

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-06-27

宏观策略

2025 年 06 月 27 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

晨会编辑 孙婷

执业证书: S0600524120001

sunt@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

专用设备行业点评报告: QS 高性能固态电池隔膜导入电池产线,全球固态电池有望加速产业化

事件:美国固态电池企业 QuantumScape (QS) 宣布,其先进的 Cobra 隔膜工艺已成功集成到基线电池生产中,标志着公司生产能力规模化迈出了重要一步。Cobra 陶瓷隔膜热处理速度提升约 25 倍,且能更高效的生产:Cobra 是 QS 高通量、连续流隔膜生产平台的核心,是一种氧化物电解质。相比早期工艺,Cobra 能以更小的设备占地实现更快、更节能的生产,代表了陶瓷隔膜制造的重大进步。与上一代的 Raptor 工艺相比,Cobra 的热处理速度提升了约 25 倍,且每次薄膜启动所占物理空间大幅缩减,这些优势对设计可扩展的 GW 级超级工厂生产线至关重要。QS 的 QSE-5B 样固态电芯已于近期进入小批量生产,并向部分汽车客户交付,Cobra 隔膜的推出有望加速 QSB1 样品中试&上车。斯坦福团队牵手大众,加速固态电池产业化:QuantumScape 由斯坦福大学团队孵化,大众汽车两度投资并成为其最大股东,于 2019 年在纽交所上市。2024 年 QS 与大众集团签订技术授权,授权大众子公司 Powerco 使用期固态电池技术年产最高 40GWh 电池,并预留扩展至 80GWh 的潜力,对应 100 万辆电动车电池需求。国内设备商技术领先,有望充分受益于国内外固

态电池产业化：中国锂电设备商在固态电池设备领域具有显著的先发优势。部分企业已成功打通全固态电池制造工艺环节，形成了覆盖全固态电池制造关键设备的整线解决方案。2024 年多家设备商固态电池设备订单已过亿元，未来有望充分受益于固态电池的产业化进程。 投资建议：重点推荐固态电池设备整线供应商【先导智能】、激光焊接设备商【联赢激光】、化成分容设备商【杭可科技】，建议关注干/湿法电极设备商【赢合科技】、干法电极&模组 PACK【先惠技术】、整线供应商【利元亨】、干法电极设备商【曼恩斯特】、干法辊压机【纳科诺尔】、干法电极设备商【华亚智能】等。 风险提示：固态电池产业化不及预期，技术研发不及预期。

电子行业点评报告：可穿戴 SoC，从大厂自研窥见战略纵深——大厂自研三两事系列

写在小米 AI 眼镜发布会前夕。自 2025 年 5 月小米玄戒自研芯片发布以来，市场对于小米自研对其他第三方 SoC 芯片厂商的影响讨论颇多，其中 T1 可穿戴芯片也不可避免地吸引了市场的关注。我们认为，自研芯片是行业长久以来的现状，包括苹果、华为、三星等成熟厂商，各家或多或少在自研手表芯片上已有成熟布局，大厂的自研芯片与第三方芯片厂商在市场中的关系长久以来一直处于动态平衡。通过梳理各家厂商的战略布局，我们可以一窥其背后的战略纵深。 苹果三星多年技术沉淀，优势显著。2015 年，首款 Apple Watch 发布，搭载自研 S1 芯片。至今，Apple Watch 已发布至第十代。苹果手表与手机芯片团队并非完全独立分割，S 系列芯片也会借鉴 A 系列芯片的一些先进架构理念和技术；三星在半导体行业深耕已久，LSI 部门开发各类传感器。从早期探索可穿戴设备芯片技术到获得 2025 年 CES 创新奖的 Exynos W1000 芯片，System LSI 不断以创新设计与前沿技术来提升产品在市场中的竞争力。 华为小米加速自研，在战略布局上同样不落下风。2019 年，华为发布自研芯片麒麟 A1，此后应用于多款智能手表。2024 年，华为推出 Watch4 pro 太空探索版搭载麒麟 Hi3861V100 芯片。2025 年，华为推出全球首款 5G 鸿蒙 AI 智能手表 Watch 5，搭载麒麟 Hi9200 V100，集成 5G 通信模块。小米则是通过玄戒团队一鸣惊人。2025 年，小米发布首款集成自研 4G 基带的智能手表芯片玄戒 T1，已成功搭载于小米 Watch S4 eSIM 版手表。 国内大厂以自研芯片实现高端突围，合作共赢才是最终的商业逻辑。华为是国内最早布局智能穿戴芯片自研的厂商，华为自研的麒麟 A1、麒麟 Hi9200，主要用于华为 watchGT5 以及华为 Watch5 等高端产品，强调续航、抗干扰与健康监测等差异化体验；小米于 2025 年发布了首颗自研穿戴芯片玄戒 T1，在低功耗表现方面实现跃升，标志着小米正式开启自研 SoC 赋能高端的路径。我们梳理品牌大厂的供应链格局，主流厂商的高端机型大多会出现自研芯片的身影，而低端大众市场仍然以拥抱供应链为主要模式，合作共赢才是最终的商业逻辑。

