

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-07-18

宏观策略

2025 年 07 月 18 日

宏观深度报告 20250717：寻找内需增量：发挥最低工资的“灯塔效应”

最低工资制度可以发挥增加居民收入的“灯塔效应”，不仅能提高低收入群体的工资，也会对高于最低工资线的群体起到溢出效应，从而起到“扩中提低”的增收作用。从历史数据来看，在最低工资标准上调较快的时期，我国整体的劳动报酬比重也会较快上升。我国最低工资增速最快的是“十二五”期间，年均增速达到 13% 左右，这也是我国劳动报酬占 GDP 比重提升最快的时候，2010-2015 年提高了 2.7 个点。2015 年后，随着最低工资增速的下降，居民劳动报酬比重的升幅也有所放缓，2015-2020 年仅提高 0.8 个点。通过调整最低工资来增加居民收入，是促消费和反内卷的破局之道。今年 3 月，中办国办发布《关于进一步保障和改善民生 着力解决群众急难愁盼的意见》，提出“完善最低工资标准调整机制，合理提高最低工资标准。制定技能人才最低工资分类参考指引。”上半年多地大幅上调最低工资标准，如福建、广东、广西、贵州、青海，最低工资标准分别上调 7.6%-14.2% 不等。参考国际经验，我们认为可以从两方面着手来提高最低工资标准。一是参考“十二五规划”，设定最低工资增长目标，适度高于经济增速。“十二五”期间我国最低工资的量化目标是：最低工资标准年均增长 13% 以上，绝大多数地区最低工资标准达到当地城镇从业人员平均工资的 40% 以上。“十二五”后没有再制定最低工资增长目标，“十三五”期间可以再次设定量化目标。二是采取分类的最低工资制度，将行业、职业、技能等因素纳入最低工资的考虑标准。通过差别化的工资信号引导劳动力流向社会真正需要且价值被认可的行业和职业，有助于吸引和留住人才。虽然分类设定本身不是直接实现多劳多得，但它比“一刀切”的最低工资更能体现不同工作的内在价值差异。从国际经验来看，许多国家最低工资标准都考虑了行业职业和技能差异。根据国际劳工组织数据，52% 的国家采用单一最低工资制度，48% 的国家采用多元最低工资制度，其中只有 4%/48% 的国家没有考虑行业职业和技能差异。风险提示：（1）我国不同历史时期的最低工资增速有不同的宏观环境跟政策考虑，历史比较时应注意风险；（2）不同国家的最低工资制度，在细节方面差异较大；（3）政策落地存在不确定性。

晨会编辑 朱国广

执业证书：S0600520070004

zhugg@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

推荐个股及其他点评

金龙汽车（600686）：2025H1 业绩预告点评：25Q2 盈利中枢继续抬升，降本增效效果显现

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年营业收入为 250/268/285 亿元，同比+9%/+7%/+7%，基本维持 2025-2027 年归母净利润为 4.4/6.4/8.3 亿元，同比+182%/+45%/+28%，对应 PE 为 21/14/11 倍。维持公司“买入”评级。风险提示：全球经济复苏不及预期，国内外客车需求低于预期。

开勒股份（301070）：HVLS 风扇领军企业，AI+打造第二成长曲线

盈利预测与投资评级：开勒股份是国内 HVLS 风扇领军企业，旗下豫资开勒和河南豫资集团在 AI+ 方面深度合作，未来有望在医疗、政务、无人车运营等领域快速商业化落地，优势显著。我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 3.73/4.50/5.84 亿元，归母净利润分别为 0.42/0.72/1.07 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：政策推进不及预期，行业竞争加剧，研发进展不及预期。

中际旭创（300308）：2025 半年度业绩预告点评：业绩超预期，产业需求与技术路线共振

投资要点 事件：公司发布业绩预告，预计 2025H1 实现归母净利润 36.0-44.0 亿元，同比+52.6%至 86.6%，对应 2025Q2 实现归母净利润 20.2~28.2 亿元，中值 24.2 亿，对应同比+80.4%，环比+54.4%。公司业绩大超市场预期。AI 算力需求持续高增，多卡互连驱动光模块需求爆发。2025 年一二线云厂商资本支出保持强劲态势，企业及主权实体对 AI 算力的需求同样显现。在技术层面，GPU 和 ASIC 的单卡迭代的的同时，多卡互连的带宽优化成为关键瓶颈解决路径，直接推动带宽需求提升。我们预计 2025 年数据中心光模块需求将进一步爆发。Blackwell 驱动新一轮增长，1.6T 光模块有望加速渗透。英伟达 Blackwell 系列 GPU 和相关技术来自一二线云厂、主权与企业 AI 的需求有望继续增长，同时 1.6T 光模块等开始参与配套出货，有望实现基数和渗透率的双击。中际旭创在 1.6T 光模块领域布局领先，出货有望持续加速。云厂自研 ASIC 出货高增，算力链价值占比有望提升。一线云厂自研 ASIC 出货有望快速增长，ASIC 相比 GPU 单卡性能略差但性价比更高，“单位美元”能够买的，需要买的算力

