

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-07-23

宏观策略

2025 年 07 月 23 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 20250721: 影响债券 ETF 规模增速的关键因素有哪些?

债券 ETF 规模增速影响因子总结: 收益率、最大回撤、夏普比率、市场久期偏好和指数跟踪精度系影响债券 ETF 规模变化的关键因素,而换手率和底层成分券体量可能对债券 ETF 的规模变化产生一定的规律性影响,但直接影响力有限。风险提示: 数据统计偏差;债券 ETF 政策超预期收紧;债市超预期调整。

行业

推荐个股及其他点评

瑞鹤模具 (002997): 2025 年半年报点评: 25H1 营收&利润共振上行, 装备业务贡献增量

公司发布 2025 年半年报,2025H1 公司营收达 16.62 亿元,同比+48.30%,25H1 公司归母净利润达 2.27 亿元,同比+40.33%。25H1 公司经营性现金流达 2.135 亿元,同比+836.89%,主要系公司销售回款同比增加所致。

公司汽车制造装备业务包括冲压模具及检具、焊装自动化生产线及智能

专机和 AGV 移动机器人等。公司装备类业务技术开发能力、制造交付能力、以及市场开拓和客户服务等方面持续提升，新承接订单持续增长；截至 2025H1，公司汽车制造装备业务在手订单 43.8 亿元，较上年末增长 13.59%。此外，公司拟发行 8.8 亿可转债，扩充新能源汽车轻量化以及智能机器人与智能制造系统整体解决方案研发及产业化项目，并补充流动资金，满足客户需求。轻量化零部件进入全面量产阶段，产能释放带动收入增长。公司 2022 年 6 月通过可转债形式投资的“新能源汽车轻量化车身及关键零部件精密成形装备智能制造工厂建设项目（一期）”于 2025 年 6 月完成建设，25H1 铝合金一体压铸车身结构件为 5 款车型量产，铝合金精密铸造动总件为 6 款机型量产。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润分别为 4.50 亿元、5.70 亿元、7.13 亿元的预测，对应 2025-2027 年 EPS 分别为 2.15 元、2.72 元、3.41 元，市盈率分别为 19 倍、15 倍、12 倍，维持“买入”评级。风险提示：乘用车价格战超预期；铝价上涨超预期；核心客户放量不及预期。

中国汽研（601965）：智能网联强检落地将至，看好汽车检测行业空间扩容与格局重塑

盈利预测与投资评级：考虑到 L2 国标落地会对公司产生较多业绩增量，我们维持公司 2025 年营收预测 54.7 亿元，提高 2026~2027 年营业收入为 70.0/83.9 亿元（原为 63.2/73.7 亿元），同比增速+17%/+28%/+20%，维持 2025 年归母净利润为 11.1 亿元，提高 2026~2027 年归母净利润为 13.9/17.2 亿元（原为 12.8/14.4 亿元），同比增速+23%/+25%/+23%，对应 PE 分别为 17/14/11 倍，维持“买入”评级。风险提示：汽车行业增长放缓、投入转换效率低、现金流波动风险、竞争加剧风险。

科达利（002850）：2025 年中报预告点评：25Q2 收入稳定增长，经营性利润率基本稳定

考虑二季度税费影响，略下修 25-27 年归母净利润预测至 18.0/21.7/26.1 亿元（原预期 18.8/23.2/27.9 亿元），同比增 22%/20%/20%，对应 PE 为 18x/15x/12x，给予 25 年 25x PE，对应目标价 165 元，考虑公司经营优势维持，且机器人业务后续可期，维持“买入”评级。

