

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-07-21

宏观策略

2025 年 07 月 21 日

#海外经济：关税落地后，美国通胀为何连续不及预期？

核心观点：2 月特朗普关税落地以来，美国核心通胀反而连续 5 个月不及预期。我们认为造成这一结果的原因有：美国贸易商进口与库存周期前置，墨西哥商品进口规模增大且对美持续输入通缩，对关税敏感的核心商品在 CPI 中权重较小，以及关税给服务部门和美国经济总需求带来负面影响。向前看，我们倾向于未来一个季度美国 CPI 环比增长中枢更容易不及市场预期，但关税对通胀影响的不确定性、关税本身的不确定性以及鲍威尔对货币政策独立性的诉求意味着，当前市场预期的 25H2 美联储的 2 次降息难以实现，降息仍存在不及预期风险。

晨会编辑 孟祥文

执业证书：S0600523120001

mengxw@dwzq.com.cn

晨会编辑 米宇

执业证书：S0600524110004

miy@dwzq.com.cn

固收金工

固收深度报告 20250717：债券“科技板”见微知著：从跟踪指数成分券结构看科创债 ETF 成长空间

科创债 ETF 发行对科创债市场影响：1) 提高科创债配置需求：科创债 ETF 具有低费率、高持仓透明度、高效交易机制等优势，随着首批科创债 ETF 的发行落地，未来其规模有望继续保持增长，并相应带来成分券的配置需求，若规模增速较快，则底层成分券或迎来一波行情，价差收益或优于同资质个券，利好科创债 ETF 预计将主要纳入指数中的兼具规模与流动性优势的个券。2) 提高科创债的市场流动性：a) 存量单只科创债一般面临换手率低、流动性弱的挑战，而在科创债 ETF 推出之后，科创公司债的市场流动性亦有望加强，通过 ETF 的高效交易机制，一方面投资者可以更便捷地参与科创债市场，增强市场活跃度，提升投资者的申赎操作体验，另一方面将有利于压缩科创债流动性溢价，利好科创债品种表现。b) 科创债 ETF 的做市商机制和动态调整功能或有助于提高科创债的定价效率，促使债券估值更为合理、波动得以平滑，在为投资者提供更透明的市场参考的同时优化投资者的持仓体感。3) 吸引中长期资金进入科创债市场：参考信用债 ETF 主要买盘包含保险、理财、企业年金、公募固收+、FOF 基金等，科创债 ETF 的推出可匹配社保基金、养老金、保险资金等机构投资者的配置需求，意味着或可吸引中长期资金进入科创债市场，从而达到政策端希望引进长期资本、耐心资本的目标，从供需两端协同盘活科技创新领域相关投资。风险提示：数据统计偏差；科创债政策超预期收紧；债市超预期波动。

行业

车灯行业系列专题报告（二）之国内格局演化：日系衰退，欧系稳健，自主崛起

投资建议：推荐自主车灯龙头企业【星宇股份】。推荐逻辑：1) 空间：车灯是具备持续迭代升级能力的优质零部件赛道，车灯持续的智能化升级推动车灯 ASP 和行业空间持续增长。2) 格局：高壁垒使得车灯的竞争格局优秀，星宇的行业地位在过去几年中持续提升。3) 客户：目前公司

深度配套华为智选、奇瑞、理想、吉利、北美电动车企等新能源/新势力头部客户，绑定头部客户使得公司后续持续受益于乘用车行业格局向头部集中。盈利预测：预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 17.61/21.89/26.83 亿元，对应 PE 为 20 倍、16 倍、13 倍。（PE 对应 2025 年 7 月 14 日收盘价）风险提示：乘用车行业销量不及预期，车灯技术迭代升级不及预期，车灯行业竞争加剧。

公用事业行业深度报告：新能源运营商行业深度：新能源全面入市，三大压制因素释放绿电迎反转

投资建议：重点关注 1) 优质绿电运营商：纯粹绿电资产，资产重估弹性大，核心公司掌握最优质资源区，具备长期竞争力。建议关注：H 龙源电力、H 新天绿色能源、H 大唐新能源、节能风电、H 中广核新能源；2) 优质海风具备 α ：海风电价制定相对独立。综合考虑消纳、电价、利用小时数，海风依然是最优质的核心绿电资产，新能源全面入市背景下，海风 α 有望彰显，建议关注：中闽能源、福能股份。3) 优质火转绿：火绿双轮驱动成长，价值重估，建议关注：H 华能国际电力股份、H 华润电力、H 中国电力。风险提示：各地新能源入市细则执行存在不确定性，电力供需形势变动与一次能源价格波动，消纳问题缓解节奏存在不确定性等

保险行业 2025 年上半年回顾与未来展望

投资策略：负债端与资产端均有改善，看好行业利差损风险逐步缓解。1) 我们认为市场储蓄需求依然旺盛，同时在监管持续引导和险企主动性转型下，负债成本有望逐步下降，利差损压力将有所缓解。2) 近期十年期国债收益率回升至 1.66% 左右，我们预计，未来伴随国内经济复苏，长端利率若企稳或修复上行，则保险公司新增固收类投资收益率压力将有所缓解。3) 当前公募基金对保险股持仓仍处于低位，估值对负面因素反应较为充分。2025 年 7 月 16 日保险板块估值 2025E 0.61-0.93 倍 PEV、0.99-2.14 倍 PB，处于历史低位，行业维持“增持”评级。风险提示：1) 长端利率趋势性下行；2) 股市持续低迷；3) 新单保费增速明显放缓。