卡及配套增加，云厂资本开支投向或在产业链再分配，产业链相关硬件需求增速有望高于云厂资本开支增速。 公司有望深度受益于 2025 年 800G、1.6T 需求高景气+硅光加速渗透。公司作为与大客户联系紧密的全球头部厂商，能够对接到主流客户需求，同时扩产有序推进，在上游物料紧缺背景下，硅光芯片布局深厚的同时有望取得物料供应结构性优势，进而深度受益于 800G、1.6T 及硅光的产业需求趋势。展望 2025H2 及后续，我们认为在云厂商持续迭代网络架构的趋势下，公司凭借在硅光技术、供应链垂直整合及客户服务方面的综合优势，有望在 800G 和 1.6T 的产业趋势中深度受益。 盈利预测与投资评级：考虑到海外算力需求持续增长，网络架构及公司产品继续升级，我们将公司 2025/2026/2027 年预期归母净利润由 82.4/97.0/114.5 亿元上调至 90.7/129.7/166.8 亿元，2025 年 7 月 16 日收盘价对应 2025/2026/2027 年 PE 分别为 21/15/11 倍，维持“买入”评级。 风险提示：算力需求不及预期；客户开拓与份额不及预期；产品研发落地不及预期；行业竞争加剧；原材料供应紧缺；产业技术迭代

宏观策略

宏观深度报告 20250717: 寻找内需增量: 发挥最低工资的“灯塔效应”

最低工资制度可以发挥增加居民收入的“灯塔效应”，不仅能提高低收入群体的工资，也会对高于最低工资线的群体起到溢出效应，从而起到“扩中提低”的增收作用。从历史数据来看，在最低工资标准上调较快的时期，我国整体的劳动报酬比重也会较快上升。我国最低工资增速最快的是“十二五”期间，年均增速达到 13% 左右，这也是我国劳动报酬占 GDP 比重提升最快的时候，2010-2015 年提高了 2.7 个百分点。2015 年后，随着最低工资增速的下降，居民劳动报酬比重的升幅也有所放缓，2015-2020 年仅提高 0.8 个百分点。通过调整最低工资来增加居民收入，是促消费和反内卷的破局之道。今年 3 月，中办国办发布《关于进一步保障和改善民生 着力解决群众急难愁盼的意见》，提出“完善最低工资标准调整机制，合理提高最低工资标准。制定技能人才最低工资分类参考指引。”上半年多地大幅上调最低工资标准，如福建、广东、广西、贵州、青海，最低工资标准分别上调 7.6%-14.2% 不等。参考国际经验，我们认为可以从两方面着手来提高最低工资标准。一是参考“十二五规划”，设定最低工资增长目标，适度高于经济增速。“十二五”期间我国最低工资的量化目标是：最低工资标准年均增长 13% 以上，绝大多数地区最低工资标准达到当地城镇从业人员平均工资的 40% 以上。“十二五”后没有再制定最低工资增长目标，“十五五”期间可以再次设定量化目标。二是采取分类的最低工资制度，将行业、职业、技能等因素纳入最低工资的考虑标准。通过差别化的工资信号引导劳动力流向社会真正需要且价值被认可的行业和职业，有助于吸引和留住人才。虽然分类设定本身不是直接实现多劳多得，但它比“一刀切”的最低工资更能体现不同工作的内在价值差异。从国际经验来看，许多国家最低工资标准都考虑了行业职业和技能差异。根据国际劳工组织数据，52% 的国家采用单一最低工资制度，48% 的国家采用多元最低工资制度，其中只有 4%/48% 的国家没有考虑行业职业和技能差异。德国的案例可以借鉴。德国既有全国统一的法定最低工资标准，针对特定行业，也有集体协商产生的最低工资标准。2025 年，德国法定最低工资标准为 12.82 欧元/小时；但是针对另外 9 个行业职业，专门设定了 13-20.86 欧元/小时不等的最低工资标准。如教育从业者的最低工资是 19.37 欧元/小时，护工是 15.5 欧元/小时，电工是 14.41 欧元/小时。风险提示：（1）我国不同历史时期的最低工资增速有不同的宏观环境跟政策考虑，历史比较时应注意风险；（2）不同国家的最低工资制度，在细节方面差异较大；（3）政策落地存在不确定性。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：占烁）