博瑞医药（688166）：定增修订点评：锁定期延长至 48 个月，大股东定增彰显信心

事件：7 月 19 日，公司公告《2024 年度向特定对象发行 A 股股票预案（二次修订稿）》（以下简称“修订稿”），本次修订稿无太大变化，依然由董事长袁建栋先生全额现金认购，募资目的仍为补充流动资金和偿还银行贷款。但锁定期由先前的 36 个月变更为 48 个月。参股奥礼生物，递送系统具备平台价值。口服多肽渗透率依然不高，且礼来并未开发替尔泊肽口服剂型，核心问题还是无法解决多肽口服生物利用度低的痛点。诺和诺德 2020 年 16 亿美金收购 SNAC 技术，但司美口服剂型也仅能做到 1% 左右的生物利用度。博瑞的 BGM0504 口服剂型已于日前获 CDE 受理 IND 申请，我们预计年内将获批进入临床阶段。博瑞布局口服的底气主要来源于参股子公司奥礼生物，奥礼生物的 Macoral 平台采用不同于 SNAC 的甘氨酸二肽和柠檬酸，解决了当前司美格鲁肽在口服给药途径中通过肠道吸收所面临的稳定性低的问题，生物利用度大幅提高。另外，由于奥礼生物这一平台的存在，我们认为博瑞包括 Amylin 联用 BGM0504 在内的所有管线均有机会开发成口服。Amylin 潜力巨大且竞争格局良好，公司管线具备潜在联用可能性。BGM1812 为一种长效胰淀素（amylin）

类似物，目前处于临床前阶段。截至 2025 年 7 月，公司 BGM1812 处在临床前阶段。根据医药魔方数据，Amylin 在研管线同样稀缺，国内仅博瑞医药与九源基因处在临床前阶段。BGM1812 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。

盈利预测与投资评级：我们维持原有预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 2.6/3.0/4.3 亿元；对应当前市值 P/E 估值 139/120/84X；考虑到 BGM0504 注射液已处在 3 期临床、BGM0504 片剂和 BGM1812 注射液即将进入临床阶段，这部分估值尚未完全打入，维持“买入”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。

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 20250721: 影响债券ETF规模增速的关键因素有哪些?

背景 债券ETF快速发展,四只标杆产品引领规模与增长:根据当前27只债券ETF(不含可转债)截至2025Q1末的规模与CAGR数据,可以发现富国中债7-10年政策性金融债ETF(511520)、海富通中证短融ETF(511360)、鹏扬中债-30年期国债ETF(511090)和海富通上证城投债ETF(511220)4只债券ETF在规模和复合年化增长率上均表现出色,且同时包含利率债与信用债两类主要债券品类,故将该4只债券ETF作为样本研究,以期挖掘影响债券ETF规模成长的关键因素。

观点 债券ETF规模增长影响因子分析:

- 1) 收益率: a) 海富通中证短融ETF的环比规模增速与年化收益率之间的相关系数约0.54,呈中等正相关关系; b) 海富通上证城投债ETF的环比规模增速与年化收益率的相关系数约0.45,呈中等正相关关系; c) 鹏扬中债-30年期国债ETF的环比规模增速与年化收益率的相关系数约0.67,呈较强正相关关系; d) 富国中债7-10年政策性金融债ETF的环比规模增速与年化收益率之间的相关系数约0.56,呈中等正相关关系。
- 2) 最大回撤: a) 海富通中证短融ETF的单季规模环比增速与单季最大回撤之间的相关系数约为0.42,表明二者之间存在中等强度的正相关性,即回撤控制能力的强弱与资金流入的活跃程度具有一定程度的关联性; b) 海富通上证城投债ETF的单季规模环比增速与单季最大回撤之间的相关系数约为0.47,表明二者之间同样存在中等程度的正相关性,意味着回撤幅度控制得当期间基金多处于资金净流入阶段时,而当基金波动风险抬升时资金流出增多、边际增长相对疲弱; c) 鹏扬中债-30年期国债ETF的单季规模环比增速与单季最大回撤之间的相关系数约为0.41,表明二者之间亦存在中等程度的正相关性,即当基金回撤控制良好的同时资金流入相应有所增加; d) 富国中债7-10年政策性金融债ETF的单季规模环比增速与单季最大回撤之间的相关系数约为-0.074,表明二者之间缺乏稳定的线性耦合关系,基金的回撤表现与规模变化的关联度一般,其规模变化更多受底层资产、债市情绪、市场事件等因素影响,回撤表现的直接驱动影响较小。
- 3) 夏普比率: a) 海富通中证短融ETF的单季规模环比增速与单季夏普比率之间的相关系数约为0.69,呈现出较强的正相关关系,换言之,当该基金的风险调整后收益水平有所提升的同时,基金亦处于规模增长较快阶段; b) 海富通上证城投债ETF的单季规模环比增速与单季夏普比率之间的相关系数约为0.23,属于较弱的正相关水平,意味着二者之间尽管存在一定程度的协同趋势,但关联度并不显著,呈现“弱业绩-规模联动性”特征; c) 鹏扬中债-30年期国债ETF的单季规模环比增速与单季夏普比率之间的相关系数约为0.83,呈现显著的正相关关系,提示二者之间具有高度一致性,即倘若ETF产品具备获取超额收益的同时能够有效控制波动风险的能力,则其往往可以取得市场的高度认可,并体现为基金规模上的强势增长,反之亦然; d) 富国中债7-10年政策性金融债ETF的单季规模环比增速与单季夏普比率之间的相关系数约为0.78,同样呈现显著的正相关性,表明产品质地与市场信心之间存在有效共振,风险调整后收益水平与环比规模增速之间关联度较高。
- 4) 换手率: a) 海富通中证短融ETF的单季规模环比增速与单季区间换手率的相关系数仅为0.04左右,表明其规模的大幅扩张或收缩与其份额的交易热度之间的关联度不显著; b) 海富通上证

