

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-06-30

宏观策略

2025 年 06 月 30 日

宏观点评 20250624: Risk-off 阶段开启, risk-on 后转向成长

轮动变化的节奏来看,当前资金形态和风格节奏与 2024 年年初、2024 年年末以及 2025 年 3 月末的风格轮动或有类似。初期均以 TMT 板块表现为主,随后在量能逐步收窄的过程中,向上游资源、金融轮动,随后短期向消费、制造板块和 TMT 等相对强势的板块略反弹,最后轮动回资源和金融板块。当前宏观经济基本面相对 2024 年末和 2025 年 3 月末并未发生根本性改变,后续的行业轮动变化的节奏可能延续前期的资金端行为主导,经历过小盘的提升后,随着小盘轮动到极值,逐步向大盘价值、稳定板块切换,短期以防御模式应对。参考今年以来 ETF 净流入的方向,防御模式下 A50、沪深 300 指数作为底仓,优先选择高股息中更为稳定的银行、运营商、公用事业、家电龙头等稳定的板块进行防守。在政策力度加强、市场明朗后,下一步的反攻方向优先选择筹码出清后的成长板块,往政策托举、国产化、技术优势领先、国内外盈利趋势增长、资本开支有望进一步提升的方向集中,大概率风格会向计算机(AI)、机械设备(机器人)、生物医药(创新药)等方向靠拢。风险提示:经济数据改善节奏不及预期,中美关系超预期变化,地缘政治风险

晨会编辑 芦哲

执业证书: S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

固收金工

固收点评 20250625: 甬矽转债: 先进封装技术领域的创新领跑者

我们预计甬矽转债上市首日价格在 120.30~134.02 元之间,我们预计中签率为 0.0049%。

行业

推荐个股及其他点评

晶盛机电(300316): 成功备案 60 万片 8 英寸衬底产能,有望受益 8 英寸衬底产业化

Wolfspeed 经营不善申请破产,国产供应商竞争力显著增强: 由于 65 亿美元债务导致持续经营能力受限, Wolfspeed 正准备在几周内申请破产。Wolfspeed 2022 年 6 英寸 SiC 衬底的售价为 1500 美元/片,而现在部分国产供应商报价已降至 400 美元以下。由于中国厂商价格冲击, Wolfspeed 在全球 SiC 市场份额不断下降,已经从 2020 年的 45%下降至 2024 年的 33.7%。2024 年 11 月因亏损启动 4.5 亿美元的整合计划,关闭北卡达勒姆工厂。晶盛材料&设备双轮布局,外延、离子注入、量检测等产品线齐全: (1) 碳化硅外延设备: 开发了 6-8 英寸碳化硅长晶设备、切片设备、减薄设备、抛光设备及外延设备, 8-12 英寸常压硅外延设备等,推出双片式碳化硅外延设备; (2) 碳化硅离子注入设备: 处于样机调试阶段,可实现晶格损伤实时修复与掺杂剂高效激活; (3) 碳化硅氧化炉/激活炉、光学量检测设备: 已实现批量出货。盈利预测与投资评级: 光伏

设备是晶盛机电成长的第一曲线，第二曲线是光伏耗材和半导体耗材的放量，第三曲线是碳化硅材料和半导体设备的放量。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润为 20/22/27 亿元，对应股价 PE 为 17/16/13 倍，维持“买入”评级。 风险提示：碳化硅渗透率不及预期，技术研发不及预期。

