规模整体为净申购，其中一级债基和二级债基的基金规模增幅相对更明显，转债基金规模环比下降明显。特征 2：观察大类资产配置情况，固收+基金整体降低了含权仓位的比例，提高了债券和现金类资产仓位，其中仅灵活配置型基金提高了股票和转债仓位，转债基金提高了转债仓位。含权仓位的下降也使得各类型固收+基金跑输了万得可转债等权指数，可转债基金和灵活配置型基金相对领先，跑赢中证转债加权指数。特征 3：就转债资产仓位而言，公募基金整体略微下降 0.08pct，固收+基金整体下降 0.54pct，只有可转债基金环比增加 0.77pct。转债指数在二季度连创新高但整体仓位下降，原因或有：一是转债规模退出较多，但固收+整体仍持续净申购，转债仓位被动下降；二是 6 月转债估值、小微盘指数达到相对高位，参考 3 月前高后，主线行情回调且遭遇“黑天鹅”事件，部分资金趋于谨慎，降低了权益仓位；三是市场未出现明显做多或做空理由，主题轮动较快，资金缺少一致性方向。特征 4：固收+基金持仓集中度下降，超配有基础化工、汽车、有色金属、农林牧渔、交通运输居前，与 Q1 趋势大致相同，此外超配了公用事业、国防军工、机械设备，公用事业由低配转为超配；低配金融券、环保等红利板块，继续低配建筑装饰、石油石化、钢铁、医药生物，电力设备、银行低配比例扩大；TMT 变化不大，其中通信和计算机小幅低配、电子和传媒小幅超配；消费板块配置比例稳定，美护小幅超配，商贸零售小幅低配。特征 5：固收+基金继续超配偏股券，增配平衡券、500 以上大市值个券、AAA 高等级个券。特征 6：可转债型基金在二季度虽然整体呈现净赎回状态，但或是受资金对含权资产谨慎影响，业绩仍较突出。转债基金提高了转债仓位（主动或被动性因素或均有），在品种选择上，整体以偏股型和平衡品种为主，且偏股券超配比例进一步提升，TMT、机械设备和汽车等与 AI 相关标的较多的行业均有超配，且大幅增配了有色、化工和军工方向。特征 7：可转债基金持仓增配了中低评级、1-2 年临期个券的配置比例，对 30 亿以下小市值转债仍继续低配，流动性充裕环境下，市场对信用风险的容忍度提升。特征 8：金融底仓券缩量明显，非银获大幅增配。2025Q2，兴业、上银、浦发仍为前三大重仓券。金融券整体在 2025Q2 仓位下降明显，或是受银行转债快速缩量影响，南银转债、杭银转债、齐鲁转债均在二季度公告强赎退出，浦发转债转股近 120 亿。非银整体环比增配明显，其中瑞达转债、财通转债公告下修且下修基本到底。特征 9：非金融重仓券中，猪肉、电子、化工、军工获大幅加仓。光伏转债有减配，不过不能排除价格因素影响。整体和 Q1 重仓相差不大，和邦、万凯、宙邦为 3 只新进券。特征 10：增持靠前的个券主要是分为六类：（1）算力相关方向，包括欧通、盈峰、华懋、旺能、奥飞等；（2）医药方向，包括减肥药、创新药和脑机接口等，包括奥锐、博瑞、美诺、北陆、华海等；（3）军工板块，包括航宇、楚江、睿创等；（4）低位顺周期板块小市值标的，包括帝欧、建工等；（5）低位电子和化工类底仓券，转债的波动较小且盘子较大评级较高，例如闻泰、神马、恒邦、万凯、韦尔、宙邦等，其中神马连续四个季度获加仓，还有一只猪肉标的希望转 2；（6）另有几只新消费和机器人概念标的。风险提示：（1）数据统计偏差；（2）历史数据为滞后数据，指导性有限。

(证券分析师：芦哲 证券分析师：董含星)

固收金工

固收深度报告 20250723：从国际到本土：物价低迷应对策略及中国趋势分析——低利率时代系列（七）

事件 2025 年上半年，我国 CPI 当月同比均值为-0.1%，PPI 当月同比均值为-2.8%，分别较 2024 年下行 0.3 和 0.6 个百分点。在央行货币政策委员会 2025 年第二季度例会中，也提出“我国经济仍面临国内需求不足、物价持续低位运行、风险隐患较多等困难和挑战”。虽然当前我国并未陷入“通缩”的困境，但在低利率和低物价的时代，分析海外经济体应对“通缩”时的应对举措仍然有其意义和价值，我们将从“通缩”的表现形式和成因展开，并结合实际案例对 2025 年下半年的物价形势进行展望。

