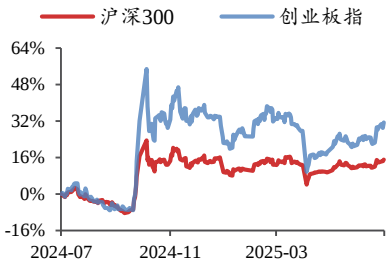


2025 年 07 月 04 日

开源晨会 0704

——晨会纪要

沪深 300 及创业板指数近 1 年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
电子	1.691
电力设备	1.382
医药生物	1.351
通信	1.321
建筑材料	0.929

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
煤炭	-1.160
交通运输	-0.282
钢铁	-0.133
石油石化	-0.108
银行	-0.058

数据来源：聚源

吴梦迪（分析师）

wumengdi@kysec.cn

证书编号：S0790521070001

观点精粹

总量视角

【固定收益】关于央行买债的理解——固收专题-20250702

2025 年 5 月 12 日开始大行买入 3 年以内国债，或为央行重启买债做准备。时间上，5 月 12 日正好是 5 月 7 日金融三部门发布会之后的第一个周一，大行的行为或与 5 月 7 日央行政策变化有关。当前 2 年国开-2 年国债利差处于合理范围之内，或与大行买债方式变化有关。当前大行买债或类似于“做市商”，即挂单买入方式，不会主动向下压低收益率。另外，央行并未宣布重启买债，央行公告方式或发生变化。

行业公司

【家电：涛涛车业(301345.SZ)】2025Q2 业绩延续高增，向机器人/智能化领域拓展——公司信息更新报告-20250703

预计 2025Q2 归母净利润 2.24~2.74 亿元，同比增长 71%~109%；扣非归母净利润 2.21~2.71 亿元，同比增长 73%~112%，单季度利润增长提速。考虑到规模效应释放，我们上调 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润为 6.65/8.26/10.08 亿元，对应 EPS 为 6.12/7.60/9.28 元，当前股价对应 PE 分别为 20.3/16.3/13.4 倍，公司为高尔夫球车领域少数海外产能充足的企业，继续看好高尔夫球车行业增长以及公司份额提升，关注机器人以及细分场景智能化产品进展，维持“买入”评级。

研报摘要

总量研究

【固定收益】关于央行买债的理解——固收专题-20250702

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 刘伟（分析师）证书编号：S0790524070008

央行买债主要是长期基础货币投放渠道

2023 年中央金融工作会议提出，“丰富货币政策工具箱，在央行公开市场操作中逐步增加国债买卖”。2024 年 8 月，央行正式开展国债买卖操作。

央行对于买卖国债的定位：一是丰富基础货币投放渠道，二是就长期国债收益率与市场加强沟通。从实际影响上看，后者逐渐淡化，主要是货币投放渠道。

比如，2025 年 Q1 货币政策执行报告表述：“央行流动性工具箱储备充足，期限分布更趋合理，长期有降准、国债买卖”。

从历史上看，央行长期的基础货币投放渠道，演变路径为：外汇占款→降准→国债买卖。2014 年之后外汇占款不再增加，不能作为基础货币投放渠道，且当前降准空间越来越小，需要寻找替代性的基础货币投放工具，从国际经验来看，央行在公开市场买卖国债，是一种比较成熟的基础货币投放渠道。

因此，央行买债主要是长期的基础货币投放渠道，重启买债或只是时间问题。

央行买债，对债市和流动性的影响中性

当前央行长期基础货币投放渠道有两种：一是降准，二是买卖国债。

降准对债市和流动性的影响中性。一方面，降准增加基础货币的投放，对债市、流动性是利好；另一方面，降准的目的是补足货币缺口，此外降准之后还可能通过其他渠道回收流动性。因此，判断降准的实际影响需要比较“降准投放的流动性”和“流动性缺口+其他渠道回笼的流动性”。

对于市场而言，由于流动性缺口和其他渠道回笼的流动性，是无法测算的，因此市场并不能进行有效的比较，但对于央行而言，则是可测算的。因此，市场只能通过资金利率的变化，来观察央行的意图。

历史上看，降准之后资金利率多数情况下没有明显变化，即降准主要是基础货币补充、而不代表央行“宽货币”，即对债市、流动性的影响整体上是中性的。

央行买卖国债，理论上类似于降准，对债市和流动性的影响中性。

从国际经验来看，比如，日央行进行常态化的购买国债，但是日债债券收益率反而显著上行，即央行购债并不等于收益率下行。

2024 年央行买债影响明显，或受买债方式和预期导致

2024 年的央行买卖国债，对短端国债影响明显。以 2 年国开-2 年国债利差为例，正常情况利差区间处于 10BP-25BP，但 2024 年 8-12 月央行买债期间，利差上升至接近 40BP，反映出 2 年国债收益率显著压低。