城投债 ETF 的单季规模环比增速与单季区间换手率的相关系数约为 0.38, 表明其规模的变化与其份额的交易热度有一定关联度, 但尚不达强相关标准; c) 鹏扬中债-30 年期国债 ETF 的单季规模环比增速与单季区间换手率的相关系数仅为 0.074, 表明二者之间的线性相关性较弱; d) 富国中债 7-10 年政策性金融债 ETF 的单季规模环比增速与单季区间换手率的相关系数为-0.35, 表明二者之间存在中等程度的负相关关系。

5) 市场久期偏好: 通过回溯 2022 年至今各季度债市投资者对于久期的偏好变化并与 4 只样本债券 ETF 在相应季度的规模增速表现对比, 可以发现市场对于持仓久期的长短判断或对债券 ETF 的规模增减产生较为显著的影响, 二者之间存在较强的关联度。换言之, 若市场风险偏好抬升, 投资者相对青睐配置长端债券、持“进攻”态度, 则底层成分券以长期和超长期为主的利率债 ETF 或将获得更多的阶段性资金流入; 而若市场风险偏好下降, 投资者相对倾向于切换至中短端债券以“防守”震荡踏空, 则底层成分券以中短端为主的信用债 ETF 或将成为优选, 取得票息收益补偿的同时减少价差损失。

6) 指数跟踪精度: a) 海富通中证短融 ETF 的单季规模环比增速与单季指数跟踪偏离度的相关系数为-0.29, 呈现一定负相关关系; b) 海富通上证城投债 ETF 的单季规模环比增速与单季指数跟踪偏离度的相关系数为-0.52, 呈现较强的负相关关系; c) 鹏扬中债-30 年期国债 ETF 的单季规模环比增速与单季指数跟踪偏离度的相关系数为 0.56, 呈现一定正相关关系, 或系投资者在配置长久期利率债 ETF 的选择上更加关注绝对收益所致; d) 富国中债 7-10 年政策性金融债 ETF 的单季规模环比增速与单季指数跟踪偏离度的相关系数为-0.44, 呈现较强负相关关系。

7) 底层成份券体量: a) 海富通中证短融 ETF 的单季规模环比增速与单季底层成份券数量的相关系数为 0.24, 呈现较弱的正相关关系; b) 海富通上证城投债 ETF 的单季规模环比增速与单季底层成份券数量的相关系数为 0.35, 其底层成份券数量呈现逐季上升的趋势, 但环比规模增速存在阈值, 因此二者之间关联度逐渐降低; c) 富国中债 7-10 年政策性金融债 ETF 的单季规模环比增速与单季底层成份券数量的相关系数为 0.12, 呈现较弱的正相关关系, 其底层成份券体量与其环比规模增速同样呈现倒 U 型关系, 二者之间关联度较低。