看好增程汽车国内市场发展前景

代发动机热效率或达 44%+。目前来看，理想 REV 3.0(未来)热效率 43%+、赛力斯超级增程 5.0 热效率 44.8%、小鹏鲲鹏超级电动系统增程器专用发动机热效率 42%（2025H2 上车）、深蓝超级增程 2.0 热效率 44.28%。n n 风险提示：乘用车价格战超预期；终端需求恢复低于预期；增程车型推出节奏不及预期。

推荐个股及其他点评

宏华数科 (688789)：消费结构转型推动数码印花渗透率快速提升，设备+墨水协同打开长期成长空间

投资建议：公司作为全球数码印花设备龙头，充分受益于数码印花渗透率的持续提升。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 5.4/6.9/8.7 亿元，当前市值对应 PE 分别为 23/18/14 倍，首次覆盖给予“买入”评级。风险提示：数码印花行业渗透不及预期，核心零部件对外依赖风险，行业竞争加剧，宏观经济风险

中微公司 (688012)：2025 中报业绩预告点评：业绩高增，平台化布局加速

2025H1 业绩高增，平台化布局显现：公司预计 2025 年上半年营收 49.6 亿元，同比+43.9%；其中刻蚀设备收入 37.8 亿元，同比+40.1%，LPCVD

设备收入 1.99 亿元，同比高增 608.2%。营收显著增长主要得益于公司用于先进存储&逻辑的高端刻蚀设备付运量显著提升，LPCVD、ALD 等新产品形成重复订单。2025H1 归母净利润预计为 6.8-7.3 亿元，同比+31.6 至 41.3%；扣除非经常性损益后的净利润为 5.1-5.6 亿元，同比+5.5 至 15.9%，主要得益于营收增长带来的毛利增加。2025 年 Q2 单季预计营收 27.9 亿元，同比+51.3%，环比+28.6%；Q2 单季归母净利润预计为 3.7-4.2 亿元，同比+37.0 至 55.6%，环比+19.4 至 35.5%。公司持续加大研发投入，在手订单充足：目前公司在研项目涵盖六类设备和 20 多个新设备，2025 年上半年研发投入 14.9 亿元，同比+53.7%；占公司营收比例为 30.1%。截至 2025Q1 末公司合同负债为 30.7 亿元，同比+162.4%；存货为 74.5 亿元，同比+33.4%；2025Q1 公司经营性现金流为 3.8 亿元。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年归母净利润为 24.3/34.0/44.5 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 47/34/26 倍，维持“买入”评级。风险提示：晶圆厂扩产节奏不及预期，新品研发&产业化不及预期等。

特步国际 (01368.HK)：25Q2 流水点评：主品牌表现稳健，索康尼推进品牌升级

盈利预测与投资评级：维持预计 25-27 年归母净利润 13.7/15.7/17.7 亿元、对应 PE 为 10/9/8X，维持“买入”评级。风险提示：国内消费持续疲软，竞争加剧。

宏观策略

#海外经济：关税落地后，美国通胀为何连续不及预期？

核心观点：2月特朗普关税落地以来，美国核心通胀反而连续5个月不及预期。我们认为造成这一结果的原因有：美国贸易商进口与库存周期前置，墨西哥商品进口规模增大且对美持续输入通缩，对关税敏感的核心商品在CPI中权重较小，以及关税给服务部门和美国经济总需求带来负面影响。向前看，我们倾向于未来一个季度美国CPI环比增长中枢更容易不及市场预期，但关税对通胀影响的不确定性、关税本身的不确定性以及鲍威尔对货币政策独立性的诉求意味着，当前市场预期的25H2美联储的2次降息难以实现，降息仍存在不及预期风险。横向看，关税压力有多少传导到了核心商品？关税带来的成本由贸易链条上的四个环节分担，分别对应外国制造商（外国PPI）、外国贸易商（汇率）、本国贸易商（本国PPI）、本国消费者（本国CPI）四个部门。2018-19年期间，在上述其他环节的对冲下，最终仅有0.2%的价格压力传导至美国CPI。但与上一轮贸易摩擦不同的是，本轮美国关税的最大缓冲地带应该在美国贸易商。本轮美国贸易商通过：①前置商品进口；②加大来自墨西哥的USCMA免税商品和越南的低价商品，来对冲迄今为止的高关税对商品通胀的冲击。此外，从6月CPI数据来看，家居陈设&用品、服装、休闲商品等关税敏感项目价格环比增速加快，但由于其在核心商品中的占比不大，因此对总体和核心CPI的贡献度并不高。纵向看，关税对美国通胀的综合影响是怎么样的？由于关税本质上是收缩性政策，因此在经济总需求不变的情况下，关税造成的是商品部门的滞胀与服务部门的衰退冲击。因此，在关税给美国核心商品带来通胀压力的同时，美国核心CPI反而在核心服务的拖累下呈现下行趋势。美联储对通胀的拆分显示，今年2月以来，PCE通胀的上行主要来自供给因素，需求因素的贡献则显著走弱。向前看，如何理解和交易美国通胀的未来影响？6月CPI公布后，由于关税对商品通胀的上行压力已开始显现，交易员预期未来一个季度美国CPI将延续0.3%的环比增长中枢运行。但考虑到上述因素，我们倾向于未来一个季度美国CPI环比增长中枢更容易不及市场预期，25Q3美国CPI同比增速仍有望保持在3%以下。但这并不意味着美联储在下半年更大幅度的降息。首先，目前尚无法验证关税对美国增长和通胀的冲击是一次性的滞后影响、还是持续性的，这也是美联储陷入降息决策两难的主要原因。其次，关税本身仍然存在高度不确定性，且即使美国通胀Q3没有显著上行，美联储也难以判断未来是否有新的关税冲突给通胀带来上行风险。最后，特朗普对美联储独立性的持续干预，反而可能令鲍威尔出于维护货币政策独立性的考虑，在增长和通胀没有面临显著压力的情形下，选择延后降息。风险提示：美国关税政策不确定性风险；美国通胀超预期上行；特朗普罢免鲍威尔，引发美联储信用危机。