推荐个股及其他点评

众安在线 (06060.HK)：众安在线启动 H 股配售，赋能财险主业增长与科技领域投入

盈利预测与投资评级：我们看好公司在互联网财险市场的持续竞争优势，叠加科技输出和数字银行业务快速发展与盈利改善，公司中长期成长空间可观。我们维持此前盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净资产分别

为 229/243/261 亿元，当前市值对应 2025-2027 年 PB 估值分别为 1.09/1.03/0.96 倍。维持“买入”评级。风险提示：保费增长不及预期；科技投入持续较高水平；权益市场走低。

湘财股份（600095）：金融科技加持，财富管理转型出奇制胜

盈利预测与投资评级：预计 2025-2027 年湘财股份归母净利润分别为 3.35/3.91/4.29 亿元，对应同比增速分别为 206%/17%/10%；每股收益分别为 0.12/0.14/0.15 元，对应 PE 为 78/66/61 倍。我们看好公司在收购大智慧背景下财富管理、金融科技方向的展业潜力，维持“增持”评级。风险提示：1）重大诉讼事项风险；2）收购事项推进不及预期；3）权益市场大幅震荡。

浙江荣泰（603119）：收购金力传动 15%股权，进军微型传动模组领域

预计 25-27 年归母净利润 3.3/4.7/6.4 亿元，同比+42%/+45%/+35%，对应 PE 50/35/26 倍，与之前预测保持一致。考虑公司新业务远期利润弹性，给予 26 年 50xPE，目标价 65 元，维持“买入”评级。

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維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装企业从业经历，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

专用设备行业点评报告：QS 高性能固态电池隔膜导入电池产线，全球固态电池有望加速产业化

投资要点 事件：美国固态电池企业 QuantumScape (QS) 宣布，其先进的 Cobra 隔膜工艺已成功集成到基线电池生产中，标志着公司生产能力规模化迈出了重要一步。Cobra 陶瓷隔膜热处理速度提升约 25 倍，且能更高效的生产：Cobra 是 QS 高通量、连续流隔膜生产平台的核心，是一种氧化物电解质。相比早期工艺，Cobra 能以更小的设备占地实现更快、更节能的生产，代表了陶瓷隔膜制造的重大进步。与上一代的 Raptor 工艺相比，Cobra 的热处理速度提升了约 25 倍，且每次薄膜启动所占物理空间大幅缩减，这些优势对设计可扩展的 GW 级超级工厂生产线至关重要。QS 的 QSE-5 B 样固态电芯已于近期进入小批量生产，并向部分汽车客户交付，Cobra 隔膜的推出有望加速 QS B1 样品中试&上车。斯坦福团队牵手大众，加速固态电池产业化：QuantumScape 由斯坦福大学团队孵化，大众汽车两度投资并成为其最大股东，于 2019 年在纽交所上市。2024 年 QS 与大众集团签订技术授权，授权大众子公司 Powerco 使用期固态电池技术年产最高 40GWh 电池，并预留扩展至 80GWh 的潜力，对应 100 万辆电动车电池需求。国内设备商技术领先，有望充分受益于国内外固态电池产业化：中国锂电设备商在固态电池设备领域具有显著的先发优势。部分企业已成功打通全固态电池制造工艺环节，形成了覆盖全固态电池制造关键设备的整线解决方案。2024 年多家设备商固态电池设备订单已过亿元，未来有望充分受益于固态电池的产业化进程。投资建议：重点推荐固态电池设备整线供应商【先导智能】、激光焊接设备商【联赢激光】、化成分容设备商【杭可科技】，建议关注干/湿法电极设备商【赢合科技】、干法电极&模组 PACK【先惠技术】、整线供应商【利元亨】、干法电极设备商【曼恩斯特】、干法辊压机【纳科诺尔】、干法电极设备商【华亚智能】等。风险提示：固态电池产业化不及预期，技术研发不及预期。

