

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-07-07

宏观策略

2025 年 07 月 07 日

宏观深度报告 20250704: 基于 43 个国家的比较: 我国服务消费比重是否偏低?

我们利用 43 个国家和地区 2019 年的消费数据, 从自下而上的视角对我国消费结构进行国际比较。数据年份如无特别说明均为 2019 年, 关于样本国家和数据的详细说明参考正文第四节附录部分。主要结论如下: 我国消费率偏低是服务消费影响吗? 我国整体消费率偏低, 服务和商品消费都有待提高, 并不是商品消费高、服务消费低。2019 年我国居民消费率为 39.3%=服务消费率 21.1%+商品消费率 18.2%, 而 43 个国家居民消费率为 55.2%=服务消费率 28.4%+商品消费率 26.8%。我国商品消费率比 43 国平均水平低 8.6 个点, 服务消费率比 43 国平均水平低 7.3 个点, 都有较大的提升空间。我国服务消费比重真的低吗? 不低。跟人均 GDP 在 2.5 万美元以上的国家相比, 我国服务消费比重是偏低的; 但跟人均 GDP 在 2.5 万美元以下的国家相比, 我国服务消费比重不低。把 43 个国家服务消费比重跟人均 GDP 结合来看, 43 个国家里, 有 20 个国家 2019 年人均 GDP 在 2.5 万美元以下, 这些国家服务消费比重平均为 46.4%; 有 23 个国家人均 GDP 在 2.5 万美元以上, 这些国家服务消费比重平均为 56.3%。我国 2019 年人均 GDP 在 1 万美元左右、服务消费比重 53.8%, 高于同等发展水平的大部分国家。风险提示: (1) 国际比较在细节上可能存在误差, 各国统计制度的差异未能完全反映, 如在个人护理、餐饮住宿、金融服务等服务项目统计上差别较大, 这不影响我们的整体结论, 但可能带来一定的统计差异风险。(2) 数据相对滞后, 由于 2020-2022 年各国受疫情影响较大, 服务消费数据偏差大, 2023 年后数据大多还没有更新, 2019 年数据较为齐全和稳定, 但时间距离较远, 可能产生一定偏差风险。(3) 国际比较的广度仍有不足, 如目前的数据大多是欧洲国家, 对亚洲国家的样本覆盖面仍有不足, 不能完全排除国际比较带来的结论片面性。

晨会编辑 苏立赞

执业证书: S0600521110001

sulz@dwzq.com.cn

固收金工

固收深度报告 20250703: 日本居民财富配置 30 年变迁—低利率时代系列 (六)

日本自 1990 年代泡沫破裂后, 长期陷入低利率甚至负利率环境, 居民财富配置经历从非金融资产主导转向金融资产多元化、从保守储蓄向逐步接受风险资产的深刻演变。其变迁过程与宏观经济周期、政策工具创新和人口结构调整紧密结合。1990 年代, 日本经济泡沫破裂, 股市与房地产价格剧烈下行。日本居民大幅调整财富配置, 撤出以房地产为主的非金融资产, 转而配置低风险的金融资产。在金融资产内部, 相较于泡沫经济时代, 日本居民风险偏好下降, 资金从股票等风险资产撤离, 转而配置低风险的现金及存款。老龄化问题初步显现, 保险及养老金作为长期储蓄工具也受到青睐。债券配置在利率下行初期曾小幅提升, 但随着长期利率逼近零值, 在金融资产中占比显著降低。2000 年后, 日本维持超低利率, 10

年期国债收益率长期低于 2%，2016 年进入负值区间。2006 年前后，日经指数和利率均有所回升，短期内拉动居民风险资产配置占比小幅回升，但影响有限。日本迎来快速老龄化，并且年长群体持有家庭资产总量最大。预期寿命的增长以及老龄群体对于安全性和流动性的偏好，使得日本居民对储蓄与养老保障金的需求持续上升。2010 年，日本引入全面货币宽松政策，直接压缩了固定收益类产品回报空间，促使居民逐步提高权益类资产配置。债券配置占比进一步降低。随着多重政策激励和经济企稳，股票市场表现回暖，日本居民权益类资产配置回升。NISA 与 iDeCo 的协同作用，以及 ETF、海外投资等创新型投资产品的兴起，使得居民理财逐渐从单一存款转向长期目标导向型投资。回顾 30 年变迁，日本居民资产配置呈现出“保守为主、稳健增长”的总体特征：非金融资产占比持续下降，金融资产内部由现金及存款和保险及养老金主导，权益类资产占比缓慢提升。低利率环境压低固定收益类资产回报，人口老龄化强化安全性偏好，以及政策激励，成为推动配置变迁的关键因素。

固收点评 20250703：利柏转债：工业模块化制造龙头

我们预计利柏转债上市首日价格在 128.57~142.73 元之间，我们预计中签率为 0.0028%。综合可比标的以及实证结果，考虑到利柏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 128.57~142.73 元之间。我们预计网上中签率为 0.0028%，建议积极申购。