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；发行主体结构结构与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

推荐个股及其他点评

金龙汽车（600686）：2025H1 业绩预告点评：25Q2 盈利中枢继续抬升，降本增效效果显现

投资要点 公司公告：公司发布 2025H1 业绩预告，业绩符合我们预期。归母净利润层面，25H1 预计 1.16 亿元，25Q2 预计 0.69 亿元，25Q2 同环比+42%/+48%。扣非归母净利润层面，25H1 预计 0.12 亿元，25Q2 预计 0.22 亿元，公司实现五年来首次单季度扣非归母净利润扭亏。出口拉动 25Q2 销量环比提升。2025 年 Q1/Q2 公司销量分别为 1.10/1.15 万辆，同比+11.19%/-12.20%，2025Q2 单车净利润为 0.60 万元，同环比+62%/+43%。分车型长度来看，2025Q2 大中客占总销量比重分别为 57%，同比-2.0pct/+5.0pct。分区域来看，根据中客网数据，2025 年 H1 公司出口销量 1.4 万辆，同比+52.4%，新能源出口销量 2028 辆；25Q2 出口 0.7 万辆，同环比+22.4pct/-1.3pct，新能源出口 1078 辆，同环比+0.3%/+13%。我们认为，本轮客车周期向上的核心催化来自于出口客车的销量高增与新能源占比增加，公司作为国内客车龙头之一把握本轮贝塔上行趋势。订单放量驱动增长，国内外市场同步突破。海外市场方面，子公司金旅客车 4 月向沙特发运 234 台定制化高端旅游客车，延续 2 月 155 辆大巴交付势头，深耕中东市场二十年累计交付超 5000 辆且复购率达 80%；同时依托全球化 KD 工厂加速产能输出——埃及轻客产能超 6000 辆、泰国新能源公交交付 3000 台、埃塞俄比亚建成非洲首个新能源客车 KD 项目。国内市场同步发力，3 月中标辽宁抚顺 300 台公交大单，在新疆、内蒙古等多地实现批量交付及空白市场突破，新能源重卡完成漳州/金华订单交付并签约示范项目，驱动新能源车销量同比增长近 40%。三龙整合+管理层换届，公司有望进入发展新阶段。2024 年 12 月公司与金龙旅行车公司少数

股东嘉隆集团就拟收购其持有的金龙旅行车公司 40%股权事项签署了《股权转让框架协议》，目前股权交割已经完成，三龙整合完毕。2025 年 4 月公司公告原董事长谢董卸任金龙汽车董事长，新任管理层上任预计将内部提效放到更重要的位置，公司利润释放节奏有望进一步加快。盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025-2027 年营业收入为 250/268/285 亿元，同比+9%/+7%/+7%，基本维持 2025-2027 年归母净利润为 4.4/6.4/8.3 亿元，同比+182%/+45%/+28%，对应 PE 为 21/14/11 倍。维持公司“买入”评级。风险提示：全球经济复苏不及预期，国内外客车需求低于预期。