（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）

固收金工

固收深度报告 20250717：债券“科技板”见微知著：从跟踪指数成分券结构看科创债ETF成长空间

观点 首批科创债ETF发行落地，赋能科创债市场持续扩容：1) 2025

年6月18日，中国证监会主席吴清在2025陆家嘴论坛上明确，将进一步强化股债联动服务科技创新的优势，大力发展科创债，加快推出科创债ETF，当日，首批10只科创债ETF集中上报，7月2日获批，并定档于7月7日发行。2) 已发行的10只科创债ETF中，6只产品跟踪中证AAA科技创新公司债指数，3只跟踪上证AAA科技创新公司债指数，1只跟踪深证AAA科技创新公司债指数。截至2025年7月15日，10只科创债ETF共募集资金289.88亿元，占计划募资规模上限约96.63%。科创债ETF跟踪指数成分券结构分析：1) 截至2025年7月4日，中证、上证和深证AAA科创公司债指数成分券数量分别为825只、678只和146只，存量规模分别为10,747.35亿元、9,306.05亿元和1,418.30亿元。2) 三只指数底层成分券的剩余期限结构基本一致，各区间分布大致均衡，但整体仍以5年以内中短期为主：a) 其中中证与上证指数的结构较为雷同，而深证指数成分券中中等期限的科创债占比较其余二者有所扩大，而超长期限的占比则有所缩小，故成分券期限中枢或较中证、上证指数稍有降低。b) 该剩余期限分布结构与科创债整体存量市场中以1-3年中短久期居多的期限结构有一定不同，或主要系存量科创票据的期限总体偏短所致，因此若仅观察指数底层成分券所包含的公司债品种而言，则可以发现存量科创公司债的1-3年和3-5年的区间分布相当，且剩余期限在5年以上的科创债券种基本仅包含公司债，即该3大主要的科创债ETF跟踪指数的底层成分券期限分布与当前存续的科创公司债期限分布相符。c) 结合加权平均久期来看，若剔除永续债，深证AAA科创公司债指数底层成分券对应的加权平均久期上升至3.95年，与中证和上证指数的4.67年和4.78年之间的差距进一步拉大，或系深证指数的底层成份券中永续科创债占比显著低于中证和上证指数所致，换言之，中证、上证AAA科创公司债指数的永续债占比较高可能会一定程度上影响指数成分券的流动性，但同时可能增加条款博弈的投机性和风险回报。3) 三只指数底层成分券的发行主体评级均为AAA级，信用资质较高；主体企业性质均以央国企为主，民营企业等占比极低；主体所属行业主要分布于传统行业，其中在建筑、公用事业、交通运输、煤炭、钢铁等行业的占比较多；发行主体结构 with 科创债市场整体存量债券结构契合，其中中证和上证AAA科创公司债指数的成分券发行主体在企业性质和行业分布方面的结构特征更为近似，深证AAA科创公司债指数的成分券虽然总规模较小，但其主体的企业性质和行业分布均呈现相对更为广泛、分散的特征。4) 三只指数底层成分券的票面利率均主要集中于2-2.5%区间，其中深证指数的底层成分券票息中枢相对有所上移：票面利率集中于2.5%以下的原因一方面系指数所含成分券的主体评级均为AAA级，信用资质较优，叠加基准利率处于下行通道，融资成本持续压降，致使新发债券票面利率呈现向低位水平集中的趋势；另一方面系该票面利率区间亦是存量科创公司债中票面占比最高的区间，指数的成分券票息结构与存量整体结构吻合所致。5) 中证、上证AAA科创公司债指数的底层成分券收益率分布较深证指数更为均衡，且深证指数的底层成分券收益率中枢较其余二者有所下移：或源于其底层成分券中所包含的估值收益率偏低、溢价较多的个券体量明显大于中证、上证指数，但同时6%以上高收益个券的体量亦稍大于中证、上证指数，表明深证AAA科创公司债指数底层成分券的收益率两极分化显著。6) 三只指数成分券中市值占比较高的发行人的永续科创债超额利差分布于-2.45至23.94BP之间，非永续科创债超额利差分布于-7.78-32.97BP之间：一方面表明科创债总体较普信债的收益率稍高，具备一定的超额利差，但利差空间因主体自身资质而异，其