我们认为，可能的原因包括：一是买债的方式、二是预期的影响。

一是中国央行买债的方式，或是大行二级市场买入、之后央行从大行买入。考虑到如果是大行买债的目标是定量任务，或对价格不敏感，导致收益率被压低。

二是预期的影响，2024 年市场对宽货币的预期明显，央行买债进一步强化了市场预期，特别是 3 年以内国债，

导致二级市场供需失衡，收益率明显下行。

央行买债方式或变化，对债市影响相对有限

我们认为，2025年5月12日开始央行买入3年以内国债，或为央行重启买债做准备。时间上，5月12日正好是5月7日金融三部门发布会之后的第一个周一，大行的行为或与5月7日央行政策变化有关。

当前2年国开-2年国债利差处于合理范围之内，或与央行买债方式变化有关。

当前央行买债或类似于“做市商”，即挂单买入方式，不会主动向下压低收益率。

另外，央行并未宣布重启买债，央行公告方式或发生变化，公告时点或需要：

(1) 政策层指导，比如，之后经济存在下行压力，央行公告买债、而不是降准；

(2) 收益率明显上行，央行公告买债安抚，类似2019年11月降息5BP作用。

对于债券市场，由于央行买债对流动性的影响整体中性，以及当前买债方式或发生变化，对债市利好相对有限。考虑到当前债市明显拥挤，如果下半年经济并未明显下行，对应债市收益率有望上行。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

行业公司

【家电：涛涛车业(301345.SZ)】2025Q2 业绩延续高增，向机器人/智能化领域拓展——公司信息更新报告-20250703

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 林文隆（分析师）证书编号：S0790524070004

2025Q2 业绩维持高增长，海外产能充沛构筑长期竞争力，维持“买入”评级

公司发布业绩预告，预计2025H1归母净利润3.1~3.6亿元，同比增长70%~98%；扣非归母净利润3.07~3.57亿元，同比增长72%~100%。单季度上看，预计2025Q2归母净利润2.24~2.74亿元，同比增长71%~109%；扣非归母净利润2.21~2.71亿元，同比增长73%~112%，单季度利润增长提速。考虑到规模效应释放，我们上调2025-2026年并新增2027年盈利预测，预计2025-2027年公司归母净利润为6.65/8.26/10.08亿元（2025-2026年原值为5.21/6.52亿元），对应EPS为6.12/7.60/9.28元，当前股价对应PE分别为20.3/16.3/13.4倍，公司为高尔夫球车领域少数海外产能充足的企业，继续看好高尔夫球车行业增长以及公司份额提升，关注机器人以及细分场景智能化产品进展，维持“买入”评级。

2025Q2 高尔夫球车或延续Q1增长态势，渠道以及产能拓展稳步推进

分业务上看，我们预计2025Q2高尔夫球车延续Q1增长态势，DENAGO高尔夫球车渠道经销商数量从2024年年底的170家进一步增加至近300家，同时第二品牌和球场用高尔夫球车拓展亦在稳步推进中。海外产能方面，我们预计7月起公司东南亚产能将进一步提升。展望长期，公司作为行业内少数东南亚/美国本土产能充足的企业，有望抢占国内厂商订单，行业内份额有望进一步提升。

2025Q2 业绩高增或系毛利率提升/费用率下降，关注机器人及智能化领域拓展

业绩维度，2025Q2 利润延续高增，或系规模效应+内部降本下毛利率提升和费用率下降驱动。战略维度，6月19日公司官宣全资子公司TaoMotorInc与美国人形机器人公司DPSHSYNDICATE签署战略合作协议，将结合公司美国本土制造能力以及K-Scale机器人本体+AI能力实现机器人产品落地。6月27日公司官宣首台与K-Scale合作人形机器人样机正式下线，人形机器人领域取得初步进展。展望后续，机器人领域构建智能化及智能制造基础，建议关注后续智能化赋能下更多细分场景智能化产品的进展

风险提示：高尔夫球车销售不及预期；关税政策风险加剧；行业竞争加剧等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

¹ 根据新凤鸣 2024 年三季报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团有限责任公司控股孙公司共青城胜帮投资管理有限公司持有新凤鸣 5.43% 的股份。尽管开源证券与共青城胜帮投资管理有限公司分别属于陕西煤业化工集团有限责任公司的控股子公司和孙公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对共青城胜帮投资管理有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与新凤鸣不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn