

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-07-04

宏观策略

2025 年 07 月 04 日

宏观量化经济指数周报 20250630: 内需延续结构分化, 外需保持总量平稳

货币政策对“资金空转”的关注度依然较高, 仍然偏重提高资金使用效率

海外周报 20250629: 特朗普《大美丽法案》开始闯关参议院

核心观点: 本周以伊冲突与贸易谈判局势缓和令美股大涨, 美联储理事 Waller 与 Bowman 的鸽派发言与经济数据走弱令美债利率大幅走低, 10 年期美债利率下至 4.277%, 美元指数下行至 97.4; 黄金与原油价格在避险情绪大幅降温的情况下分别下跌 2.79% 和 12.56%。在美国部分批发商“抢进口”行为告一段落后, 本月分析师大幅上修 Q2 美国 GDP 增速预期, 同时维持美联储 Q3 首次降息, 全年降息 2 次的预期不变。向前看, 特朗普《大美丽法案》本周已于参议院进入最终审议阶段, 在于 8 月中下旬来临的 X Date 前提高债务上限的需要或令法案最终通过的“Deadline”为 7 月 31 日。风险提示: 特朗普政策超预期; 美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控; 美联储维持高利率水平时间过长, 引发金融系统流动性危机。

晨会编辑 芦哲

执业证书: S0600524110003

luzhe@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

推荐个股及其他点评

武汉天源（301127）：环保为源，能源、数字、装备打造新成长

盈利预测：我们预计公司 2025 至 2027 年归母净利润为 5.0/6.1/7.5 亿元，同比变动+50%/+22%/+23%，对应当前 PE 23/19/15 倍（估值日期：2025/7/2），首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：项目建设不及预期，应收款回收风险，新业务拓展不及预期

中国水务（00855.HK）：FY2025 年报点评：核心运营稳健增长，现金流拐点已现

盈利预测与投资评级：核心运营利润稳健增长，资本开支向下，自由现金流拐点已现，支撑派息能力提升。FY25 业绩下滑主要受一次性减值影响，考虑后续接驳下滑风险、建造收入随资本开支下降而向下，我们将 FY2026-2027 归母净利润预测从 13.93/14.38 亿港元调降至 13.72/13.87 亿港元，预计 FY2028 归母净利润为 14.15 亿港元，对应 PE 为 7.2/7.1/6.9 倍，维持“买入”评级。风险提示：项目投运、供水调价、直饮水推广不及预期等。

炬芯科技（688049）：智能音频赋能 AIoT，存算一体驱动成长

智能音频 SoC 国产替代的先行者。炬芯科技专注于为无线音频、智能穿戴及智能交互等基于 AIoT 领域提供专业集成芯片产品及解决方案，主营业务为中高端智能音频 SoC 芯片的研发、设计及销售。产品应用于蓝牙音箱、智能穿戴等领域，曾推出多款引领市场的蓝牙解决方案并进入小米、联想、SONY、哈曼等知名品牌供应链。2024 年公司营收与净利润双创历史新高，显现强劲成长动能。蓝牙音箱 SoC 市场稳步增长，公司竞争力不断提升。全球市场中，蓝牙音频传输设备出货量及便携式音箱市场规模稳步增长，市场集中度高，中国为全球最大市场，大陆及台湾厂商主导中高端市场。公司作为全球重要供应商，蓝牙音箱芯片为其主力产品，已成为中高端市场主流供应商，服务哈曼、索尼等众多国内外一线品牌，品牌渗透率持续提升。低延迟高音质无线音频 SoC 领域正成为新兴增长极。全球家庭影院市场因生活水平提升与消费升级持续扩张；无线麦克风因多场景应用需求稳步增长；无线电竞耳机因传输技术升级与功能创新加速无线化进程，增速显著高于行业平均水平。公司已构建多场景

产品矩阵，业务覆盖家庭影院、无线麦克风等细分领域，并成功切入国际品牌供应链体系。全球可穿戴 SoC 市场整体向好，公司凭技术积累驱动芯片升级。全球腕带设备出货量在 2024 年达 1.93 亿部，苹果、小米等头部品牌竞争加剧推动产品迭代。公司依托低功耗、蓝牙双模等技术积累，芯片方案已植入小米、荣耀等品牌的手表、手环及 AI 眼镜产品，持续拓展智能穿戴领域的应用场景。端侧 AI 处理器市场正迎来技术与场景共振的发展机遇。端侧 AI 需通过架构创新实现低功耗高算力，音频场景中语音交互、人声处理等需求推动专用芯片发展，多模态交互强化音频作为端侧 AI 核心信息维度。公司构建 CPU+DSP+NPU 三核架构，创新采用 SRAM 存内计算技术，配套 ANDT 工具链加速算法落地。多款产品已大规模量产，以高能效算力平台服务智能物联网场景。

宏观策略

宏观量化经济指数周报 20250630: 内需延续结构分化, 外需保持总量平稳

观点 周度 ECI 指数: 从周度数据来看, 截至 2025 年 6 月 29 日, 本周 ECI 供给指数为 50.12%, 较上周回落 0.03 个百分点; ECI 需求指数为 49.94%, 较上周回升 0.01 个百分点。从分项来看, ECI 投资指数为 49.97%, 较上周回升 0.01 个百分点; ECI 消费指数为 49.74%, 较上周回落 0.02 个百分点; ECI 出口指数为 50.23%, 较上周回升 0.05 个百分点。 月度 ECI 指数: 从 6 月整月的高频数据来看, ECI 供给指数为 50.16%, 较 5 月回落 0.07 个百分点; ECI 需求指数为 49.93%, 较 5 月环比持平。从分项来看, ECI 投资指数为 49.97%, 较 5 月环比持平; ECI 消费指数为 49.75%, 较 5 月环比持平; ECI 出口指数为 50.20%, 较 5 月环比持平。从 ECI 指数来看, 6 月份工业生产景气度季节性回落, 且相较于 5 月份, 主要行业开工率同比增速也有所回落, 而需求端则整体保持平稳, 关税对我国出口的扰动明显减弱, 消费和地产或逐步成为后续内需增长的重要关注点。内需方面, 消费和地产仍旧呈现分化走势, 表现为乘用车零售延续回暖, 而地产销售面积仍承压: 截至 6 月前 22 日, 乘用车零售同比增速录得 24%, 较上半月的 20%继续改善, 而截至 6 月前 28 日, 30 大中城市商品房销售面积同比增速录得-17.8%, 较 5 月份同比增速-3.3%有所回落; 外需方面, 从港口货物吞吐量来看, 截至 6 月前 22 日我国监测港口累计完成货物吞吐量同比增速录得 0.8%, 较 5 月份的同比增速 4.4%小幅回落, 但仍录得同比正增长, 考虑到前期“抢出口”以及去年基数走高的影响, 或指向关税对出口的扰动已有所减弱。 ELI 指数: 截至 2025 年 6 月 29 日, 本周 ELI 指数为-1.04%, 较上周回落 0.02 个百分点。货币政策延续“适度宽松”基调和相机抉择风格。2025 年 6 月 27 日, 人民银行发布二季度货币政策委员会例会通稿, 整体而言, 在 5 月份降准降息落地后, 二季度例会新增的变化不多, 比较显著的在于: (1) 在降准降息落地之后, 总量政策工具的表述不再是“择机降准降息”, 而是“灵活把握政策实施的力度和节奏”, 符合货币政策“相机抉择”的风格; (2) 在二季度人民币对美元渐进升值的背景下, 汇率调控的措施弱化, 从此前的“三个坚决”调整为“增强外汇市场韧性, 稳定市场预期, 防范汇率超调风险, 保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”, 结合当前人民币汇率保持较低波动率的状态, 以及 4 月至 5 月结汇需求回升的事实, 对人民币汇率的管理已在趋于中性。展望后续货币政策的变化, 根基仍在国内外经济形势的发展, 一方面“当前外部环境更趋复杂严峻, 世界经济增长动能减弱, 贸易壁垒增多”, 外部环境不确定性因素仍然存在; 另一方面“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”, 在国内外诸多复杂因素的影响下, 货币政策或延续 5 月份以来相对宽松的状态, 通过继续保持狭义流动性供给充裕, 引导实体经济流动性扩张, 然而值得注意的是, 货币政策对“资金空转”的关注度依然较高, 仍然偏重提高资金使用效率, 并且在“量”上继续“引导金融机构加大货币信贷投放力度”, 在“价”上“推动社会综合融资成本下降”, 尽管 7 月份再度落地总量宽松的概率较低, 但是货币政策延续“适度宽松”的基调和“相机抉择”的操作风格, 实体经济流动性或继续温和扩张。 风险提示: 美国关税政策仍有不确定性; 政策出台力度低于市场预期; 房地产改善的持续性待观察。