宏观策略

宏观点评 20250624: Risk-off 阶段开启, risk-on 后转向成长

观点 海外波动加剧 中美关系的缓和与反复: 虽然近期特朗普的关税政策有所缓和, 但未来仍存在继续加码的可能。关税是当初特朗普竞选总统时的重要承诺之一, 为了保证共和党在中期选举的席位, 特朗普对待关税的态度始终摇摆不定, 通过反复的关税政策营造一种正在努力为铁锈区选民争取福利的假象。向前看, 尽管当期关税政策阶段性缓和, 中美双方在技术、产业政策和国家安全等领域的深层次分歧仍未解决, 叠加特朗普反复无常的关税政策, 未来中美关系依旧面临较高的不确定性。 伊以冲突扩散引发全球地缘政治风险加剧: 近期, 以色列与伊朗之间的冲突再度升级, 成为全球关注的焦点。6 月 13 日开始, 以色列对伊朗境内的核设施和军事目标实施了大规模打击, 此次冲突是 1979 年伊朗伊斯兰革命以来双方最大规模直接军事对抗。以色列意图瘫痪伊朗核潜力, 伊朗则转向打击以经济命脉及领导层目标。至 6 月 21 日, 美国空袭伊朗三处核设施, 进一步扩大了战争范围。在持续的打击下, 若伊朗封锁霍尔木兹海峡, 可能引爆中东多国参战的全面战争, 全球地缘政治风险可能加剧, 全球市场可能陷入动荡。 Risk-on 驱动力不足, 全球转向 risk-off 阶段: 我们在 6 月初的报告《市场进入快速轮动末期, 行业风格向稳定板块切换》中曾提示过, 自 4 月 7 日中美报复性互征关税以来, 全球权益资产已经几乎完整演绎了“关税灰犀牛”的冲击和逆转交易。5 月 28 日美国国际贸易法院阻止关税政策生效并裁定特朗普越权标志着短期内由关税引起的利好预期几乎释放完毕, 市场对于关税的定价可能已经进入“免疫模式”, 资产价格修复至关税冲击前, 重演 4 月初未及时完成的资产交易逻辑。6 月 12 日中美达成协议, 随后英国、欧洲与美国达成协议, 但从市场反馈来看, 边际正向影响也有限。这也意味着, 由 4 月 7 日关税反转开启的 risk-on 模式驱动力不足, 全球可能转向进入 risk-off 阶段, 风险资产避险价格下行, 黄金、美元等避险资产价格短期可能向上, 中东地缘政治风险可能推动原油价格继续上行。 国内基本面变化的关注点 截止到 6 月下旬, 国内来看, 相比一季度, 商品消费在节日效应和财政数据的支持下二季度增速不弱, “口红效应”由“新消费”替代, 呈现明显的龙头企业繁荣。贸易摩擦缓和、“抢出口”期结束后, 出口仍然面临至少 10% 的关税增幅, 出口未来冲击幅度仍存, 基本面走势维持“弱平稳”, 因而市场更趋向于跟随海外事件冲击变化和资金流动来进行交易。 资金流向与资金行为的指引 两融余额自 4 月 7 日后几乎维持在 1.8 万亿附近, 机构资金整体仓位由 73.6% 下降至 69.9%, 增量资金不足, 市场整体呈现板块结构轮动。消费板块的资金体现为白酒向新消费切换, 成长板块的资金轮动体现为 AI、机器人向创新药、CPO、稳定币等方向切换, 市场热点轮换速度加快, 缺乏长期主线。 资金行为来看, 成交额成为市场短期交易的重要指引因素, 换手率和成交额的均值持续下行, 市场指数开始向成交额方向靠拢。5 月中旬以来市场开启大幅度轮换的过程中, 下跌时成交额放量、上涨时成交额缩量, 证明市场情绪处于偏弱阶段。从行业来看, 各板块无论是否突破前高, 都出现了明显的成交额收缩, 说明行业上行的动力有待加强, 短期市场进入蓄势期。本轮行情的结构性特征较为明显, 因此, 近期市场变化的方向也更倾向于结构性轮动调整。目前, 市场大盘相对小盘表现有所提升, 也说明场内资金风格在逐步发生变化, 近期市场风格可能由小微盘结构性上涨进入再均衡

的阶段。短期防御模式应对，反攻优选成长 轮动变化的节奏来看，当前资金形态和风格节奏与 2024 年年初、2024 年年末以及 2025 年 3 月末的风格轮动或有类似。初期均以 TMT 板块表现为主，随后在量能逐步收窄的过程中，向上游资源、金融轮换，随后短期向消费、制造板块和 TMT 等相对强势的板块略反弹，最后轮动回资源和金融板块。当前宏观经济基本面相对 2024 年末和 2025 年 3 月末并未发生根本性改变，后续的行业轮动变化的节奏可能延续前期的资金端行为主导，经历过小盘的提升后，随着小盘轮动到极值，逐步向大盘价值、稳定板块切换，短期以防御模式应对。参考今年以来 ETF 净流入的方向，防御模式下 A50、沪深 300 指数作为底仓，优先选择高股息中更为稳定的银行、运营商、公用事业、家电龙头等稳定的板块进行防守。在政策力度加强、市场明朗后，下一步的反攻方向优先选择筹码出清后的成长板块，往政策托举、国产化、技术优势领先、国内外盈利趋势增长、资本开支有望进一步提升的方向集中，大概率风格会向计算机（AI）、机械设备（机器人）、生物医药（创新药）等方向靠拢。风险提示：经济数据改善节奏不及预期，中美关系超预期变化，地缘政治风险