(证券分析师：周尔双 证券分析师：李文意)

电子行业点评报告：可穿戴 SoC，从大厂自研窥见战略纵深——大厂自研三两事系列

投资要点 写在小米 AI 眼镜发布会前夕。自 2025 年 5 月小米玄戒自研芯片发布以来，市场对于小米自研对其他第三方 SoC 芯片厂商的影

响讨论颇多，其中 T1 可穿戴芯片也不可避免地吸引了市场的关注。我们认为，自研芯片是行业长久以来的现状，包括苹果、华为、三星等成熟厂商，各家或多或少在自研手表芯片上已有成熟布局，大厂的自研芯片与第三方芯片厂商在市场中的关系长久以来一直处于动态平衡。通过梳理各家厂商的战略布局，我们可以一窥其背后的战略纵深。苹果三星多年技术沉淀，优势显著。2015 年，首款 Apple Watch 发布，搭载自研 S1 芯片。至今，Apple Watch 已发布至第十代。苹果手表与手机芯片团队并非完全独立分割，S 系列芯片也会借鉴 A 系列芯片的一些先进架构理念和技术；三星在半导体行业深耕已久，LSI 部门开发各类传感器。从早期探索可穿戴设备芯片技术到获得 2025 年 CES 创新奖的 Exynos W1000 芯片，System LSI 不断以创新设计与前沿技术来提升产品在市场中的竞争力。华为小米加速自研，在战略布局上同样不落下风。2019 年，华为发布自研芯片麒麟 A1，此后应用于多款智能手表。2024 年，华为推出 Watch4 pro 太空探索版搭载麒麟 Hi3861V100 芯片。2025 年，华为推出全球首款 5G 鸿蒙 AI 智能手表 Watch 5，搭载麒麟 Hi9200 V100，集成 5G 通信模块。小米则是通过玄戒团队一鸣惊人。2025 年，小米发布首款集成自研 4G 基带的智能手表芯片玄戒 T1，已成功搭载于小米 Watch S4 eSIM 版手表。国内大厂以自研芯片实现高端突围，合作共赢才是最终的商业逻辑。华为是国内最早布局智能穿戴芯片自研的厂商，华为自研的麒麟 A1、麒麟 Hi9200，主要用于华为 watchGT5 以及华为 Watch5 等高端产品，强调续航、抗干扰与健康监测等差异化体验；小米于 2025 年发布了首款自研穿戴芯片玄戒 T1，在低功耗表现方面实现跃升，标志着小米正式开启自研 SoC 赋能高端的路径。我们梳理品牌大厂的供应链格局，主流厂商的高端机型大多会出现自研芯片的身影，而低端大众市场仍然以拥抱供应链为主要模式，合作共赢才是最终的商业逻辑。产业链相关公司：芯原股份、翱捷科技、恒玄科技等。风险提示：自研手表芯片投入产出不及预期风险，行业竞争加剧风险，消费者体验及需求不及预期风险。