固收点评 20250703：伯 25 转债：汽车制动系统国产龙头

我们预计伯 25 转债上市首日价格在 118.12~131.40 元之间，我们预计中签率为 0.0122%。

行业

基础化工行业点评报告：光引发剂：供给趋于集中+新兴领域需求蓬勃发展，行业景气度复苏

事件：根据百川盈孚，2025 年 7 月 3 日，光引发剂主流品种 907 牌号参考出厂价 88 元/公斤、184 牌号参考出厂价 45 元/公斤、TPO 牌号参考出厂价 83 元/公斤，较今年年初价格分别上涨 28%、32%、11%。供给端：光引发剂主要国内生产厂商停产，行业多年盈利承压，或推动行业内企业协同发展。需求端：光引发剂是光固化的核心原材料，新兴领域发展推动光引发剂需求增长。相关标的：久日新材、扬帆新材、强力新材、固润科技。风险提示：行业竞争加剧；下游需求不及预期。

推荐个股及其他点评

小鹏汽车-W (09868.HK)：小鹏 G7 上市点评：辅助驾驶进入 L3 级算力时代，本地端 VLA+VLM 能力再进阶

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2025~2027 年营业收入预期分别为 947/1676/2491 亿元，同比分别+132%/+77%/+49%。基本维持 2025~2027 年归母净利润分别为 3.5/76/120 亿元，同比分别+106%/+2070%/+58%。2025/2026/2027 年 EPS 分别为 0.18/3.97/6.27 元，对应 PE 分别为 368/17/11 倍，维持公司“买入”评级。风险提示：乘用车行业价格战超预期；辅助驾驶政策推出节奏不及预期。

道通科技 (688208)：越南关税落地，出海+具身智能注入增长新动能

投资要点 事件：美国总统特朗普 7 月 2 日宣布“与越南就贸易谈判达

成一致”，美国将对从越南进口的所有商品征收 20% 的关税。美越关税落地，公司多维机制应对。目前公司越南工厂的产品主要销往美国，自 5 月 1 日起公司将美国区域数字能源产品涨价 7% 到 10%；同时后续公司有望推出性能更优新品，提高售价。公司正规划建设墨西哥新工厂优化供应链，4 月已完成墨西哥蒙特雷区域的工厂选址，根据美墨加贸易协定有望享受零关税；此外，AI 软件业务作为非实物收入，不受关税政策扰动，有望为公司业绩增长提供坚实缓冲。充电桩海外进展不断，订单规模有望持续增长。欧洲市场公司继续实现突破，与能源巨头壳牌（Shell）合作，充电桩产品正式在荷兰的国家级大型公共充电项目中投入使用，标志着道通产品成功打入欧洲核心公共充电网络，验证了其产品的竞争力与本地化适配能力。我们认为 Shell 存量网络扩建和全球充电设施投资加码是海外充电桩快速增长的缩影，公司充电桩业务有望持续增长。道和通泰亮相 HDC，AI 空地方案依托华为生态加速商业化。在近期举办的华为开发者大会（HDC 2025）上，道和通泰机器人作为华为云生态的重要合作伙伴，展示了“空地一体具身智能解决方案”。该方案依托公司自研的、深度融合了多模态识别、具身行动与行业业务三大垂直模型的“AI 大脑”，能够驱动无人机与地面机器人集群实现自主协同作业，且已在智慧能源、智慧交通等领域实现落地应用。我们认为此次亮相验证了公司技术的成熟度，凸显了公司与华为云深度绑定的生态协同优势，标志着道和通泰正依托“技术+生态”双轮驱动，加速公司 AI 产品商业化落地进程。

盈利预测与投资评级：我们认为公司有望通过多方面措施淡化关税影响，充电桩业务在海外市场进入收获期，订单有望持续放量；AI 空地一体方案依托华为生态，商业化落地进程提速。我们将公司 2025/2026/2027 年预期归母净利润由 7.9/9.6/11.4 亿元上调至 8.0/9.8/11.8 亿元，2025 年 7 月 3 日收盘价对应 2025/2026/2027 年 PE 分别为 27/22/18 倍，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期；竞争加剧；公司产品扩张不及预期；国际局势不确定性。

宏观策略

宏观深度报告 20250704：基于 43 个国家的比较：我国服务消费比重是否偏低？

我们利用 43 个国家和地区 2019 年的消费数据，从自下而上的视角对我国消费结构进行国际比较。数据年份如无特别说明均为 2019 年，关于样本国家和数据的详细说明参考正文第四节附录部分。主要结论如下：