债券 ETF 规模增速影响因子总结: 1) 收益率、最大回撤、夏普比率、市场久期偏好和指数跟踪精度系影响债券 ETF 规模变化的关键因素, 而换手率和底层成份券体量可能对债券 ETF 的规模变化产生一定的规律性影响, 但直接影响力有限。2) 收益率作为衡量债券 ETF 投资回报能力的重要指标, 与基金规模之间呈正相关关系, 即当债券 ETF 收益率较高时, 其环比规模增速一般较高; 最大回撤系衡量债券 ETF 风险水平的重要指标, 与基金规模之间呈负相关关系, 即当债券 ETF 最大回撤控制较好、最大回撤幅度较低时, 其环比规模增速一般较高; 夏普比率可反映债券 ETF 在收益与风险之间的平衡能力, 与基金规模之间呈正相关关系, 即当债券 ETF 的单位风险收益良好、夏普比率表现突出时, 其环比规模增速一般较高; 市场久期偏好一般来源于债市投资者对宏观经济形势的前瞻判断, 故可反映择券上的动态变化, 与基金规模之间呈正相关关系, 即当债券 ETF 的久期符合市场偏好时, 其环比规模增速一般较高; 指数跟踪精度主要衡量作为被动指数型基金的债券 ETF 对其指数的跟踪紧密程度, 与基金规模之间呈负相关关系, 即当债券 ETF 跟踪指数的偏离度较低时, 其环比规模增速一般较高, 但该相关性在超长期利率债 ETF 产品中相对不明显。3) 换手率主要衡量债券 ETF 的流动性风险, 底层成份券体量可能影响债券 ETF 的指数跟踪精度、换手率等因素, 二者与基金规模之间的相关性

较弱，可能对基金规模变化存在间接影响，往往与其他直接影响因素共同发挥作用。 风险提示：数据统计偏差；债券 ETF 政策超预期收紧；债市超预期调整。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

行业

推荐个股及其他点评

瑞鹄模具 (002997): 2025 年半年报点评: 25H1 营收&利润共振上行, 装备业务贡献增量

投资要点 事件：公司发布 2025 年半年报，2025H1 公司营收达 16.62 亿元，同比+48.30%，25H1 公司归母净利润达 2.27 亿元，同比+40.33%。25H1 公司经营性现金流净额达 2.135 亿元，同比+836.89%，主要系公司销售回款同比增加所致。 分产品来看：1) 25H1 模检具、自动化生产线营收为 11.83 亿元，同比+41.89%，毛利率为 30.72%，同比+2.33pct；2) 25H1 汽车零部件及配件营收为 4.38 亿元，同比+69.98%，毛利率为 9.90%，同比+0.60pct。 从盈利能力看，公司 25H1 归母净利率为 13.65%，同比-0.78pct；毛利率为 25.74%，同比提升+1.60pct。25H1 公司期间费用率达 8.33%，同比-2.60pct。其中销售/管理/财务/研发费用率分别达 0.74%/3.75%/-0.04%/3.89%，同比分别-0.29/-1.23/-0.04/-1.03pct。 汽车零部件业务在手订单充裕，发行可转债加速扩产。 公司汽车制造装备业务包括冲压模具及检具、焊装自动化生产线及智能专机和 AGV 移动机器人等。公司装备类业务技术开发能力、制造交付能力、以及市场开拓和客户服务等方面持续提升，新承接订单持续增长；截至 2025H1，公司汽车制造装备业务在手订单 43.8 亿元，较上年末增长 13.59%。 此外，公司拟发行 8.8 亿可转债，扩充新能源汽车轻量化以及智能机器人与智能制造系统整体解决方案研发及产业化项目，并补充流动资金，满足客户需求。轻量化零部件进入全面量产阶段，产能释放带动收入增长。公司 2022 年 6 月通过可转债形式投资的“新能源汽车轻量化车身及关键零部件精密成形装备智能制造工厂建设项目（一期）”于 2025 年 6 月完成建设，25H1 铝合金一体压铸车身结构件为 5 款车型量产，铝合金精密铸造动总件为 6 款机型量产。 盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润分别为 4.50 亿元、5.70 亿元、7.13 亿元的预测，对应 2025-2027 年 EPS 分别为 2.15 元、2.72 元、3.41 元，市盈率分别为 19 倍、15 倍、12 倍，维持“买入”评级。 风险提示：乘用车价格战超预期；铝价上涨超预期；核心客户放量不及预期。

(证券分析师：黄细里 证券分析师：郭雨蒙)