（证券分析师：陈海进 研究助理：李雅文）

推荐个股及其他点评

众安在线 (06060.HK): 众安在线启动 H 股配售，赋能财险主业增长与科技领域投入

投资要点 【事件】6 月 26 日众安在线公告称，已启动 H 股配售，用于补充公司资本、支持在金融科技领域创新的投入和一般企业用途，这是公司上市以来首次股权融资。配售 2.15 亿 H 股，预计募集近 40 亿港元。1) 本次配售股份为 2.15 亿 H 股，约占配售前后总股本的 14.63%/12.76%。2) 配售价为每股 18.25 港元，较 6 月 25 日收盘价折让约 8.5%。3) 预计募集资金净额为 38.96 亿港元。财险主业趋势向好，稳定币业务打开想象空间。1) 2025 年公司前 5 个月保费同比增长 12.3%，显著好于行业整体，预计健康险及车险业务增长较快。Q1 众安财险单体报表 COR 为 94.1%，同比下降 5.3pct，净利润 5.7 亿元，而上年同期则为亏损 0.9 亿元。2) 公司积极参与中国香港稳定币业务布局，众安国际持有圆币科技约 20% 股权（公司间接持股约 8.7%），后者是首批进入中国香港金管局的稳定币发行人沙盒测试的三家机构之一；旗下众安银行（公司持股约 43%）是中国香港地区首家为稳定币发行方提供储备银行服务的数字银行。我们认为，稳定币业务热潮持续，对公司长期业绩增长和短期估值提升均有利好。低

基数下 2025H1 利润有望高增长，股权融资进一步夯实资本实力。1) 2024H1 公司归母净利润仅为 0.55 亿元，同比-75%，预计在低基数基础上 2025H1 净利润将实现高增长。2) 截至 2025Q1 末，众安在线核心、综合偿付能力分别为 214%和 220%，基本保持稳定。我们认为，本次融资将进一步夯实公司资本实力，为财险主业高速增长和科技领域持续布局提供资本支撑。盈利预测与投资评级：我们看好公司在互联网财险市场的持续竞争优势，叠加科技输出和数字银行业务快速发展与盈利改善，公司中长期成长空间可观。我们维持此前盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净资产分别为 229/243/261 亿元，当前市值对应 2025-2027 年 PB 估值分别为 1.09/1.03/0.96 倍。维持“买入”评级。风险提示：保费增长不及预期；科技投入持续较高水平；权益市场走低。

(证券分析师：孙婷 证券分析师：曹锟)

湘财股份（600095）：金融科技加持，财富管理转型出奇制胜

投资要点 历经多次战略转型，近年资本运作与科技赋能不断加速。前身为 1994 年成立的哈高科，以大豆深加工等传统产业为主营业务。2005 年引入民营资本新湖控股后开启股权结构改革，2020 年收购湘财证券 100%股权，完成向证券服务业的转型。此后，公司通过收购大智慧股权、增资湘财证券等举措强化金融版图。2025 年，公司启动吸收合并大智慧计划，拟通过“券商+金融科技”模式整合流量与技术资源，打造差异化竞争力。证券业务为主要收入来源，2023 年以来湘财证券业绩触底回升。湘财股份 2023 年以来证券板块收入占比维持在 70%以上，2024 年实业板块持续收缩。湘财证券以经纪和信用业务为主要营收来源，其财富管理能力相对突出。湘财证券作为以金融科技赋能财富管理业务的代表券商之一，积极推进传统经纪业务转型。2024 年，经纪业务在湘财证券主要业务收入中占比 44%。目前，已陆续推出百宝湘、湘管家、金刚钻、湘财智盈等一系列应用软件，并形成了同业领先的 2+3+N 专业交易服务体系，已然逐步形成了独有特色的证券经纪业务发展模式。信用业务保持稳健发展。湘财证券具有互联网基因，与大智慧等互联网企业深度合作多年。2014-2017 年，湘财证券先后与大智慧、益盟股份、万得信息合作成立互联网证券营业部，为其转型发展奠定良好基础。2020 年以来，湘财股份先后收购大智慧成为其第二大股东，并与益盟股份、万得信息、九方财富等开展深度合作，将自身网点、客户、产品等资源与对方技术与运营优势相结合，利用金融科技手段不断丰富服务内容、提升服务品质。与大智慧合并将有助于进一步提高湘财股份财富管理板块的竞争力。大智慧作为金融信息服务商，拥有庞大的线上流量和技术优势，在金融数据、资讯服务等方面具有较强的竞争力。2025 年 4 月大智慧月活数超过 1100 万，合并后湘财股份可进一步通过大智慧实现用户引流，提高交易转化率，以互联网赋能金融提高公司财富管理板块竞争力。近年来，已有不少互联网企业与券商合并，实现规模的快速增长，如东方财富收购西藏同信证券、指南针收购网信证券等，用户规模及经纪业务市占率均快速提升。与西藏同信证券、网信证券较为不同的是，湘财证券的经纪业务具有不错的竞争力，2024 年末营业网点数 67 家，网点平均营收排名在 20 位左右，此次合并更多的是补足湘财证券在客户触达及大数据板块的短板，进一步提高公司财富管理板块的竞争力。盈利预测与投资评级：预计 2025-2027 年湘财股份归母净利润分别为 3.35/3.91/4.29 亿元，对应同比增速分别为 206%/17%/10%；每股收益分别为 0.12/0.14/0.15 亿元，对应 PE 为 85/73/67 倍。我们看好公司在收购大智慧背景下财富管理、金融科技方向的展业潜力，维持