中非永续科创债的超额利差分化较大，个别标的存在利差倒挂现象；另一方面，深证 AAA 科创公司债指数中前十大发行人的科创债超额利差的压缩空间相对中证、上证指数而言较大，攫取资本利得收益的胜率相对可观。 科创债 ETF 发行对科创债市场影响：1) 提高科创债配置需求：科创债 ETF 具有低费率、高持仓透明度、高效交易机制等优势，随着首批科创债 ETF 的发行落地，未来其规模有望继续保持增长，并相应带来成分券的配置需求，若规模增速较快，则底层成分券或迎来一波行情，价差收益或优于同资质个券，利好科创债 ETF 预计将主要纳入指数中的兼具规模与流动性优势的个券。2) 提高科创债的市场流动性：a) 存量单只科创债一般面临换手率低、流动性弱的挑战，而在科创债 ETF 推出之后，科创公司债的市场流动性亦有望加强，通过 ETF 的高效交易机制，一方面投资者可以更便捷地参与科创债市场，增强市场活跃度，提升投资者的申赎操作体验，另一方面将有利于压缩科创债流动性溢价，利好科创债品种表现。b) 科创债 ETF 的做市商机制和动态调整功能或有助于提高科创债的定价效率，促使债券估值更为合理、波动得以平滑，在为投资者提供更透明的市场参考的同时优化投资者的持仓体感。3) 吸引中长期资金进入科创债市场：参考信用债 ETF 主要买盘包含保险、理财、企业年金、公募固收+、FOF 基金等，科创债 ETF 的推出可匹配社保基金、养老金、保险资金等机构投资者的配置需求，意味着或可吸引中长期资金进入科创债市场，从而达到政策端希望引进长期资本、耐心资本的目标，从供需两端协同盘活科技创新领域相关投资。 风险提示：数据统计偏差；科创债政策超预期收紧；债市超预期波动。

(证券分析师：李勇 证券分析师：徐津晶)

行业

车灯行业系列专题报告（二）之国内格局演化：日系衰退，欧系稳健，自主崛起

n 国内车灯行业当前呈现“两超多强”格局，市场份额预计仍将向头部集中。车灯是与安全相关的重要汽车零部件，同时又作为外观件、功能件和独供件，因此车灯有着较高的行业进入壁垒，主要包括客户资源、技术研发、成本控制和质量认证等方面。高壁垒塑造出车灯行业优秀的竞争格局，国内车灯行业当前呈现出“两超多强”的竞争格局，星宇和华域视觉市占率领先，外资中海拉、法雷奥、马瑞利、小糸和斯坦雷同样占据一定市场份额。车灯领域后续的技术升级将进一步使市场份额向头部企业集中，小型车灯企业在行业变革中或将逐渐落后。 n 中国车灯格局十年复盘：日系衰落明显，欧系整体稳定，自主龙头不断崛起。日系方面，以小糸和斯坦雷为代表的日系灯厂（日系体系内配套为主）过去十年在中国市场整体呈现衰退趋势，其中小糸自 2016 年以来陆续面临上海小糸剥离+国内日系车销量下滑，导致中国市场的收入和利润持续下降，特别是近两个财年其中国区业务营业利润率开始转负，同时小糸也开始削减中国产能；斯坦雷中国区收入 2024 财年也出现明显下滑，但盈利水平仍保持稳定。欧系灯厂在国内的客户覆盖范围更广，因此近年来在国内发展整体稳定，法雷奥和海拉全球车灯业务营收近年来稳中有增，盈利能力稳定，且在中国区仍有扩产动作（法雷奥在武汉第二工厂新建产线，研发生产新能源汽车高端车灯产品；海拉国内合资公司海纳川海拉（三河）计划新建年产 20 万套智能车灯的扩产项目以及新建尾灯扩产项目，富维海拉在 2024 年也实现了天津新工厂的建成投产）。自主灯厂方面，星宇作为

自主车灯企业的代表，自上市以来持续兑现成长，2024 年营收超越华域视觉成为国内车灯龙头。华域视觉近年来营收整体稳定，但 2024 年出现一定下滑，预计主要系上汽体系内合资品牌下滑的影响。二线灯厂中嘉利和燎旺收入规模与头部仍有差距，且盈利能力相比头部的星宇也有一定距离。资本开支方面，内资灯厂的扩张积极性显著高于外资，星宇、华域、嘉利、燎旺等均在积极扩产，预计主要系国内新能源汽车销量持续增长叠加自主品牌车企份额持续提升，各家自主灯厂希望在车灯国产替代浪潮中占据更多市场份额。n 国内车灯玩家横向对比，星宇竞争优势凸显。营收方面，星宇 2024 年收入规模赶超华域视觉；盈利方面，星宇盈利水平相比内外资竞对均有明显优势；扩张方面，星宇保持稳步扩产的良好节奏；研发方面，星宇持续高研发投入夯实技术实力，高端车灯项目大规模批产经验行业领先。n 投资建议：推荐自主车灯龙头企业【星宇股份】。ü 推荐逻辑：1) 空间：车灯是具备持续迭代升级能力的优质零部件赛道，车灯持续的智能化升级推动车灯 ASP 和行业空间持续增长。2) 格局：高壁垒使得车灯的竞争格局优秀，星宇的行业地位在过去几年中持续提升。3) 客户：目前公司深度配套华为智选、奇瑞、理想、吉利、北美电动车企等新能源/新势力头部客户，绑定头部客户使得公司后续持续受益于乘用车行业格局向头部集中。ü 盈利预测：预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 17.61/21.89/26.83 亿元，对应 PE 为 20 倍、16 倍、13 倍。(PE 对应 2025 年 7 月 14 日收盘价) n 风险提示：乘用车行业销量不及预期，车灯技术迭代升级不及预期，车灯行业竞争加剧。

(证券分析师：黄细里 证券分析师：刘力宇)

公用事业行业深度报告：新能源运营商行业深度：新能源全面入市，三大压制因素释放绿电迎反转

投资要点 消纳+电价+补贴三大压制因素释放，绿电运营商迎反转。我们拆解新能源 FCFF，归纳压制估值三大因素：1) 电价：新能源运营商结算电价持续下行，存量项目盈利下行，增量项目盈利不确定；2) 消纳：新能源高速装机体现为运营商维持高位的资本开支，同时高位资本开支带来新能源消纳压力，进一步影响电价与利用小时数；3) 补贴：存量补贴项目高上网电价中包含中央财政补贴，因补贴回款节奏形成的应收账款拖累表现。中央 136 号文出台推动新能源全面入市，三大压制因素迎反转。 电价有底：全面入市，可持续发展结算机制稳定电价。受保障性收购比例下降+市场化电价下行影响，绿电电价下跌明显，收益率承压。中央 136 号文推动新能源全面入市，建立可持续发展价格结算机制，各地区新能源电价结算模式得到统一。存量项目：衔接原有保障性政策，可获得较为稳定的电价和收益率，确保其平稳运营；增量项目：竞价决定，价格信号引导新能源项目投资趋于真实需求。当前来看已形成中长期（电量占比高）与现货（反应短时供需）结合的市场结算模式，中长期作为电力交易压舱石，电价有底。长期来看，风电光伏终将成为发电主体电源，以中长期+现货综合进行报价交易，项目收益率存在合理区间，长期电价有底。我们以资本金 IRR=6%为标准，集中式光伏资本金 IRR 下跌至 6%，同期集中式陆风项目资本金 IRR 可达 9%-10%，集中式陆风资本金 IRR 下跌至 6%，光伏资本金 IRR 仅为 1%-2%。电价不会无休止下跌，市场化交易中，风电优势明显。此外，绿色价值同样值得期待。 消纳缓解：市场引导新能源理性扩张，配套投资加速支撑消纳。新能源装机高增，消纳问题暴露。136 号文规定市场化增量项目竞价，价格信号有望引导新能源投资回归至真实需求。为满足 2025/2030 年可再生能源消费下限目标，我们预计十五五风电/光伏年均新增装机 62GW/123GW，新增

装机放缓，资本开支下降，消纳压力逐步缓解，新能源运营商自由现金流表现提升。新型电力系统建设加速推进，配套产业链环节投资（系统调节能力、特高压外送等等）落地和相关绿电消纳政策推进（绿电直连、要求高耗能行业使用绿电比例）均有望支撑促进新能源消纳。

国补欠款：历史补贴欠款风险小，补贴基金缺口已平衡。可再生能源补贴收入应收账款影响财务表现，引发市场担忧。2021年起中国新能源项目上网电价已经实现全面平价，已无增量国补电价压力；可再生能源发展基金收入逐年提升，支出已达上限，我们预计2025年左右迎来基金收支平衡，2036年左右历史欠款得到自然解决。此外，对补贴缺口部分进行专项融资和还本付息等应对补贴退坡的措施有望出台，可再生能源补贴问题有望得到加速解决，新能源资产质量有望触底回升。

投资建议：重点关注1）优质绿电运营商：纯粹绿电资产，资产重估弹性大，核心公司掌握最优质资源区，具备长期竞争力。建议关注：H 龙源电力、H 新天绿色能源、H 大唐新能源、节能风电、H 中广核新能源；2）优质海风具备 α ：海风电价制定相对独立。综合考虑消纳、电价、利用小时数，海风依然是最优质的核心绿电资产，新能源全面入市背景下，海风 α 有望彰显，建议关注：中闽能源、福能股份。3）优质火转绿：火绿双轮驱动成长，价值重估，建议关注：H 华能国际电力股份、H 华润电力、H 中国电力。

风险提示：各地新能源入市细则执行存在不确定性，电力供需形势变动与一次能源价格波动，消纳问题缓解节奏存在不确定性等

（证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩）

保险行业 2025 年上半年回顾与未来展望

Ø 整体业绩：新准则下财务指标波动加剧。1）25Q1 净利润与净资产出现短期波动：受 Q1 利率上行、债市下跌等因素影响，上市险企归母净利润和净资产增速出现短期波动，公司间分化较为明显，预计与各公司采取的准备金折现率和 VFA 模型计量基础不同有关。2）下半年上市险企面临净利润高基数压力，但是短期利润波动并不影响险企长期价值。而非上市险企将于 2026 年全面执行新会计准则，预计财务报表波动将加剧。3）25Q1 上市险企偿付能力表现改善，其中平安、新华显著提升，预计主要受债券资产重分类的影响。