观点 “通缩”的表现形式及成因：“通缩”是货币供应量持续下降、物价持续下行且经济衰退的现象，表现为价格普遍且持续环比下行、货币信贷收缩、经济衰退。其与正常价格波动的显著区别是会自我强化，形成费雪的“债务-通缩”循环。产能过剩或需求不足导致的供需关系失衡及名义货币供给或货币流通速度的持续下降是通缩的主要成因。

海外国家陷入“通缩”困境时如何应对：

- 1) 日本：1999 年 9 月至 2003 年 9 月，因货币供应量增长速度下降叠加泡沫破裂导致需求减少引发通缩，政府采取大规模财政扩张政策，尤其是大幅增加公共事业费支出；2009 年 2 月至 2013 年 5 月，受美国经济危机溢出效应等影响引发通缩，引入通货膨胀目标制度，提出 2% 的“物价稳定目标”，实行量化宽松货币政策，大规模购买政府债券以降低实际利率。
- 2) 美国：2008 年金融危机期间，因房地产泡沫破碎导致社会需求降低和货币流通速度放缓引发通缩，采取宽松的货币政策，如多次降低利率至接近零，执行量化宽松政策和财政政策如大幅退税、减债及资助濒临破产公司等。

2025 年下半年中国物价展望：

2025 年上半年物价特征：2025 年以来，我国通胀整体维持低位运行，CPI 同比略有下降，1-6 月平均-0.07%；PPI 同比持续走弱，1-6 月间始终维持在负值区间，平均-2.77%。

1) CPI 表现：受食品和交通通信拖累，整体维持低位。食品持续显著负拉动，1-6 月平均-0.24 个百分点，系生猪产能恢复、蔬菜产量增长及基数效应；交通通信持续深度负增长，1-6 月平均-0.33 个百分点，系全球原油供需宽松、车企价格战及通信资费改革；居住、衣着、医疗等分项温和正贡献，但拉动有限。

2) PPI 表现：生产资料 PPI 低迷，受房地产和基建投资低迷及国际价格走低影响，采掘工业跌幅最深且持续扩大，原材料工业和加工工业也呈下跌态势；生活资料 PPI 跌幅较稳定，受居民收入预期偏弱及行业价格战影响，耐用消费品跌幅最深；政策刺激传导受阻，PPI 难以回升。

CPI 和 PPI 结构分析：

- 1) CPI 结构：食品烟酒（28.31%）、居住（24.03%）、能源相关（12.46%）等高权重板块价格下行，对 CPI 形成核心压制；服务消费复苏不均衡，生活用品及服务权重较低且价格承压，政策效果更多体现在销量而非价格。
- 2) PPI 结构：生产资料占比约 75.34%，价格波动对 PPI 影响显著；生活资料占比约 24.66%；能源和原材料行业价格大幅下跌，拖累整体 PPI；部分中下游行业和高技术产业价格有一定抗跌性，但未能抵消上游下跌影响。PPI 向 CPI 传导存在结构性障碍，效果减弱。

2025 年下半年通胀展望：我们建立通胀预测模型对 CPI 与 PPI 进行长期预测，预计 2025 年下半年 CPI 或温和回升，PPI 仍维持相对低位但降幅收窄。

风险提示：经济复苏不及预期风险、政策传导效果滞后风险、大宗商

品价格超预期波动风险、模型假设偏离实际风险、外部经济环境恶化风险、产能过剩化解进度滞后风险。

(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

大金重工 (002487): 中标欧洲扩容订单, 业绩确定性增强

投资要点 事件: 公司与某欧洲头部业主签订单桩供应扩容订单, 采用 DAP 模式, 难度等级高, TP-less 工艺叠加超大直径、超大单重单桩, 总价 4.3 亿人民币, 预计 26 年交付, 业绩确定性增强。 Q2 出海环比增长, 单吨净利维持高位, 汇兑收益贡献增量业绩: 公司业绩增长主要得益于全球化战略布局的深入推进, 海外业务实现突破性增长, 成为驱动公司整体业绩增长的核心引擎。本年度海外项目交付量较上年同期大幅增加, 同时, 公司出口桩基产品交付模式转变为附加值更高的 DAP 模式, 带动公司整体盈利显著提升。其次, 公司海外项目以外币结算为主, 因汇率波动, 对公司汇兑损益产生了一定积极影响。 拟赴港上市、布局本土化基地、国内外基地协同助力降本。公司计划发行 H 股投资欧洲深远海总装基地, 产能规划 50 万吨, 总投资 10-12 亿元, 26 年底、27 年初投入建设使用。一方面, 欧洲基地满足本土化要求, 从而保证订单份额; 另一方面, 唐山-欧洲协同模式远期可实现深远海产品降本, 远期单吨净利具备上行空间。 盈利预测与投资评级: 我们维持盈利预测, 预计 25~27 年归母净利润为 11.0/15.1/20.0 亿元, 同增 133%/37%/32%, 对应 PE 为 18.4/13.5/10.2x, 维持“买入”评级。 风险提示: 竞争加剧, 政策不及预期, 出口订单落地不及预期等。