1、我国消费率偏低是服务消费影响吗？我国整体消费率偏低，服务和商品消费都有待提高，并不是商品消费高、服务消费低。2019 年我国居民消费率为 39.3%=服务消费率 21.1%+商品消费率 18.2%，而 43 个国家居民消费率为 55.2%=服务消费率 28.4%+商品消费率 26.8%。我国商品消费率比 43 国平均水平低 8.6 个点，服务消费率比 43 国平均水平低 7.3 个点，都有较大的提升空间。我国服务消费比重真的低吗？不低。跟人均 GDP 在 2.5 万美元以上的国家相比，我国服务消费比重是偏低的；但跟人均 GDP 在 2.5 万美元以下的国家相比，我国服务消费比重不低。把 43 个国家服务消费比重跟人均 GDP 结合来看，43 个国家里，有 20 个国家 2019 年人均 GDP 在 2.5 万美元以下，这些国家服务消费比重平均为 46.4%；有 23 个国家人均 GDP 在 2.5 万美元以上，这些国家服务消费比重平均为 56.3%。我国 2019 年人均 GDP 在 1 万美元左右、服务消费比重 53.8%，高于同等发展水平的大部分国家。

2、接下来，我们对服务消费做一个结构比较，主要结论：

（1）我国消费偏好更注重基础服务消费，呈现出“重教育不重娱乐、重买房不重租房”的特点，住房、医疗、教育等基础服务是我国服务消费比重较高的主要原因。

（2）我国服务消费价格偏低，典型如交通费用。服务价格低的好处是避免了“鲍莫尔病”，教育、医疗、交通等大量基础服务消费，对于低收入者也能负担；坏处是制约了服务消费比重的提高，服务消费额的比重受到价格限制，消费量的比重可能更高。

3、对于具体的服务消费类别，国际比较结果如下：

（1）按照消费支出的八大类来看，我国与其他国家消费结构差别不大。八大类消费支出里，我国的结构大多跟国际水平比较一致，这说明各国消费者，无论面临怎样的收入水平和消费环境，消费需求大致是相似的。差别最大的是“其他用品与服务”。我国为 2.4%，43 国平均为 10.6%。但这更多来自于统计差别，一是个人护理的支出，二是金融服务消费支出的差别。

（2）居住：我国折算租金和住房维修支出比重高、实际租金占比低。一是自有住房折算租金，2019 年我国自有住房折算租金占消费比重为 15.1%，43 国平均为 12.5%，其中美国 12%、欧盟 12.4%、日本 16.2%。二是住房维修服务，我国比重为 3.2%，43 国平均为 0.7%，其中欧盟 27 国为 1.0%，美国日本缺少该项数据。主要原因可能是我国毛坯房交付比例较高，硬装支出远高于国际水平，抬高了整体装修支出。

第三，尽管自有住房折算租金比重高于国际水平，但是我国实际房租占消费比重仅为 1.1%，远低于国际平均 3.7%。这是因为我国租房市场规模低于国际水平，2020 年七普数据显示我国租房家庭占比只有 21.1%，而美国、日本都在三分之一左右。从时间趋势来看，我国实际房租支出受到城镇人口数量影响较大，2023 年后，随着新增城镇人口数量的回升，房租支出占比也在回升。

（3）教育：家庭教育支出比重远高于国际平均水平。我国教育支出有 4 个特点：第一，家庭投入远高于其他国家。教育支出占消费比重是 8.4%，43 国平均仅为 1.4%，我国家庭对教育的重视程度超过其他支出，“再穷不能穷教育”。第二，我国教育支出的收入弹性小，