负债端：新单增速改善，推动分红险转型。1）Q2 新单增速环比改善，持续推进分红险转型。上市险企 2025Q1 新单保费短期略承压，但 Q2 以来环比明显改善，并且分红险占比持续提升。我们预计 Q3 预定利率继续下调，行业新单结构或将进一步转向分红险。2）预计 NBV 延续增长势头。我们认为，受益于预定利率下调、报行合一降低渠道费用以及业务结构优化等因素，上市险企 NBV margin 将继续改善，带动 NBV 延续快速增长。3）代理人队伍保持稳定，银保渠道 NBV 贡献预计仍将提升。随着各公司改革转型逐步显效，代理人规模已基本企稳，且人均产能持续提高。2025 年银保新单在低基数基础上实现高增长，NBV 增速亦高于整体，我们认为银保对 NBV 贡献将延续近年来的提升态势。

资产端：持续增配债券与 OCI 股票。1）总资产规模持续增长，“资产荒压力下”持续增配债券和股票。25Q1 末保险投资资产规模提升至 34.9 万亿元，人身险公司 Q1 继续增配债券、股票和长股投，而非标类占比持续下降。2）增配 FVOCI 股票成为一致趋势。2024 年上市险企持续提升 FVOCI 股票占比，我们认为在低利率环境下，“以股息换利息”的策略符合险资诉求，预计险资增配红利资产的趋势将持续。3）Q2 以来资本市场环境转暖。25Q1 由于利率上行、债市下跌，部分险企总、综合投资收益率同比下滑，但 Q2 起利率拐点向下后企稳，股市表现尚可，预计投资收益率环比提升。

政策环境：监管呵护态

度明显。近年来保险业监管政策态度积极友好，持续引导行业缓解利差损风险。2025 年监管先后发文规范万能险、分红险结算要求，深化代理人营销体制改革，同时进一步放宽险企权益投资限制，引导长期资本入市，从负债和资产两端为保险业稳健经营提供良好政策环境。投资策略：负债端与资产端均有改善，看好行业利差损风险逐步缓解。1) 我们认为市场储蓄需求依然旺盛，同时在监管持续引导和险企主动性转型下，负债成本有望逐步下降，利差损压力将有所缓解。2) 近期十年期国债收益率回升至 1.66% 左右，我们预计，未来伴随国内经济复苏，长端利率若企稳或修复上行，则保险公司新增固收类投资收益率压力将有所缓解。3) 当前公募基金对保险股持仓仍处于低位，估值对负面因素反应较为充分。2025 年 7 月 16 日保险板块估值 2025E 0.61-0.93 倍 PEV、0.99-2.14 倍 PB，处于历史低位，行业维持“增持”评级。风险提示：1) 长端利率趋势性下行；2) 股市持续低迷；3) 新单保费增速明显放缓。

(证券分析师：孙婷 证券分析师：曹锟)

看好增程汽车国内市场发展前景

n 需求维度：2025Q1 增程式电动汽车 (EREV) 总体渗透率维持在 5.0% 水平，呈现价格带、轿车/SUV 渗透率分化。2020-2025 年，产品、技术、政策合力推动 EREV 渗透率持续上行，EREV 渗透率经历理想 ONE 验证可行性的启动前期 (2019-2022Q1)、理想问界填补产品矩阵的双寡头垄断期 (2022Q2-2023H1)、零跑、深蓝、哪吒等拓展市场的下沉涌现期 (2023H2-2024H1)、L6、M9 进一步提升渗透率的规模与高端化并行期 (2024H2 至今)，我们预计 2027 年 EREV 渗透率区间或达到 10~15%。价格带维度，EREV 渗透率呈现价格带分化，较低价格带 EREV 渗透率较低，中高价格带 EREV 渗透率相对较高。2025Q1，10-15/ 15-20/ 20-30/ 30-40/ 40 万元以上价格带 EREV 市场渗透率分别达到 2%/ 6%/ 12%/ 16%/ 31%，低价格带用户更注重用车成本，EV/PHEV 契合度更高；EREV 在高价格带则在补能短板补齐 (针对 EV)、空间布局 and 智能化维度 (针对 PHEV) 形成优势。车型维度，SUV 车型 EREV 渗透率相对较高，轿车车型 EREV 渗透率较低。2024 年至 2025 年 5 月，轿车增程渗透率仅 1% 左右，SUV 增程渗透率维持在 8%-14%。SUV 在空间、品牌认知、多功能长途场景更具增程匹配度，轿车则在重量、性能、经济性上与增程技术排异。未来我们认为 EREV 或于低价格带 SUV/高价格带轿车存在渗透率进一步爬坡可能性。n 供给维度：品牌维度以理想、鸿蒙智行、零跑、深蓝为主。主流 EREV 品牌中，理想、问界增程产品谱系以大型/中大型 SUV 为主，零跑、深蓝则布局下沉价格带中型/中大型 SUV+轿车。EREV 一般比 EV BOM 成本更低，主要系电池容量更小，根据我们测算，仅考虑电池和增程器，EREV 与 EV 的 BOM 成本价差约为 10000-40000 元。从定价维度看，同系 EREV&EV 中鸿蒙智行、零跑、深蓝定价价差从 0-6 万元不等，基本呈现高价格带价差大、低价格带价差较小的规律。从销量维度看，同系 EREV&EV 中高价格带 EREV 表现通常好于 EV，低价格带 EV 则通常好于 EREV。n 展望未来：“大电池”或为下一代趋势。我们认为下一代 30 万元级以上增程纯电续航的合适范围或在 400km+。未来增程技术仍以油电转化率为出发点，以增程器热效率为提升途径，第三代发动机热效率或达 44%+。目前来看，理想 REV 3.0 (未来) 热效率 43%+、赛力斯超级增程 5.0 热效率 44.8%、小鹏鲲鹏超级电动系统增程器专用发动机热效率 42% (2025H2 上车)、深蓝超级增程 2.0 热效率 44.28%。n 风险提示：乘用车价格战超预期；终端需求恢复低于预期；增程车型推出节奏不及预期。