(证券分析师: 芦哲 证券分析师: 李昌萌 证券分析师: 王洋)

海外周报 20250629: 特朗普《大美丽法案》开始闯关参议院

核心观点: 本周以伊冲突与贸易谈判局势缓和令美股大涨, 美联储理事 Waller 与 Bowman 的鸽派发言与经济数据走弱令美债利率大幅走低, 10 年期美债利率下至 4.277%, 美元指数下行至 97.4; 黄金与原油价格在避险情绪大幅降温的情况下分别下跌 2.79% 和 12.56%。在美国部分批发商“抢进口”行为告一段落后, 本月分析师大幅上修 Q2 美国 GDP 增速预期, 同时维持美联储 Q3 首次降息, 全年降息 2 次的预期不变。向前看, 特朗普《大美丽法案》本周已于参议院进入最终审议阶段, 在于 8 月中下旬来临的 X Date 前提高债务上限的需要或令法案最终通过的“Deadline”为 7 月 31 日。 大类资产: 以伊冲突与贸易谈判局势缓和令美股大涨, 鸽派发言与经济数据走弱令美债利率大跌。本周以伊冲突局势整体有所缓和, 加之白宫方面表示 7 月 9 日对等关税暂停“截止日”存在进一步延期的可能, 市场情绪得到提振, 美股大涨; 而美债利率则在美联储部分官员鸽派发言和经济数据走弱的影响下大幅走低。整体来看, 全周 (6 月 23 日至 27 日) 10 年期美债利率降 9.83bps 至 4.277%, 2 年期美债利率降 15.97bps 至 3.748%, 美元指数跌 1.32% 下行至 97.4; 标普 500、纳斯达克指数分别收涨 3.44%、4.25%; 黄金和原油价格则在避险情绪降温的背景下大幅走低。前者全周收跌 2.79% 至 3274 美元/盎司, 后者全周收跌 12.56% 至 65.2 美元/桶。 海外经济: 分析师和美联储模型上调 25Q2 美国 GDP 增长预期。景气指标方面, 美国 6 月咨商会消费者信心指数意外降至 93, 预期 99.8, 前值 98.4; 现状指数和预期指数均下降。其中劳动力差异指数 (认为工作机会很多的净比例) 触及疫情以来最低水平, 预期收入会增加的消费者百分比从 18.6% 降至 16.3%。美国 6 月标普全球制造业 PMI 录得 52, 预期 51, 前值 52; 服务业 PMI 录得 53.1, 预期 53, 前值 53.7。地产方面, 美国 5 月新屋销售环比-13.7%, 预期-6.7%, 前值由+10.9% 下修至+9.6%, 为 2022 年 6 月以来的最大降幅。增长方面, 分析师小幅上修 Q2 美国增长预期。①模型: 截至 6 月 27 日, 亚特兰大联储 GDPNow 模型对 25Q2 美国 GDP 最新预测值为+2.9%; 截至 6 月 27 日, 纽约联储 Nowcast 模型对 25Q2 美国 GDP 预测值为+1.72%。②分析师: 根据彭博在 6 月 20-25 日对 82 名分析师的调查问卷, 当前分析师一致预期 25Q2-25Q4 美国 GDP 季环比年率增速分别为 2.1→0.8→1.2%, 对 Q2 GDP 增速较上月大幅上修; 预期未来 1 年美国陷入衰退概率 35%, 较前值 40% 小幅下修。通胀方面, 分析师小幅下修未来几个季度通胀预期。①分析师: 最新分析师一致预期 25Q2-26Q1 美国 CPI 同比增速分别为 2.5→3.1→3.3→3.1%, PCE 同比增速分别为 2.3→2.9→3.1→2.9%, 其中对 25Q2-25Q4 的 CPI 和 PCE 预测值均有小幅下修。②交易员: 最新通胀掉期显示, 交易员预期 6-7 月 CPI 同比为+2.65%、+2.79%, 即预期通胀延续 5 月开始的反弹趋势。货币政策方面, 分析师维持首次降息在 2025Q3 的预测。①分析师: 最新分析师一致预期 25Q3-25Q4 美联储政策利率上限分别为 4.25→4.00%, 即预期下一次降息在 25Q3。②交易员: 最新联邦基金期货模型显示, 交易员充分预期 2025 年 9 月首次降息, 到 12 月累计降息 2.56 次/64.1bps, 美联储理事 Waller 与 Bowman 释放的 7 月降息信号, 使得交易员押注更鸽派的货币政策路径, 因此较分析师预期更加鸽派。 海外政治: 《大美丽法案》进入参议院讨论阶段, 最终通过日期或为 7 月 31 日前。6 月 29 日, 美国参议院以 51-49 票通过“动议推进(motion to proceed)”, 开始审议众议院 5 月 22 日通过的《大美