属于必选消费。中国教育支出的收入弹性为 0.3，基本属于不受收入变动影响的必需品，东亚国家里韩国的教育弹性也较小，仅为 0.54，日本较高达到 1.72，另外美国 1.76、巴西 3.9，这些国家教育的支出弹性更大，更接近奢侈品。第三，我国教育支出比重跟家庭收入成反比，收入越低的家庭，教育支出比重越高。根据北京大学《中国教育财政家庭调查报告（2021）》的数据，收入最靠后的 10% 家庭里，教育支出占总支出比例达到 21.2%，收入最靠前的 10% 家庭这一比重为 8.4%。第四，中国家庭的教育支出主要花费在校内，而非校外培训；不同学段来看，小学阶段校外培训花费较多。从幼儿园到高中、中职，不同学段的校外培训支出占教育支出比重的平均值只有 12.9%，最高的是小学阶段，占比 26.2%。（4）医疗：我国医疗服务支出占比 6.4%，43 国平均是 2.7%。跟 43 个样本国家比较，我国排在第二位，最高的是美国，医疗服务支出占消费比重达到 17.6%。美国医疗支出比重较高的原因是医疗服务价格昂贵，我国则是由于医保和商业保险都起步较晚。从世卫组织（WHO）统计的各国医疗总支出和私人支出两个指标来看，我国医疗总支出并不高，占居民消费的 13.7%，低于 43 国平均 16.2% 的水平；但我国私人医疗支出占到消费的 6.0%，高于 43 国 4.6% 的水平。（5）交通通信：邮递服务占消费比重高、其他服务占比低。2019 年我国邮递服务消费比重较高，为 0.3%，43 国平均为 0.1%，这与我国发达的电商网络和快递系统有关，但邮递服务在居民消费中的整体比例普遍较小。通信服务支出比重差距不大，中国为 1.8%，43 国平均为 2.1%。交通服务差距较大，我国支出比重明显低于其他国家。一是交通费，我国为 1.7%，43 国平均为 2.6%，这与我国较低的交通价格有关，公交、地铁、铁路等出行费用都不高。按照 Numbeo 统计的本地出行单程票价来看，中国是 0.42 美元，43 国平均是 2.19 美元。二是交通工具使用和维修，我国为 1.1%，43 国平均为 6.7%。这可能与汽车保有量有关，我国每千人汽车保有量为 231 辆，43 国平均为 600 辆，更多的汽车保有量也意味着更多的保养维修支出。（6）文娱消费：我国文娱消费比重大幅低于其他国家，不仅是服务消费占比，商品消费比重也明显偏低。文娱商品消费包括文娱用耐用消费品、其他文娱用品两类，我国文娱耐用消费品消费占比 0.7%，低于 43 国平均 1.7%；其他文娱用品 0.8%，低于 43 国平均 2.6%。服务消费方面，我国文娱服务比重仅为 0.6%，低于 43 国平均 3.4%。但是我国旅游消费占比并不低，2019 年我国旅游消费比重为 1.2%，43 国平均为 1.1%。（7）餐饮住宿：我国餐饮服务消费占比不低，但住宿服务比重偏低。2019 年我国餐饮服务占消费比重为 6.4%，43 国平均为 6.6%，大致相当。但我国住宿服务比重明显偏低，在居民消费分类里，住宿服务计入“其他服务”项，而 2019 年其他服务比重只有 1.2%，住宿服务预计低于 1%，相比之下 43 国住宿服务占消费比重达到 2.0%。风险提示：（1）国际比较在细节上可能存在误差，各国统计制度的差异未能完全反映，如在个人护理、餐饮住宿、金融服务等服务项目统计上差别较大，这不影响我们的整体结论，但可能带来一定的统计差异风险。（2）数据相对滞后，由于 2020-2022 年各国受疫情影响较大，服务消费数据偏差大，2023 年后数据大多还没有更新，2019 年数据较为齐全和稳定，但时间距离较远，可能产生一定偏差风险。（3）国际比较的广度仍有不足，如目前的数据大多是欧洲国家，对亚洲国家的样本覆盖面仍有不足，不能完全排除国际比较带来的结论片面性。

（证券分析师：芦哲 证券分析师：占烁 证券分析师：李昌萌）

固收金工

固收深度报告 20250703：日本居民财富配置 30 年变迁—低利率时代系列（六）

观点 日本自 1990 年代泡沫破裂后，长期陷入低利率甚至负利率环境，居民财富配置经历从非金融资产主导转向金融资产多元化、从保守储蓄向逐步接受风险资产的深刻演变。其变迁过程与宏观经济周期、政策工具创新和人口结构调整紧密结合。日本低利率环境下的居民财富配置变迁 1990-2000 年代：经济泡沫破裂后房地产配置退潮，转向低风险资产 1990 年代，日本经济泡沫破裂，股市与房地产价格剧烈下行。在资产价格大幅缩水的背景下，日本居民大幅调整财富配置，撤出以房地产为主的非金融资产，转而配置低风险的金融资产。非金融资产占比在此后 30 年中逐年下降。1990 年至 2003 年间，居民非金融资产比重从 63.8% 降至 42.7%，居民土地资产比重从 54.3% 降至 32.7%。与之相对，金融资产占比提升至 57.3%。在金融资产内部，相较于泡沫经济时代，日本居民风险偏好下降，资金从股票等风险资产撤离，转而配置低风险的现金及存款。1980 年代，居民现金与存款配置比重持续下降，跌落至 1989 年的最低点 43%，泡沫经济破裂后，日本居民对于未来经济和社会保障体系的不确定性增加，现金与存款配置占比稳定回升至 50% 以上，占据日本居民金融资产配置主导地位。与此同时，随着老龄化问题的初步显现，保险及养老金作为长期储蓄工具也受到青睐，在 1990 年配置比重首次突破 20%，超过股权和投资基金配置占比，成为居民金融资产的第二大部分，2000 年占比达 28%。债券配置在利率下行初期曾小幅提升，但随着长期利率逼近零值，其吸引力也明显下降，在金融资产中占比显著降低。1991-1995 年，日本央行贴现率从 6% 持续下调至 0.5%。1998 年后，央行将政策利率切换为银行间隔夜拆借利率，并于 1999 年进一步推行“零利率政策”，将无担保隔夜拆借利率调至 0.03% 以下。日本 10 年期国债利率从 1990 年的 8.1% 持续回落至 2000 年的 1.6% 左右。在利率下行初期，居民股票以外的证券配置加速上行，1992 年占比达 11%，其中可能大部分为债券，增配用以赚取资本利得。但随着债券利率长期处于低位，居民难以从中获得收益，债券证券在居民金融资产中占比从 1994 年的 6.5% 降至 2000 年代的 2% 水平。2000-2010 年代：老龄化加剧，保险类资产占比提高 2000 年后，日本维持超低利率，10 年期国债收益率长期低于 2%，2016 年进入负值区间。2001 年 3 月，日本央行首次推出“量化宽松政策”（QE），成为全球首个实施该政策的国家。QE 通过大规模买进国债注入流动性，取代利率作为政策工具。期间，日本在 2006 年经济短暂复苏，央行曾暂停 QE。2008 年全球金融危机后，日本央行先后再次加大 QE 力度，并购入股票型 ETF 等风险资产。2006 年前后，日经指数和利率均有所回升，短期内拉动居民风险资产配置占比小幅回升，但影响有限。与此同时，日本迎来快速老龄化，人口平均寿命迅速增长，2000 年突破 81 岁；截至 2010 年，45 岁以上人口占比达 50%，65 岁以上人口占比达 23%；并且年长群体持有家庭资产总量最大，70 岁以上户主家庭的资产是 30 岁以下户主家庭的 5.9 倍。预期寿命的增长以及老龄群体对于安全性和流动性的偏好，使得日本居民对储蓄与养老保障金的需求持续上升。为应对人口结构转型带来的财政压力，日本政府于 2004 年启动养老金改革，采取上调年费率，延长缴费年限等措施，并计划将退休年龄从 60 岁逐步提高到 65 岁。养老金制度改革推动居民现金及存款