中国汽研 (601965): 智能网联强检落地将至, 看好汽车检测行业空间扩容与格局重塑

投资要点 技术服务为核，智能网联驱动营收增长。中国汽研是国内领先的汽车技术研究与服务平台，是国内六家全牌照汽车检测机构之一，市场份额领先。2024 年，公司实现营业收入 46.97 亿元，同比增长 14.65%；归母净利润 9.08 亿元，同比增长 8.56%。聚焦主业，2024 年汽车技术服务业务收入占比提升至 87.82%，其中新能源及智能网联汽车开发和测评业务收入增长 42.86%。公司业绩保持稳健，2019-2024 年归母净利润年化增速 14.15%，毛利率/归母净利率维持 30%/16%以上。 政策规范化治理智能网联产品，强制检测催生增量空间。2025

年2月，工信部与市场监管总局联合发布《关于进一步加强智能网联汽车产品准入、召回及软件在线升级管理的通知》，明确将组合驾驶辅助系统（L2级）及OTA升级纳入强制性管理框架，并建立准入与召回协同机制，标志着行业从技术试验转向规模化商用的关键节点。2025年6月，工信部公示《智能网联汽车组合驾驶辅助系统安全要求》目的通过制定强制性国家标准，约束组合辅助驾驶系统功能表现，促进提升产品性能，强化对相关产品的技术引导与监督。据我们测算，保守估计智能网联强检落地有望会驱动乘用车强检市场空间扩容50%，非强检市场亦有显著拉动。深度布局评价指标构建与试验场资源：智能网联领域中，汽车指数评价业务至关重要，行业初期具备指数评价能力往往具备行业“定价权”。中国汽研2017年构建全球首个面向消费者的智能网联汽车第三方测评体系IVISTA，后持续规范更新，并于2024年发布行业首个L2+城市道路导航智能驾驶测评规程。公司在智能网联领域的产能布局充分，目前投产的试验场包括苏州阳澄半岛试验场、成都中德试验场、大王山试验场（长沙）、南方试验场（韶关）。此外，华东总部基地已投资超23亿元，计划于2025年年底投产。公司通过产能扩容承接政策强制检测带来的增量订单，或将进一步巩固公司在第三方测试认证领域的头部地位，有望在智能网联强检时代获取更多市场份额。盈利预测与投资评级：考虑到L2国标落地会对公司产生较多业绩增量，我们维持公司2025年营收预测54.7亿元，提高2026~2027年营业收入为70.0/83.9亿元（原为63.2/73.7亿元），同比增速+17%/+28%/+20%，维持2025年归母净利润为11.1亿元，提高2026~2027年归母净利润为13.9/17.2亿元（原为12.8/14.4亿元），同比增速+23%/+25%/+23%，对应PE分别为17/14/11倍，维持“买入”评级。风险提示：汽车行业增长放缓、投入转换效率低、现金流波动风险、竞争加剧风险。

（证券分析师：黄细里 研究助理：孙仁昊）

科达利（002850）：2025年中报预告点评：25Q2收入稳定增长，经营性利润率基本稳定

投资要点 25Q2利润率受补交增值税影响略降，基本符合预期。公司预告25H1归母净利润7.5-8.2亿元，同比+16%~27%；扣非净利润7.05-7.75亿元，同比+12%~23%。其中Q2归母净利3.6~4.3亿元，同比增7%~27%，环比-6%~+12%，中值为4亿元，同环比增17%/3%，公司补交增值税影响约2-3千万元及计提千万级减值损失，若加回，则对应净利率12%左右，符合市场预期。结构件收入稳定20%+增长、经营性净利率基本稳定。25H1公司收入预计66亿元+，同增20%+，其中Q2公司收入预计36亿元+，同增23%+，环增20%左右，行业份额稳定，我们预计公司25年结构件收入有望实现20-30%增长，对应145-150亿元收入；盈利端，Q2扣非净利率接近11%，较Q1环降1pct，主要系公司补交增值税影响，若加回，经营性净利率维持12%左右，仍维持较二线的盈利优势。我们预计后续降价空间较小，且公司一方面规模化效应降本，另一方面24年欧洲基地仍小幅亏损，25-26年随着欧洲新车型推出，我们预计增长提速，实现扭亏，且25Q3马来基地投产，可贡献利润增量，整体利润率可维持。机器人多产品储备，孵育第二成长曲线。公司与台湾盟立合资成立科盟布局谐波减速器，一期5万台产能即将完全投产，产品已获得数千万元工业领域订单。同时公司创新性推出Peek材料谐波减速器，可减重70%，适合用于人形机器人手臂等部位，目前积极送样国内外客户。凭借公司的生产制造能力、品控管理能力和客户服务能力，我们预计公司产品放量空间大。此外，公司有望拓展人形其他零部件，包括关节总成，