丽法案》。随后,《大美丽法案》将先后进入全院辩论→修正案表决→最终表决阶段。如果参议院成功通过修正案,则法案将被打回众议院审议表决。在两院解除争议后,《大美丽法案》将移交特朗普签字通过,完成立法。特朗普的理想日期7月4日美国国庆前通过该法案。根据BPC估算,美国财政部的TGA账户可能在8.15-10.3之间耗尽,若届时债务上限没有提高,则美国将再临债务危机。而提高债务上限的条款就在《大美丽法案》中。考虑到8月美国国会将整月休会,因此《大美丽法案》的“Deadline”可能是7月31日。此外根据CRFB估算,与众议院未来十年3万亿美元的赤字增加相比,参议院版本赤字可能在3.5万亿美元。悲观情况下,这一规模可能达到4.2-4.5万亿美元。同时参议院预期更宽松的《大美丽法案》或将未来十年美国公共债务率从众议院版的124%提升至125-128%之间。风险提示:特朗普政策超预期;美联储降息幅度过大引发通胀反弹甚至失控;美联储维持高利率水平时间过长,引发金融系统流动性危机。

(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 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，采取上调年金费率，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

推荐个股及其他点评

武汉天源（301127）：环保为源，能源、数字、装备打造新成长

投资要点 环保为源，打造能源、数字、装备多元成长。公司成立于2009年，以垃圾填埋场渗滤液治理为核心业务，2021年上市创业板，2022年获“国家级专精特新小巨人”。2020年以来，公司进入高速增长期，营业收入从2020年5.5亿元提升至2024年19.9亿元，归母净利润从2020年1.5亿元提升至2024年3.3亿元，环保工程业务驱动快速成长，2024年公司实现毛利润6.7亿元，其中环保工程/项目运营分别5.6/0.9亿元，占比为84%/14%。运营项目加速投产，公司业务结构持续优化，业绩确定性提升，现金流可控。同时，公司积极拓展新业务，包括新能源、算力、高端装备等，打造持续成长极。环保订单充沛，运营项目加速投产。公司项目主要涉及污水（市政/工业）以及固废（垃圾焚烧等）。订单模式包括工程类订单与特许经营类订单。工程类新签波动增长（新签订单从2021年3.22亿元提升至2024年4.60亿元），特许经营类订单爆发成长（新签订单从2021年8.06亿元提升至2024年36.72亿元）。截至2024/12/31，公司在手工程类订单4.77亿元，特许经营类订单41.28亿元。在手订单充沛，短期贡献业绩弹性，长期贡献优质运营现金流。从水务到固废，项目分布广，投资能力强。公司订单重心从水务逐步向固废转移。截至2024/12/31，公司在手水务总处理规模超34万吨/日，呈现“一省多县”的集群化布局特征。主要分布在河南、云南和广西三省，三省合计占比达93%。在手垃圾焚烧规模快速提升至5830吨/日，县域垃圾焚烧市场迎来结构性机遇。垃圾焚烧渗透率仍有提升空间。公司精准捕捉结构性机会，逆势获取订单能力凸显。优质地区布局优质新能源。2024年公司获取第七师胡杨河市兵地融合2GW光伏项目，1GW已开建。项目资源禀赋好，属国家一类太阳能资源地区，年化有效利用小时数可到1400-1600小时，依托第七师4家企业67万千瓦新增用电负荷消纳有保障。项目投产贡献经营业绩，长期探索新能源产业链延伸值得期待（光伏制氢、制醇等氢能产业链延伸）。算电协同，公司积极布局算力资源。中国算力需求持续增长，算力用电需求有望成为全社会用电重要增长极，预计2024-2030年中国算力用电复合增速14%至31%，算力电力需求增长同时，对电力稳定、绿色、持续供应需求迫切。公司积极响应国家“东数西算”战略规划，持续优化算力资源布局，公司已在甘肃、新疆、青海、云南、湖北等地区开展业务布局，充分利用当地资源优势，推动绿色算力基础设施建设。2024年12月，公司公告与华为技术签署战略合作，双方将围绕智能光储、低碳人工智能智算、综合智慧能源数字化建设及应用等方面探索创新合作，龙头科技公司赋能，公司新业务拓展加速。盈利预测：我们预计公司2025至2027年归母净利润为5.0/6.1/7.5亿元，同比变动+50%/+22%/+23%，对应当前PE 23/19/15倍（估值日期：2025/7/2），首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：项目建设不及预期，应收款回收风险，新业务拓展不及预期