（证券分析师：芦哲 证券分析师：潘京）

固收金工

固收点评 20250625：甬矽转债：先进封装技术领域的创新领跑者

事件 甬矽转债（118057.SH）于 2025 年 6 月 26 日开始网上申购：总发行规模为 11.65 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额用于多维异构先进封装技术研发及产业化项目和补充流动资金及偿还银行借款。当前债底估值为 83.69 元，YTM 为 2.82%。甬矽转债存续期为 6 年，中诚信国际信用评级有限责任公司资信评级为 A+/A+，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.20%、0.40%、0.80%、1.50%、2.00%、2.50%，公司到期赎回价格为票面面值的 113.00%（含最后一期利息），以 6 年 A+ 中债企业债到期收益率 5.97%（2025-06-24）计算，纯债价值为 83.69 元，纯债对应的 YTM 为 2.82%，债底保护一般。当前转换平价为 101.6 元，平价溢价率为 -1.63%。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 02 日至 2031 年 06 月 25 日。初始转股价 28.39 元/股，正股甬矽电子 6 月 24 日的收盘价为 28.86 元，对应的转换平价为 101.66 元，平价溢价率为 -1.63%。转债条款中规中矩，总股本稀释率为 9.11%。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 28.39 元计算，转债发行 11.65 亿元对总股本稀释率为 9.11%，对流通盘的稀释率为 12.79%，对股本摊薄压力较小。观点 我们预计甬矽转债上市首日价格在 120.30~134.02 元之间，我们预计中签率为 0.0049%。综合可比标的以及实证结果，考虑到甬矽转债的债底保护性一般，评级和规模吸引力一般，我们预计上市首日转股溢价率在 25% 左右，对应的上市价格在 120.30~134.02 元之间。我们预计网上中签率为 0.0049%，建议积极申购。甬矽电子是一家主要从事集成电路封装和测试方案开发、不同种类集成电路芯片的封装加工和测试的公司。公司以中高端封装及先进封装技术和产品为主。核心团队均有国内外行业龙头封测企业从业经历，具备丰富的行业经验。工厂具备完善的 IT 系统及生产自动化能力，公司产品结构优良，已成功进入国内

外行业知名设计公司供应链。2019年以来公司营收稳步增长,2019-2024年复合增速为58.07%。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“倒V型”波动,2019-2024年复合增速为58.07%。2024年,公司实现营业收入36.09亿元,同比增加9.82%。甬矽电子营业收入主要来源于集成电路封装测试类业务,产品结构年际变化。2022年以来,集成电路封装测试类业务收入逐年增长,2022-2024年项目业务收入占主营业务收入比重分别为98.98%、99.64%、97.96%,同时产品结构年际调整,其他业务规模占比稳定。甬矽电子销售净利率和毛利率波动变化,财务费用率上升,销售费用率和管理费用率下降。2019-2024年,公司销售净利率分别为-10.83%、3.72%、15.68%、6.30%、-5.65%和1.09%,销售毛利率分别为16.94%、20.69%、32.26%、21.91%、13.90%和17.33%。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

晶盛机电(300316): 成功备案60万片8英寸衬底产能,有望受益8英寸衬底产业化

投资要点 事件:浙江省投资项目在线审批监管平台发布了晶盛机电子公司晶瑞电子材料有限公司年产60万片8英寸碳化硅衬底片切磨抛产线项目的备案公示。晶盛机电衬底产能规划达90万片,规模效应提升公司竞争力:公司现有产能30万片,其中25万片为6英寸衬底,5万片为8英寸衬底。此次备案的60万片8英寸产能落地后,公司合计产能将达90万片,其中65万片为8英寸产能,有望凭借规模效应充分受益于8英寸碳化硅衬底产业化。8英寸SiC能够显著降本,公司有望充分受益于下游客户加速转型8英寸:SiC衬底向8英寸转型趋势明显,国产厂商进展顺利、格局向好。相比6英寸,8英寸SiC衬底可将单芯片成本降低35%,有效芯片数量增加1.8~1.9倍,边缘浪费减少20%~30%,因此各厂商都在向8英寸转型。目前国内掌握8英寸SiC衬底量产技术的厂家仅有天岳先进、烁科晶体、天科合达、晶盛机电四家,许多原本具备6英寸生产能力的厂商已逐步掉队;此次晶盛机电产能规划后,8英寸产能全国最多,有望充分受益于8英寸碳化硅器件加速产业化。Wolfspeed经营不善申请破产,国产供应商竞争力显著增强:由于65亿美元债务导致持续经营能力受限,Wolfspeed正准备在几周内申请破产。Wolfspeed 2022年6英寸SiC衬底的售价为1500美元/片,而现在部分国产供应商报价已降至400美元以下。由于中国厂商价格冲击,Wolfspeed在全球SiC市场份额不断下降,已经从2020年的45%下降至2024年的33.7%。2024年11月因亏损启动4.5亿美元的整合计划,关闭北卡达勒姆工厂。晶盛材料&设备双轮布局,外延、离子注入、量检测等产品线齐全:(1)碳化硅外延设备:开发了6-8英寸碳化硅长晶设备、切片设备、减薄设备、抛光设备及外延设备,8-12英寸常压硅外延设备等,推出双片式碳化硅外延设备;(2)碳化硅离子注入设备:处于样机调试阶段,

可实现晶格损伤实时修复与掺杂剂高效激活；（3）碳化硅氧化炉/激活炉、光学量检测设备：已实现批量出货。 盈利预测与投资评级：光伏设备是晶盛机电成长的第一曲线，第二曲线是光伏耗材和半导体耗材的放量，第三曲线是碳化硅材料和半导体设备的放量。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润为 20/22/27 亿元，对应股价 PE 为 17/16/13 倍，维持“买入”评级。 风险提示：碳化硅渗透率不及预期，技术研发不及预期。

（证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意）

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>