和保险及养老金配置继续小幅增加，在金融资产中总占比在 2000-2010 年提升至 85% 水平。2010-2020 年代：多重政策驱动权益类投资回暖，资产配置多元化 2010 年，日本引入全面货币宽松政策，目标将政策利率长期维持在 0-0.1%。2013 年 4 月，日本央行宣布实施“量化和质化宽松”（QQE）。2016 年，日本央行推出收益率曲线控制（YCC），进一步压低利率，将短期政策利率设定为 -0.1%，10 年期国债收益率维持在 0%。政策组合直接压缩了固定收益类产品回报空间，促使居民逐步提高权益类资产配置。在零利率甚至负利率环境下，债券配置占比进一步降低，接近 0。随着多重政策激励和经济企稳，股票市场表现回暖，日本居民权益类资产配置回升。NISA 与 iDeCo 的协同作用，以及 ETF、海外投资等创新型投资产品的兴起，使得居民理财逐渐从单一存款转向长期目标导向型投资。自制度推广以来，iDeCo 参与人数稳步增长，截至 2019 年 2 月参与人数近 120 万，权益类资产（如股票、混合型基金）在账户配置中占比逐年上升。日本居民股权和投资基金份额规模及占金融资产比例从 2010 年前 10% 上升到 2015-2022 年的 15% 左右，尽管提升幅度有限，但呈现渐进式上升趋势。与此同时，由于日本本国市场不景气，以及日元低成本融资优势，海外资产配置逐渐兴起，成为财富增值的重要方式。在 2015 年至 2023 年之间，日本公募投资信托投资海外股票、债券、投资基金总规模从 26.6 万亿增长到 78.7 万亿，股票逐渐成为最主要的配置品种。尽管日本居民直接持有海外资产基数不大，但通过投资基金、ETF 等方式间接投资国内外股债市场的规模持续扩大。截至 2023 年，日本居民对外证券投资规模达 33.64 万亿，超过 2010 年规模的 2 倍。总结 回顾 30 年变迁，日本居民资产配置呈现出“保守为主、稳健增长”的总体特征：非金融资产占比持续下降，金融资产内部由现金及存款和保险及养老金主导，权益类资产占比缓慢提升。低利率环境压低固定收益类资产回报，人口老龄化强化安全性偏好，以及政策激励，成为推动配置变迁的关键因素。风险提示：经济基本面变化超预期，货币政策工具创新，历史及海外经验不代表将来。

（证券分析师：李勇 证券分析师：徐沐阳）

固收点评 20250703：利柏转债：工业模块化制造龙头

事件 利柏转债（111023.SH）于 2025 年 7 月 3 日开始网上申购：总发行规模为 7.50 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于南通利柏特重工有限公司大型工业模块制造项目。当前债底估值为 99.26 元，YTM 为 2.23%。利柏转债存续期为 6 年，中证鹏元资信评估股份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：0.10%、0.30%、0.60%、1.20%、1.80%、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 2.36%（2025-07-01）计算，纯债价值为 99.26 元，纯债对应的 YTM 为 2.23%，债底保护较好。当前转换平价为 100.4 元，平价溢价率为 -0.41%。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 01 月 09 日至 2031 年 07 月 02 日。初始转股价 12.14 元/股，正股利柏特 7 月 1 日的收盘价为 12.19 元，对应的转换平价为 100.41 元，平价溢价率为 -0.41%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为 12.09%。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 12.14 元计算，转债发行 7.50 亿元对总股本稀释率为 12.09%，对流通盘的稀释率为 12.09%，对股本有一定的摊薄压力。观点 我们预计利柏转债上市首日价格在 128.57~142.73 元之间，我们预计中签率为 0.0028%。综合可比标的以及实证结果，

考虑到利柏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 128.57~142.73 元之间。我们预计网上中签率为 0.0028%，建议积极申购。江苏利柏特股份有限公司是国内少数具备大型工业模块设计和制造能力的企业。公司专注于工业模块的设计和制造，业务涉及结构、材料、电气、暖通、消防、控制等多个工程学科。2019 年以来公司营收稳步增长，2019-2024 年复合增速为 23.02%。自 2019 年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“V 型”波动。2024 年，公司实现营业收入 34.93 亿元，同比增加 88.39%。与此同时，归母净利润逐年上涨，2019-2024 年复合增速为 17.48%。2024 年实现归母净利润 2.40 亿元，同比增加 38.73%。江苏利柏特股份有限公司营业收入主要来源于工程服务业，工业模块设计和制造业务，产品结构占比逐年优化。2022 年以来，公司的主营业务收入逐年增长，2022-2024 年工程服务业收入占主营业务收入比重分别为 77.02%、84.51% 和 79.03%，2022-2024 年工业模块设计和制造业务收入占主营业务收入比重分别为 22.54%、15.26% 和 20.73%，同时产品结构年际调整，其他主营业务规模占比稳定。江苏利柏特股份有限公司销售净利率和毛利率在 2022 年出现高点后逐年回落，销售费用率与行业平均水平基本持平，财务费用率和管理费用率近年来保持稳定。2019-2024 年，公司销售净利率分别为 7.05%、6.92%、5.52%、7.97%、5.87% 和 6.89%，销售毛利率分别为 18.66%、17.29%、14.95%、19.80%、14.54% 和 16.09%。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)

固收点评 20250703：伯 25 转债：汽车制动系统国产龙头

事件 伯 25 转债 (113696.SH) 于 2025 年 7 月 1 日开始网上申购：总发行规模为 28.02 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于年产 60 万套电子机械制动 (EMB) 研发及产业化项目，年产 100 万套线控底盘制动系统产业化项目，年产 100 万套电子驻车制动系统 (EPB) 建设项目，高强度铝合金铸件项目，墨西哥年产 720 万件轻量化零部件及 200 万件制动钳项目以及补充流动资金。当前债底估值为 98.81 元，YTM 为 2.16%。伯 25 转债存续期为 6 年，中证鹏元资信评估股份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：0.1%、0.3%、0.6%、1.0%、1.5%、2.0%，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 2.36% (2025-07-01) 计算，纯债价值为 98.81 元，纯债对应的 YTM 为 2.16%，债底保护较好。当前转换平价为 96.64 元，平价溢价率为 3.47%。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 01 月 07 日至 2031 年 06 月 30 日。初始转股价 52.42 元/股，正股伯特利 7 月 1 日的收盘价为 50.66 元，对应的转换平价为 96.64 元，平价溢价率为 3.47%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为 8.10%。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。总股本稀释率为 8.10%。按初始转股价 52.42 元计算，转债发行 28.02 亿元对总股本稀释率为 8.10%，对流通盘的稀释率为 8.10%，对股本摊薄压力较小。观点 我们预计伯 25 转债上市首日价格在 118.12~131.40 元之间，我们预计中签率为 0.0122%。综合可比标的以及实证结果，考虑到伯 25 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 29% 左右，对应的上市价格在 118.12~131.40 元之间。我们预计网上中签率为 0.0122%，建议

积极申购。伯特利主营业务涵盖了汽车制动系统、汽车智能驾驶系统及汽车转向系统业务领域，现公司具备机械制动系统产品、机械转向系统产品和智能电控系统产品的自主正向开发能力。伯特利是一家专业从事汽车安全系统相关产品研发、制造与销售的企业，是国内具备整车制动系统开发能力的国家级高新技术企业。公司拥有各种乘用车与商用车前后盘式制动器、鼓式制动器、后综合驻车制动器(IPB)、后盘带鼓制动器(DIH)、制动主缸、真空助力器、铸铝转向节的自主开发与制造能力；公司成立伊始，一直致力于高端电子控制产品自主研发，已具备智能电子驻车系统(EPB)、汽车防抱死系统(ABS)和整车稳定控制系统(ESC)的独立开发与制造能力。2019年以来公司营收稳步增长，2019-2024年复合增速为25.78%。自2019年以来，公司营业收入总体呈现稳步增长态势，同比增长率“N型”波动。截至2024年末，公司主营业务收入总体呈增长趋势，经营稳定。与此同时，归母净利润也不断增长，2019-2024年复合增速为24.66%。2024年实现归母净利润12.09亿元，同比增加35.60%。截至最新报告期(2025/03/31)，2025年Q1，公司的营业收入和归母净利润规模分别达到26.38亿元、2.70亿元。伯特利从事的主要业务涵盖机械制动、智能电控和机械转向等多个领域，致力于汽车制动系统及相关产品的研发、生产和销售。2022年度、2023年度及2024年度，公司主营业务收入占营业收入的比例分别为96.84%、96.61%和97.08%，占比均较高。截至2024年末，三年内主营业务占营业收入的比例均超过96%。公司主营业务收入呈快速增长态势。伯特利销售净利率和毛利率缓慢下降，销售费用率维持低位，财务费用率低于行业平均且为负，管理费用率显著低于行业平均。2019-2024年，公司销售净利率分别为14.44%、16.19%、15.10%、12.65%、12.19%和12.30%，销售毛利率分别为25.93%、26.43%、24.19%、22.44%、22.57%和21.14%。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

基础化工行业点评报告：光引发剂：供给趋于集中+新兴领域需求蓬勃发展，行业景气度复苏

投资要点 事件：根据百川盈孚，2025年7月3日，光引发剂主流品种907牌号参考出厂价88元/公斤、184牌号参考出厂价45元/公斤、TPO牌号参考出厂价83元/公斤，较今年年初价格分别上涨28%、32%、11%。供给端：光引发剂主要国内生产厂商停产，行业多年盈利承压，或推动行业内企业协同发展。1) 竞争格局：我国是光引发剂主要生产国，主要光引发剂产品均集中在我国生产。光引发剂种类繁多，主流品种为907、TPO、184、1173、DETX、ITX等，可以根据特定需求进行复配使用。据观研天下以及各公司年报，2024年我国光引发剂国内产能情况为：久日新材(2.3万吨，在建0.3万吨)、强力新材(1.7万吨，在建0.6万吨)、沃凯珑(1.3万吨)、IGM(1.2万吨)、扬帆新材(0.8万吨)、固润科技(0.5万吨)。2) 供给端的变化：①宁夏沃凯珑多次出现安全、环保问题，被列为失信被执行人，处于停产状态。2025年4月，宁夏一帆生物发生爆炸，所在园区加大整改力度，沃凯珑后续或难复产。②2025年6月9日，扬帆新材全资子公司江西扬帆109车间发生一起火灾事故，而后被责令停产整顿。需求端：光引发剂是光固化的核心原材料，新兴领域发展推动光引发

剂需求增长。 1) 光引发剂基本情况: 光引发剂是光固化材料(主要包括 UV 涂料、UV 油墨、UV 胶粘剂等)的核心原材料,没有光引发剂,UV 涂料等就无法固化。光引发剂使用量在光固化材料中占比为 3%-5%,但由于光引发剂价格相对昂贵,其成本一般占到光固化产品整体成本的 10%-15%。光固化的原理:光引发剂在光(紫外光或可见光)的照射下,吸收特定波长的光子,产生自由基或阳离子,引发单体和低聚物发生聚合和交联反应,在极短的时间里生成网状结构的高分子聚合物,进而实现固化。光固化材料具备环保、高效、节能、适应性广等优良特性,是传统溶剂型涂料、油墨、胶粘剂的重要替代产品,也是国家减少 VOCs 排放、治理大气污染的重要手段和措施。 2) 光固化材料下游应用广泛: ①传统领域铸就需求基本盘: 木器涂装、塑料制品涂装、装饰建材涂装、包装印刷等。②新兴领域打开需求空间: 汽车部件、电器/电子产品涂装、PCB 线路板、光纤制造、3D 打印等。随着智能设备和高性能计算需求的增加,PCB 作为基础元件,其市场需求有望快速增加,进而拉动上游制造端光引发剂的需求。相关标的: 久日新材、扬帆新材、强力新材、固润科技。 风险提示: 行业竞争加剧; 下游需求不及预期。

(证券分析师: 陈淑娴 研究助理: 周少玟)