（证券分析师：袁理 证券分析师：任逸轩）

中国水务（00855.HK）：FY2025年报点评：核心运营稳健增长，现金

流拐点已现

投资要点 事件：公司发布 2025 财年业绩，实现营业总收入 122.00 亿港元，同比-5.1%；归母净利润 10.75 亿港元，同比-29.9%。业绩受一次性减值影响下滑，核心运营业务稳健增长。FY2025 公司主营业务收入 116.56 亿港元，同比-9.4%，主要系供水和直饮水安装、维护和建设工程服务收入减少；归母净利润 10.75 亿港元，同比-29.9%，主要是由于经济修复缓慢（尤其是房地产业），就应收贸易账款及其他应收款确认预期信贷亏损 4.98 亿港元（上年同期预期信贷亏损为 0.1 亿港元）。分部来看，1）城市供水：实现营收 74.98 亿港元，同比-9.4%，分部溢利 24.93 亿港元，同比+0.1%，主要系成本控制及安装及维护工程及建设工程减少的综合影响；2）管道直饮水：实现营收 6.57 亿港元，同比-61.9%，分部溢利 2.43 亿港元，同比-58.9%，主要系安装及维护工程及建设工程减少的影响。3）环保：实现营收 15.23 亿港元，同比+42.2%，分部溢利 5.56 亿港元，同比+56.9%，主要系惠州大亚湾美孚项目 FY2025 竣工投入运作后贡献收入 1.58 亿港元，使得环保运营收入同增 69.9%至 6.41 亿港元；4）总承包建设：实现营收 6.64 亿港元，同比-19.7%，分部溢利 5.54 亿港元，同比-9.3%，主要系供水项目建设工程减少所致；5）物业：实现营收 3.61 亿港元，分部溢利 0.48 亿港元，同比+16.5%。FY2025 供水量同增 7.4%，超过 20 个项目启动调价程序。FY2025，公司 1）供水运营：营收 35.26 亿港元，同比+6.5%。①售水量 15.0 亿吨，同比+7.4%。根据项目明细统计，截至 2025/3/31，自来水和原水项目投运规模合计 919 万吨/日（同比+9.8%），在建 98 万吨/日（同比-42.2%），拟建 401 万吨/日。②水价平均 2.35 港元/吨，FY2025 公司 2 个供水项目实现调价，超过 20 个项目已启动调价程序。2）供水安装及维护：受地产行业影响，营收 13.33 亿港元，同比-19.7%，3）供水建设：营收 28.33 亿港元，同比-27.9%。FY2025 直饮水板块运营及设备收入同增 23.7%，聚焦存量提效，严控增量投资。FY2025，1）直饮水运营：实现营收 3.15 亿港元，同比+7.2%，FY22-25 复合增速 29.8%；2）直饮水安装及维护：实现营收 0.43 亿港元，同比-67.4%，3）直饮水建设：实现营收 2.20 亿港元，同比-82.8%，主要系严控增量投资门槛，4）直饮水设备：实现营收 0.78 亿港元，同比+226.3%。FY2025 公司直饮水运营及设备收入同增 23.7%，直饮水项目数量同增 42%达 9800 个，直饮水人口覆盖同增 33%达 1100 万人。资本开支向下，自由现金流拐点已现，派息总额稳定。FY2024 资本开支达高峰 53.3 亿港元，FY2025 降至 34 亿港元，FY2026 目标为 20 亿港元内。FY2025 每股派息 28 港仙，同比持平，派息率 42.5%，同比+12.7pct，对应股息率 4.65%。（估值日期：2025/7/2）盈利预测与投资评级：核心运营利润稳健增长，资本开支向下，自由现金流拐点已现，支撑派息能力提升。FY25 业绩下滑主要受一次性减值影响，考虑后续接驳下滑风险、建造收入随资本开支下降而向下，我们将 FY2026-2027 归母净利润预测从 13.93/14.38 亿港元调降至 13.72/13.87 亿港元，预计 FY2028 归母净利润为 14.15 亿港元，对应 PE 为 7.2/7.1/6.9 倍，维持“买入”评级。风险提示：项目投运、供水调价、直饮水推广不及预期等。

（证券分析师：袁理 证券分析师：陈致文）

炬芯科技（688049）：智能音频赋能 AIoT，存算一体驱动成长

投资要点 智能音频 SoC 国产替代的先行者。炬芯科技专注于为无线音频、智能穿戴及智能交互等基于 AIoT 领域提供专业集成芯片产品及解决方案，主营业务为中高端智能音频 SoC 芯片的研发、设计及销售。产品应用于蓝牙音箱、智能穿戴等领域，曾推出多款引领市场的

蓝牙解决方案并进入小米、联想、SONY、哈曼等知名品牌供应链。2024 年公司营收与净利润双创历史新高，显现强劲成长动能。蓝牙音箱 SoC 市场稳步增长，公司竞争力不断提升。全球市场中，蓝牙音频传输设备出货量及便携式音箱市场规模稳步增长，市场集中度高，中国为全球最大市场，大陆及台湾厂商主导中高端市场。公司作为全球重要供应商，蓝牙音箱芯片为其主力产品，已成为中高端市场主流供应商，服务哈曼、索尼等众多国内外一线品牌，品牌渗透率持续提升。低延迟高音质无线音频 SoC 领域正成为新兴增长极。全球家庭影院市场因生活水平提升与消费升级持续扩张；无线麦克风因多场景应用需求稳步增长；无线电竞耳机因传输技术升级与功能创新加速无线化进程，增速显著高于行业平均水平。公司已构建多场景产品矩阵，业务覆盖家庭影院、无线麦克风等细分领域，并成功切入国际品牌供应链体系。全球可穿戴 SoC 市场整体向好，公司凭技术积累驱动芯片升级。全球腕带设备出货量在 2024 年达 1.93 亿部，苹果、小米等头部品牌竞争加剧推动产品迭代。公司依托低功耗、蓝牙双模等技术积累，芯片方案已植入小米、荣耀等品牌的手表、手环及 AI 眼镜产品，持续拓展智能穿戴领域的应用场景。端侧 AI 处理器市场正迎来技术与场景共振的发展机遇。端侧 AI 需通过架构创新实现低功耗高算力，音频场景中语音交互、人声处理等需求推动专用芯片发展，多模态交互强化音频作为端侧 AI 核心信息维度。公司构建 CPU+DSP+NPU 三核架构，创新采用 SRAM 存内计算技术，配套 ANDT 工具链加速算法落地。多款产品已大规模量产，以高能效算力平台服务智能物联网场景。盈利预测与投资评级：我们预测公司 2025-2027 年营业收入分别为 9.03/11.85/14.83 亿元，归母净利润分别为 1.8/2.6/3.6 亿元，对应当前 P/E 倍数为 50/35/25 倍。可比公司 2025-2027 年平均 P/E 估值达 54/38/29 倍，公司估值略低于行业均值。考虑到公司在技术积累和客户资源等方面具备显著优势，叠加产品多矩阵布局带来的业绩弹性。首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：宏观环境风险，行业竞争和需求风险，研发失败风险。

（证券分析师：陈海进 研究助理：李雅文）

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>