(证券分析师: 曾朵红 证券分析师: 郭亚男)

证券分析师: 胡隽颖)

厦钨新能 (688778): 2025 年半年度业绩快报点评: Q2 业绩略超预期, 钴酸锂销量高增盈利亮眼

投资要点 公司发布 25 年半年度业绩快报, 略超市场预期。25H1 营业收入 75.3 亿元, 同增 18%, 归母净利润 3.1 亿元, 同增 28%, 扣非归母净利润 2.9 亿元, 同增 32%; 25Q2 营收 45.6 亿元, 同环比 +52%/+53%, 归母净利润 1.9 亿元, 同环比 +49%/+63%, 扣非归母净利润 1.8 亿元, 同环比 +53%/+61%, 业绩略超市场预期。 上半年钴酸锂销量高增, 受益钴涨价单吨净利提升至 1 万+。25H1 钴酸锂销量 2.88 万吨, 同增 57%, 其中我们预计 25Q2 钴酸锂销量近 1.7 万吨, 环增 40%左右, 充分受益于国家换机补贴政策和 3C 消费设备 AI 功能带电量提升带来的需求增长, 我们预计 25 年出货 6 万吨+, 同比增长 30%+。盈利端, 受益于钴涨价的库存收益, 我们测算 25Q2 钴酸锂单吨净利 1 万/吨以上, 25H2 有望维持稳定。 25Q2 三元盈利稳定, 铁锂持续减亏。25H1 公司动力电池正极材料 (三元、铁锂及其他) 实现销量 3.19 万吨, 同比增长 21%。三元方面, 我们预计 25H1 销量 2.6 万吨左右, 同比基本持平, 其中 Q2 销量 1.2-1.3 万吨, 环比基本持平; 25 全年三元销量有望达 5 万吨+, 同比持平。盈利端, 我们测算 25Q2 三元单吨扣非利润约 0.2 万, 环比持平。铁锂方面, 我们预计 25H1 销量 0.6 万吨左右, 其中 Q2 销量 0.4-0.5 万吨, 环比增长两倍。盈利端, 我们测算 25Q2 铁锂亏损 0.2 亿元+, 环比减亏, 随着工艺改进降本,

下半年有望持续减亏。 固态方面，公司硫化锂竞争优势凸显。公司采用气相法将活性锂化合物与含硫化合物反应，在高温反应器中沉积高纯度硫化锂。依托集团金属冶炼技术和腐蚀材料开发，公司从设备开发到生产工艺，一体化布局，产品已对接日韩客户及国内主流企业。

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 8.1/9.3/11.2 亿元，同比 +63%/+15%/+20%，对应 PE 分别为 30/26/22 倍。考虑公司主业增长明确，且卡位固态电池核心材料硫化锂，技术工艺领先。我们给予公司 2025 年 35x 估值，对应目标价 56 元，维持“买入”评级。风险提示：新材料进展不及预期，电动车销量不及预期，竞争加剧。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕
 证券分析师：岳斯瑶 研究助理：胡锦芸)

美图公司 (01357.HK): 2025H1 业绩预告点评: 业绩超预期, 盈利能力稳步提升

投资要点 事件：公司预计 2025H1 归母净利润同比增长不低于 30%，剔除若干非现金及非营运项目（如股权激励、减值损失、以及以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产等），公司预计 2025H1 经调整归母净利润同比增长约 65%-72%至 4.50-4.69 亿元，业绩超过我们预期。

核心业务经营杠杆显著，盈利潜力有望不断释放。2025H1 公司核心业务影像与设计产品付费订阅用户数量提升，驱动收入实现快速增长。该业务毛利率高，随着收入占比不断提升，带动公司整体毛利和毛利率同比增长。同时，2025H1 综合运营费用增幅低于毛利增幅，驱动盈利能力提升。展望后续，我们看好影像与设计产品的付费率持续提升，经营杠杆将驱动公司盈利能力进一步提升。

生活场景：AI 爆款功能频出，付费率有望稳步提升。2025 年初以来，美颜相机及美图秀秀的“AI 换装”“AI 闪光灯”相继出圈，推动产品登顶多国 AppStore 摄影与录像分类榜第一名，我们预计将推动产品海外 MAU 显著增长。我们看好公司“产品驱动增长+社媒放大”的用户增长策略，基于海量用户数据和审美洞察，通过不断推出具备全球传播力的 AI 爆款功能，有望高效驱动海外用户规模增长，以及总体付费率提升，持续关注生活场景产品出海进展及整体付费率提升情况。