“增持”评级。 风险提示：1) 重大诉讼事项风险；2) 收购事项推进不及预期；3) 权益市场大幅震荡。

(证券分析师：孙婷 证券分析师：何婷 研究助理：罗宇康)

浙江荣泰（603119）：收购金力传动 15%股权，进军微型传动模组领域

投资要点 事件：公司拟收购金力传动 15%股份，以股份转让方式受让目标公司原股东股份，目标公司估值 20 亿元，对应 24 年 5xPB、31xPE 目标公司定位微特传动第一品牌、技术积累深厚。金力传动深耕微型智能传动模组，专注于微小模数齿轮箱、微型电机等精密部件，为客户提供以微型传动为核心的运动驱动与控制相结合的一体化解决方案。公司 22 年获评国家单项冠军产品认证、第一批国家专精特新企业，发明专利 60 余项。公司拥有 280 多台高精度滚齿机，百余台各类数控车床，以及近三十台日本住友/东芝等高精度电动注塑设备，对应减速箱产能 300 万台/月，微型电机产能 800 万台/月。公司 24 年营收 6 亿元，同比翻倍，净利润 0.65 亿，同增 480%，员工 1500 人+，我们预计 25 年净利 0.8 亿元，同增 20%+。 本次合作助力公司拓展灵巧手模组、整手方案。形成微型丝杠、微型减速器、微型电机全面布局。本次交易完成后，荣泰与金力将共同开发海外某客户相关业务，且在荣泰持有金力股份不低于 50%情况下，金力与海外某客户的所有业务均通过荣泰实施。荣泰在海外大客户中微型丝杠进展顺利，我们预计本次合作有助于公司进一步拓展微型模组产品，市场空间大幅提升，后续公司也将持续布局大丝杠、直线关节等产品，产品矩阵进一步扩展，并陆续拓展国内客户。 金力合格 IPO 前荣泰具有优先认购权、2030 年中未 IPO 则将促成控制权变更。金力合格 IPO 前发行股份发行时，在同等条件下荣泰享有优先认购权，且金力转让、出售其股份时公司有权优先购买，若金力未能在 2030 年 6 月 30 日前完成合格 IPO，则同意促成荣泰通过收购等方式取得控制权。 盈利预测与投资评级：预计 25-27 年归母净利润 3.3/4.7/6.4 亿元，同比 +42%/+45%/+35%，对应 PE 50/35/26 倍，与之前预测保持一致。考虑公司新业务远期利润弹性，给予 26 年 50xPE，目标价 65 元，维持“买入”评级。 风险提示：行业竞争加剧。

(证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕
证券分析师：岳斯瑶)

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>