推荐个股及其他点评

小鹏汽车-W (09868.HK): 小鹏 G7 上市点评: 辅助驾驶进入 L3 级算力时代, 本地端 VLA+VLM 能力再进阶

投资要点 公告要点: 小鹏汽车发布新车 G7, 定价超我们预期。小鹏 G7 定位为极致空间而生的家庭科技美学中大型 SUV, 602km Max 版搭载双 Orin-X 芯片定价 19.58 万元, 702km Max 版搭载双 Orin-X 芯片定价 20.58 万元, Ultra 版搭载三颗图灵 AI 芯片定价 22.58 万元, 成为全球首款具备 L3 算力的新能源汽车, 全系 5C 超充电池+全域 800V SiC 平台。 辅助驾驶再升级, 硬件迈入 L3 级算力时代, 软件迭代 VLA+VLM。 1) 硬件维度, G7 Ultra 搭载 3 颗图灵 AI 芯片, 带来行业首个 L3 级算力平台, 有效算力 2250TOPS, 2 颗应用于智驾 VLA 大模型, 1 颗应用于座舱 VLM 大模型。 2) 软件维度, 小鹏 G7 行业首发本地端 VLA+VLM 大模型, 行业首发智驾“大脑+小脑” VLA-OL 模型, 首次增加“运动型大脑”, 从持续强化学习到自主强化学习, VLA-OL 模型全本地端运行。 3) 功能维度, 实现人机共驾+强化学习, 自主识别 ETC, 首创划线泊车。 VLA+VLM 上车节奏: 2025/9 VLA 软件 OTA 推送上车, 思考推理可视化展示; 2025/11 VLM 硬件免费升级, 软件 OTA 推送上车; 2025/12 VLA+VLM 记录学习个性驾驶习惯, 实现语音控车和主动推荐。小鹏超级 AEB 新老 Max 车型陆续推送, AEB 做到行业最高刹停速度 130km/h。 底座座舱更智能。太极 AI 底盘标配智能可变阻尼减振、前双叉臂+后五连杆悬架、太极液压衬套矩阵, 具备 AI 智能识别减速带、AI 智能识别颠簸路段、6D 防晕车功能全面进化、AI 智能识别路面凹凸、AI 智能识别障碍物行业领先的 5 项 AI 底盘能力, 具备感知广、执行快、可迭代的特性, 支持最远 200m 提前识别并具备车道级颠簸感知记录, 每秒可执行 1000 次路况扫描, 最快 21 天迭代一个新功能。小鹏座舱芯片为图灵 AI 芯片+高通 8295P, 算力 800TOPS+。未来场景涵盖多模态整车 AI 大脑、本地端多语言能力、增强 VLA 高阶辅助驾驶能力、专属伙伴。AR-HUD 方面, 小鹏联合华为, 防抖算法依据车身信息构建滤波模型。 盈利预测与投资评级: 我们维持公司 2025~2027 年营业收入预期分别为

947/1676/2491 亿元，同比分别+132%/+77%/+49%。基本维持2025~2027 年归母净利润分别为 3.5/76/120 亿元，同比分别+106%/+2070%/+58%。2025/2026/2027 年 EPS 分别为 0.18/3.97/6.27 元，对应 PE 分别为 368/17/11 倍，维持公司“买入”评级。风险提示：乘用车行业价格战超预期；辅助驾驶政策推出节奏不及预期。

（证券分析师：黄细里）

道通科技（688208）：越南关税落地，出海+具身智能注入增长新动能
投资要点 事件：美国总统特朗普 7 月 2 日宣布“与越南就贸易谈判达成一致”，美国将对从越南进口的所有商品征收 20%的关税。美越关税落地，公司多维机制应对。目前公司越南工厂的产品主要销往美国，自 5 月 1 日起公司将美国区域数字能源产品涨价 7%到 10%；同时后续公司有望推出性能更优新品，提高售价。公司正规划建设墨西哥新工厂优化供应链，4 月已完成墨西哥蒙特雷区域的工厂选址，根据美墨加贸易协定有望享受零关税；此外，AI 软件业务作为非实物收入，不受关税政策扰动，有望为公司业绩增长提供坚实缓冲。充电桩海外进展不断，订单规模有望持续增长。欧洲市场公司继续实现突破，与能源巨头壳牌（Shell）合作，充电桩产品正式在荷兰的国家级大型公共充电项目中投入使用，标志着道通产品成功打入欧洲核心公共充电网络，验证了其产品的竞争力与本地化适配能力。我们认为 Shell 存量网络扩建和全球充电设施投资加码是海外充电桩快速增长的缩影，公司充电桩业务有望持续增长。道和通泰亮相 HDC，AI 空地方案依托华为生态加速商业化。在近期举办的华为开发者大会（HDC 2025）上，道和通泰机器人作为华为云生态的重要合作伙伴，展示了“空地一体具身智能解决方案”。该方案依托公司自研的、深度融合了多模态识别、具身行动与行业业务三大垂直模型的“AI 大脑”，能够驱动无人机与地面机器人集群实现自主协同作业，且已在智慧能源、智慧交通等领域实现落地应用。我们认为此次亮相验证了公司技术的成熟度，凸显了公司与华为云深度绑定的生态协同优势，标志着道和通泰正依托“技术+生态”双轮驱动，加速公司 AI 产品商业化落地进程。
盈利预测与投资评级：我们认为公司有望通过多方面措施淡化关税影响，充电桩业务在海外市场进入收获期，订单有望持续放量；AI 空地一体方案依托华为生态，商业化落地进程提速。我们将公司 2025/2026/2027 年预期归母净利润由 7.9/9.6/11.4 亿元上调至 8.0/9.8/11.8 亿元，2025 年 7 月 3 日收盘价对应 2025/2026/2027 年 PE 分别为 27/22/18 倍，维持“买入”评级。风险提示：下游需求不及预期；竞争加剧；公司产品扩张不及预期；国际局势不确定性。

（证券分析师：张良卫 研究助理：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>