（证券分析师：黄细里 研究助理：孙仁昊）

开勒股份（301070）：HVLS 风扇领军企业，AI+打造第二成长曲线

投资要点 HVLS 风扇行业领军企业。公司是中国 HVLS（大空间高效通风）风扇行业领军企业，2021 年上市后公司战略转型 AI+等新质生产力方向。公司目前主业包括 HVLS 风扇、锂电池应用、人工智能。2024 年，公司营业收入 3.31 亿元，其中 HVLS 风扇业务占比 74%，工商业储能收入占比 15%。随着公司持续推进转型，我们预计 AI 新业务将贡献更多收入。借力河南国资，拓展 AI 新赛道。公司 AI 业务主要通过和豫资集团合资成立的豫资开勒展开。豫资集团是河南省级投融资公司，深耕“新车医数”四大重点产业赛道。2018 年，豫资集团对公司进行战略投资。2025 年 7 月，开勒股份公告其全资子公司开勒新能源拟向豫资开勒增资 1,000 万元。增资后，开勒新能源将持有豫资开勒 51.5%的股权，豫资开勒成为公司控股孙公司，纳入公司合并报表范围。围绕豫资集团的重点产业赛道，豫资开勒深度拓展 AI 在政务、医疗、车联网方面的应用。AI+政务：人民网深度合作，切入公文写作。2023 年我国公务员和事业编总人数超 4800 万人，公文写作应用前景广阔。2025 年 4 月，豫资开勒联合人民网正式发布“深言未来”智能政务一体机，并与百度飞桨、海光信息、超聚变、联想达成战略合作。深言未来内置公文写作、内容审核、知识库问答、会议纪要等多项功能，内置人民网主流价值语料库及权威数据库，严格把控大模型生成内容的意识形态。AI+医疗：深耕河南，辐射全国。河南省具备优质医疗资源基础，致力于生物医药产业优化升级。根据河南省卫健委，2025 年郑州大学第一附属医院预算收入 218 亿元，河南省人民医院预算收入 126 亿元，数智化升级需求可观。公司提供产品服务包括医院智能化改造、智能科研辅助平台以及 AI 影像模型验证平台等，已经落地多家三甲医院合作。AI+无人车：产业逐步实现商业化落地。各地陆续开放路权，支持无人驾驶运营测试。无人物流车已经验证了商业化落地的可行性，切实协助客户降本增效，行业已经迎来 1-10 高速增长阶段。考虑牌照稀缺性，我们预计未来具备运营资质的公司有望核心受益。2025 年 2 月，开勒股份与河南省汽车产业投资集团签署《合作协议》，双方拟建立合作关系，聚焦无人驾驶技术相关领域开展合作。具体围绕无人驾驶技术在无人出行车、无人物流车、无人配送车、无人巡检车等相关领域进行技术研发和成果转化。盈利预测与投资评级：开勒股份是国内 HVLS 风扇领军企业，旗下豫资开勒和河南豫资集团在 AI+方面深度合作，未来有望在医疗、政务、无人车运营等领域快速商业化落地，优势显著。我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 3.73/4.50/5.84 亿元，归母净利润分别为 0.42/0.72/1.07 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：政策推进不及预期，行业竞争加剧，研发进展不及预期。

（证券分析师：王紫敬 证券分析师：张文佳）

中际旭创（300308）：2025 半年度业绩预告点评：业绩超预期，产业

需求与技术路线共振

投资要点 事件：公司发布业绩预告，预计 2025H1 实现归母净利润 36.0-44.0 亿元，同比+52.6%至 86.6%，对应 2025Q2 实现归母净利润 20.2~28.2 亿元，中值 24.2 亿，对应同比+80.4%，环比+54.4%。公司业绩大超市场预期。 AI 算力需求持续高增，多卡互连驱动光模块需求爆发。2025 年一二线云厂商资本支出保持强劲态势，企业及主权实体对 AI 算力的需求同样显现。在技术层面，GPU 和 ASIC 的单卡迭代的同时，多卡互连的带宽优化成为关键瓶颈解决路径，直接推动带宽需求提升。我们预计 2025 年数据中心光模块需求将进一步爆发。Blackwell 驱动新一轮增长，1.6T 光模块有望加速渗透。英伟达 Blackwell 系列 GPU 和相关技术来自一二线云厂、主权与企业 AI 的需求有望继续增长，同时 1.6T 光模块等开始参与配套出货，有望实现基数和渗透率的双击。中际旭创在 1.6T 光模块领域布局领先，出货有望持续加速。云厂自研 ASIC 出货高增，算力链价值占比有望提升。一线云厂自研 ASIC 出货有望快速增长，ASIC 相比 GPU 单卡性能略差但性价比更高，“单位美元”能够买的，需要买的算力卡及配套增加，云厂资本开支投向或在产业链再分配，产业链相关硬件需求增速有望高于云厂资本开支增速。公司有望深度受益于 2025 年 800G、1.6T 需求高景气+硅光加速渗透。公司作为与大客户联系紧密的全球头部厂商，能够对接到主流客户需求，同时扩产有序推进，在上游物料紧缺背景下，硅光芯片布局深厚的同时有望取得物料供应结构性优势，进而深度受益于 800G、1.6T 及硅光的产业需求趋势。展望 2025H2 及后续，我们认为在云厂商持续迭代网络架构的趋势下，公司凭借在硅光技术、供应链垂直整合及客户服务方面的综合优势，有望在 800G 和 1.6T 的产业趋势中深度受益。 盈利预测与投资评级：考虑到海外算力需求持续增长，网络架构及公司产品继续升级，我们将公司 2025/2026/2027 年预期归母净利润由 82.4/97.0/114.5 亿元上调至 90.7/129.7/166.8 亿元，2025 年 7 月 16 日收盘价对应 2025/2026/2027 年 PE 分别为 21/15/11 倍，维持“买入”评级。 风险提示：算力需求不及预期；客户开拓与份额不及预期；产品研发落地不及预期；行业竞争加剧；原材料供应紧缺；产业技术迭代

（证券分析师：张良卫 证券分析师：李博韦）

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>