(证券分析师: 黄细里)

推荐个股及其他点评

宏华数科(688789): 消费结构转型推动数码印花渗透率快速提升, 设备+墨水协同打开长期成长空间

投资要点 深耕数码印花行业, 设备+墨水解决方案供应商。宏华数科集设备制造、软件应用、耗材生产、印染工艺、智能工厂管理系统、售后服务为一体, 提供数码印花设备+墨水的全套解决方案。公司 2024 年营业收入/归母净利润分别为 17.9/4.1 亿元, 同比增长 42%/27%, 2024 年毛利率/净利率分别为 45%/24%, 费控能力优异, 盈利能力维持高位。近年来, 公司加速开拓海外业务, 2017-2024 年海外收入由 0.8 亿元快速增长至 9.2 亿元, CAGR 高达 42%。随着数码直喷设备的持续渗透&新建产能的逐步释放, 公司业绩高增态势有望持续。 社会消费习惯转型, “小单快反” 数码印花性价比大幅提升。目前, 印花行业正经历结构性转型, 主要源于: ①成本驱动: 得益于设备效率、自动化水平持续提升&核心耗材墨水单价持续下降, 近年来数码印花成本持续下降。②终端需求变化: 服装行业供给侧逻辑重构, 电商规模持续扩大下传统印花大批量、长周期的生产方式难以满足多变的市场需求, 取而代之的是“小单快反”模式, 亦契合企业端降本提效诉求。③绿色转型: 数码印花因其无版化、少水耗、低排放的特性, 符合国家绿色转型趋势。2015 年以来, 我国数码印花产量占印花总量由 2% 上升至 2023 年的 18%, 后续预计将持续提升, 带动数码印花设备市场扩容。墨水方面, 数码印花渗透率持续提升&墨水国产化带动国内墨水市场规模进一步扩大。由于墨水销售中附有附加值较高的售后维保服务, 因此墨水销售与设备销售绑定程度较高, 设备供应商具有墨水定价权, 毛利率高于墨水厂商。展望后续, 随着数码印花渗透率进一步提高, 数码印花设备的保有量上升将带动国内墨水需求同步上升。 深度绑定京瓷构建技术壁垒, 内生外延打开新增长极: 公司结合纺织工业领域客户的应用需求, 推行“设备先行, 耗材跟进”的经营模式。设备方面, 公司提供高性价比设备和全过程服务奠定客户基础, 通过深度绑定核心喷头供应商京瓷&结合自身板卡技术, 构筑较为深厚的技术壁垒; 耗材方面, 公司收购天津晶丽全部股权打通墨水制造产业链, 近年来墨水销量随着设备的不断铺设持续增长。同时, 公司积极进行横向扩张, 2022 年全资收购德国 TEXPA, 拓展自动缝纫设备形成产业链协同; 2023 年收购山东盈科杰数码科技有限公司 51% 股权, 拓展书刊印刷设备; 公司积极进行研发投入, 在研项目聚焦数码喷印及相关领域, 未来市场空间广阔。 投资建议: 公司作为全球数码印花设备龙头, 充分受益于数码印花渗透率的持续提升。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 5.4/6.9/8.7 亿元, 当前市值对应 PE 分别为 23/18/14 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。 风险提示: 数码印花行业渗透不及预期, 核心零部件对外依赖风险, 行业竞争加剧, 宏观经济风险

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 黄瑞)

中微公司(688012): 2025 中报业绩预告点评: 业绩高增, 平台化布局加速

投资要点 2025H1 业绩高增, 平台化布局显现: 公司预计 2025 年上半年营收 49.6 亿元, 同比+43.9%; 其中刻蚀设备收入 37.8 亿元, 同比+40.1%, LPCVD 设备收入 1.99 亿元, 同比高增 608.2%。营收显著增长主要得益于公司用于先进存储&逻辑的高端刻蚀设备付运量显著