第二成长曲线可期。 盈利预测与投资评级：考虑二季度税费影响，略下修 25-27 年归母净利润预测至 18.0/21.7/26.1 亿元（原预期 18.8/23.2/27.9 亿元），同比增 22%/20%/20%，对应 PE 为 18x/15x/12x，给予 25 年 25x PE，对应目标价 165 元，考虑公司经营优势维持，且机器人业务后续可期，维持“买入”评级。 风险提示：行业竞争加剧，下游需求不及预期，原材料价格波动。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕
证券分析师：岳斯瑶）

博瑞医药（688166）：定增修订点评：锁定期延长至 48 个月，大股东定增彰显信心

投资要点 事件：7 月 19 日，公司公告《2024 年度向特定对象发行 A 股股票预案（二次修订稿）》（下简称“修订稿”），本次修订稿无太大变化，依然由董事长袁建栋先生全额现金认购，募资目的仍为补充流动资金和偿还银行贷款。但锁定期由先前的 36 个月变更为 48 个月。注射剂数据珠玉在前，口服同样具备 BIC 潜力。根据 2025 美国糖尿病协会年会上发布的数据，BGM0504 注射液在非 2 型糖尿病的超重或肥胖受试者中，24 周 15mg 剂量组经安慰剂调整后减重 19.78%，数据惊艳，为现有 GLP-1/GIP 双靶点减重药物中疗效最佳的管线之一。公司 BGM0504 片为口服剂型，分子与 BGM0504 注射液相同，IND 申请获受理后，我们预期其有望在年内进入临床 1 期。口服剂型相比注射液具备依从性优势，有望实现更高的渗透率。同时，口服双靶点多肽具有稀缺性，截至 2025 年 7 月全球暂无已上市口服双靶点多肽，在研管线仅恒瑞医药的 HRS9531 片等。我们认为由于 BGM0504 注射液已经显现优越疗效，相同分子的 BGM0504 片同样具备成为 BIC 的潜力。 参股奥礼生物，递送系统具备平台价值。口服多肽渗透率依然不高，且礼来并未开发替尔泊肽口服剂型，核心问题还是无法解决多肽口服生物利用度低的痛点。诺和诺德 2020 年 16 亿美金收购 SNAC 技术，但司美口服剂型也仅能做到 1% 左右的生物利用度。博瑞的 BGM0504 口服剂型已于日前获 CDE 受理 IND 申请，我们预计年内将获批进入临床阶段。博瑞布局口服的底气主要来源于参股子公司奥礼生物，奥礼生物的 Macoral 平台采用不同于 SNAC 的甘氨酸二肽和柠檬酸，解决了当前司美格鲁肽在口服给药途径中通过肠道吸收所面临的稳定性低的问题，生物利用度大幅提高。另外，由于奥礼生物这一平台的存在，我们认为博瑞包括 Amylin 联用 BGM0504 在内的所有管线均有机会开发成口服。 Amylin 潜力巨大且竞争格局良好，公司管线具备潜在联用可能性。BGM1812 为一种长效胰淀素（amylin）类似物，目前处于临床前阶段。截至 2025 年 7 月，公司 BGM1812 处在临床前阶段。根据医药魔方数据，Amylin 在研管线同样稀缺，国内仅博瑞医药与九源基因处在临床前阶段。BGM1812 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。 盈利预测与投资评级：我们维持原有预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 2.6/3.0/4.3 亿元；对应当前市值 P/E 估值 139/120/84X；考虑到 BGM0504 注射液已处在 3 期临床、BGM0504 片剂和 BGM1812 注射液即将进入临床阶段，这部分估值尚未完全打入，维持“买入”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）

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>