生产力工具：AI 产品力不断提升，场景渗透有望加速。AI 降低用户操作门槛，催生 B 端垂直场景的 AIGC 工具机会，公司主力生产力工具“美图设计室”聚焦电商 AI 场景，涵盖商品图、AI 模特、海报物料设计等电商全链路需求，于 2023 年中正式推广，2024 年收入破 2 亿元，用户拓展顺利。2025 年公司战略合作阿里巴巴，同时持续提升产品能力，于 2025 年 7 月推出“一句话搞定影像生产力”的 AI Agent，我们认为战略合作及产品力提升有望加速生产力工具的海内外用户拓展，持续关注生产力场景渗透情况，看好生产力工具的业绩潜力。

盈利预测与投资评级：公司 2025H1 业绩超我们预期，且我们预计后续付费率提升将带来盈利能力进一步上升，看好生活场景业绩强释放，生产力工具用户规模及流水延续高增速，但考虑到公司生产力工具布局及全球化战略推进，或带来营销费用等短期增长，我们暂不上修盈利预测，预计 2025-2027 年经调整归母净利润分别为 8.54/11.77/14.74 亿元，对应当前股价 PE 分别为 52/38/30X。我们看好公司作为稀缺的业绩高增长的 AI 应用标的，AI 赋能核心业务产品力提升，带动收入及利润高增，有望享受估值溢价，维持“买入”评级。风险提示：AI 技术及应用不及预期，生产力与全球化战略不及预期风险，行业竞争加剧风险。

(证券分析师: 张良卫 证券分析师: 陈欣)

飞龙股份(002536): 2025年半年报点评: 25H1业绩符合预期, 主业盈利能力显著上行

投资要点 事件: 公司发布 2025 年半年报, 2025H1 公司营收达 21.62 亿元, 同比-8.7%, 25H1 公司归母净利润达 2.10 亿元, 同比+14.5%。从盈利能力看, 公司 25H1 归母净利率为 9.7%, 同比+1.97pct; 毛利率为 25.52%, 同比+6.2pct。25H1 公司期间费用率达 13.7%, 同比+2.60pct。其中销售/管理/财务/研发费用率分别达 2.6%/6.0%/-1.2%/6.2%, 同比分别+0.64/+1.35/-0.54/+1.14pct。25H1 传统业务

盈利能力显著上升, 新能源热管理&非车业务实现增长。具体来看:

1) 汽车发动机热管理重要部件营收为 8.38 亿元, 同比-8.72%, 毛利率为 25.07%, 同比+6.11pct; 2) 汽车发动机热管理节能减排部件营收为 10.53 亿元, 同比-10.76%, 毛利率为 27.99%, 同比+8.24pct; 3) 汽车新能源热管理部件营收达 1.85 亿元, 同比+3.56%, 毛利率为 13.11%, 同比-2.98pct; 4) 汽车非发动机其他部件营收达 0.37 亿元, 同比-5.81%, 毛利率为 22.03%, 同比-0.33pct; 5) 液冷热管理部件营收达 0.41 亿元, 同比+12.06%, 毛利率为 30.00%, 同比-1.32pct。

泰国工厂实现投产, 公司持续迈向国际化: 公司深度布局东南亚市场, 在泰国和新加坡设立子公司。其中, 泰国生产基地龙泰公司于 2025 年 6 月投产, 待全线投产后, 预计将形成年产 150 万只涡壳、100 万只排气歧管、50 万只机械水泵、100 万只电子水泵的设计产能。公司将依托泰国工厂向东南亚地区向中亚周围地区辐射, 扩大全球业务规模。

顺应行业发展趋势, 构建四大增长曲线矩阵: 1) 以电子泵及智能温控阀系列为核心, 向热管理集成模块与系统解决方案提供商升级; 2) 依托泰国生产基地积极布局全球市场; 3) 将热管理技术应用场景从汽车延伸至服务器液冷、数据中心(IDC)液冷、人工智能、充电桩液冷、5G 基站与通信设备等, 该曲线已进入逐步批量供货阶段; 4) 把握产业融合趋势, 将热管理技术赋能机器人产业, 依托现有客户资源及业务协同, 加速布局人形机器人领域。

盈利预测与投资评级: 我们维持对公司 2025-2027 年归母净利润分别为 4.55/6.31/7.89 亿元的预测, 对应 EPS 分别为 0.79/1.10/1.37 元/股, 当前市值对应 2025-2027 年 PE 为 20/14/12 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 新能源渗透率不达预期, 非车业务进展不达预期, 原材料价格上行风险

(证券分析师: 黄细里 证券分析师: 郭雨蒙)

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>