提升, LPCVD、ALD 等新产品形成重复订单。2025H1 归母净利润预计为 6.8-7.3 亿元, 同比+31.6 至 41.3%; 扣除非经常性损益后的净利润为 5.1-5.6 亿元, 同比+5.5 至 15.9%, 主要得益于营收增长带来的毛利增加。2025 年 Q2 单季预计营收 27.9 亿元, 同比+51.3%, 环比+28.6%; Q2 单季归母净利润预计为 3.7-4.2 亿元, 同比+37.0 至 55.6%, 环比+19.4 至 35.5%。公司持续加大研发投入, 在手订单充足: 目前公司在研项目涵盖六类设备和 20 多个新设备, 2025 年上半年研发投入 14.9 亿元, 同比+53.7%; 占公司营收比例为 30.1%。截至 2025Q1 末公司合同负债为 30.7 亿元, 同比+162.4%; 存货为 74.5 亿元, 同比+33.4%; 2025Q1 公司经营性现金流为 3.8 亿元。刻蚀产品持续领先, 镀膜产品拓展顺利: (1) CCP 设备: 在逻辑领域已对 28nm 以上的绝大部分 CCP 刻蚀应用和 28nm 及以下的大部分 CCP 刻蚀应用形成较为全面的覆盖, 且已有大量机台进入国际 5nm 及以下逻辑; 截至 2024Q4 已交付 4000 个反应台。在存储领域, 超高深宽比刻蚀机已在客户端验证出 $\geq 60:1$ 深宽比结构的能力, 成功进入 2D&3D 存储芯片产线。同时, 公司积极布局超低温刻蚀技术, 积极储备 $\geq 90:1$ 深宽比刻蚀技术。(2) ICP 设备: 公司 ICP 设备在客户端安装腔体数量近四年 CAGR 超 100%, 截至 2024 年已累计安装超 1025 个反应台, 覆盖超 50 个逻辑、DRAM、3D NAND 等客户; 公司的 TSV 刻蚀设备也已应用于先进封装。此外, 公司正在研发用于 5-3nm 逻辑芯片的 ICP 刻蚀机。(3) MOCVD 设备: 积极布局第三代半导体设备, 现已在 LED 等 GaN 基设备市场占据领先地位, 并在 Micro-LED 领域的 MOCVD 设备开发上取得良好进展。用于 SiC 器件的外延设备已付运样机至国内领先客户开展验证测试。(4) 薄膜沉积设备: 公司首台 CVD 钨设备付运到关键存储客户端验证评估, 已通过客户现场验证, 并获得客户重复量产订单, 公司开发的应用于高端存储和逻辑器件的 ALD 氮化钛、钛铝、氮化钽设备也已完成多个逻辑/存储客户验证; EPI 设备也已完成多家先进逻辑器件与 MTM 器件客户的工艺验证, 并获得了客户的高度认可。(5) 量检测设备: 成立子公司超微公司引入电子束检测设备领军人才, 已规划覆盖多种量检测设备。盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2025-2027 年归母净利润为 24.3/34.0/44.5 亿元, 当前股价对应动态 PE 分别为 47/34/26 倍, 维持“买入”评级。风险提示: 晶圆厂扩产节奏不及预期, 新品研发&产业化不及预期等。

(证券分析师: 周尔双 证券分析师: 李文意)

特步国际 (01368.HK): 25Q2 流水点评: 主品牌表现稳健, 索康尼推进品牌升级

投资要点 公司公布 2025Q2 及上半年经营数据: 1) 2025Q2: 特步主品牌全渠道零售流水同比增长低单位数, 零售折扣 7-7.5 折; 索康尼全渠道零售流水同比增长 20%+。2) 2025H1: 特步主品牌零售流水同比增长中单位数, 渠道库存周转天数 4-4.5 个月; 索康尼全渠道零售流水同比增长 30%+。主品牌折扣同比小幅加深, 库存略有增加。Q2 电商大促行业竞争加剧, 行业平均折扣有所加深, 公司折扣 7-7.5 折 (24Q2 约 7.5 折), 库存 4-4.5 个月 (同环比均略有增加)。分结构看, 主品牌电商流水表现好于线下、儿童好于成人、鞋类好于服装、跑步户外产品好于其他品类。下半年公司预计推出 160 系列第七代产品, Q4 开始回收 100-200 家门店转为 DTC, 2026 年进一步回收 300-400 家, DTC 规模较当前整体门店数量占比不足 10%, 我们预计对整体营收影响有限。索康尼调整电商战略, 预计下半年加快高线城市开店。公司推进索康尼品牌升级, 主动对索康尼电商业务进行战略性调整, 减少低价产品推出, 收紧电商折扣, 以实现线上线下产品同步。

线下流水保持高速增长，下半年将略微加快在高线城市新型商店的布局，全年计划开店 30 家，重点开设千万级店铺，提升店效。品类方面专注跑步品类，7 月推出新品胜利 23，并计划陆续推出更多新品。全年维持 30-40% 的增速指引不变，盈利能力有望保持提升。 盈利预测与投资评级：维持预计 25-27 年归母净利润 13.7/15.7/17.7 亿元、对应 PE 为 10/9/8X，维持“买入”评级。 风险提示：国内消费持续疲软，竞争加剧。

（证券分析师：汤军 证券分析师：赵艺原）

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>