

东吴证券晨会纪要

东吴证券晨会纪要 2025-06-26

宏观策略

2025 年 06 月 26 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

计算机行业深度报告: 从监管视角看中国稳定币未来发展

政策不达预期;地缘冲突加剧;宏观经济下行;公共区块链技术突破不达预期。

非银金融行业点评报告: 国君香港获批加密货币交易资格,头部券商引领变革,非银金融生态重构

2025 年 06 月 25 日,国泰君安证券(香港)有限公司正式获香港证券及期货事务监察委员会批准,将现有第 1 类(证券交易)受规管活动的牌照升级为透过在香港证监会持牌平台上开立综合账户的安排下,提供虚拟资产交易服务。风险提示:跨境监管套利与司法权冲突,抵押资产质量恶化与透明度危机,技术漏洞与跨链传染。

小米汽车核心竞争力剖析——AI+汽车智能化系列之十三

小米汽车的成功本质还是【小米方法论】核心竞争力所体验,一定程度上在这 2-3 年是“降维打击”了传统汽车行业。传统汽车行业一直是产品驱动的思考逻辑,而小米(移动互联网的代表)是用户驱动的思考逻辑。

【产品驱动】VS【用户驱动】两者孰优孰劣是需要放在特定时代背景下来分析的。当下我们仍处在移动互联网时代(AI 时代正在酝酿),数据的搜集成本和效率远高于工业时代,基于用户大数据驱动一方面可以支持

产品快速迭代优化从而不断改善产品质量，另一方面可以极致去发挥【用户在哪，生意就在哪】品类外延优势。【小米汽车业务】正是小米集团的互联网思维方式的一个环节，也正是小米过去 10 多年积累大量用户基础上的重要品类外延。小米的铁人三项【硬件+互联网+新零售】围绕用户形成了有效的闭环，本质上给用户创造的价值在于【让中国制造业从低价低品质走向了真正的物美价廉】，这也正式小米的使命“做感动人心，价格厚道的产品”所在。小米方法论未来的挑战或是：AI 时代是否会产生新的思维方式？参考小米集团方法论去推演，我们认为接下来 2-3 年小米汽车业务核心看点：产品维度：全品类布局。1) 20 万元以上市场做大做强且品牌向上。SU7（极致性能）+YU7（性能兼顾空间）+其他新品；2) 布局 20 万元以下市场（类似红米手机）；3) 继续坚定执行“人车家生态”战略，品牌高端化及全球化，汽车业务不会脱离总体战略。技术维度：技术快速跟随。电动化维度需补充增程动力形态，智能化维度需加大算力+算法投入。总体战略上我们认为依然是【技术快速追随者】定位。集团整体研发投入每年不低于 300 亿元，落实到汽车领域研发我们预计 3 成左右（总体投入幅度与理想/小鹏预计在一个量级）。风险提示：AI 时代出现颠覆式思维方式；汽车需求不及预期等。

重卡行业 5 月跟踪月报：看好内销景气度持续上行

投资建议：看好国四政策刺激下全年板块行情。22-24 年重卡内销持续磨底 3 年，当前行业易上难下，国四政策拉动下，我们认为全年行业内销有望迎来复苏，内销有望达到 70 万辆，同比+16%，展望明后年，国五置换大周期或将开启，周期有望持续向上。推荐份额占比高+利润兑现好的重卡行业龙头【中国重汽 A/H】+【潍柴动力】，重视【一汽解放+福田汽车】业绩改善弹性。风险提示：国内重卡行业复苏不及预期，天然气价格上涨超出预期。

推荐个股及其他点评

周黑鸭（01458.HK）：鼎新革故，重整向前

20 世纪末创始人周富裕先生于武汉自主创业、潜心研发卤制产品，并于 2006 年注册公司。砥砺前行三十载，周黑鸭已成长为国内休闲熟卤制品龙头之一，主营卤鸭、鸭副等产品。截至 2024 年，公司零售门店总数已达 3031 家，2013-2024 年公司营收/归母净利润 CAGR 分别为 6.57%/8.49%。几经波折，2024 年 6 月，创始人周总重回管理岗位，积极谋新求变，随着优化单店模型、重审会员体系、发力流通渠道、迈步全球化等措施成效逐步显现，站在当下时点，我们认为公司新一轮经营周期或至。

民生健康（301507）：百年同春，福泽民生

百年同春，福泽民生。民生健康的控股股东为杭州民生药业，其前身是 1926 年创立的同春药房，是中国最早生产针剂的西药厂之一。在科研方面公司持续投入，2024-2025 年公司医美护肤新品、戒烟产品、米诺地尔搽剂等产品将先后面世。

远大医药（00512.HK）：核药增速快，脓毒症 STC3141 有望成为全球大药

传统业务稳定增长，新赛道贡献高增长：公司主营覆盖核药及心脑血管精准介入、制药科技、生物科技三大板块，近年通过自研+收并购，我们判断核药 RDC、脓毒症、眼科等领域有望诞生多款大单品，助力业绩新突破。以钇[Y90]为核心商业化品种，推进 RDC 产研一体化：核药需求伴

随老龄化及癌症发病率不断提升，推动核药相应的诊断及治疗市场扩容。公司自 2018 年起加速核药板块整合，与国际头部企业 Telix、ITM、Sirtex 等在 RDC 领域联合创新研发。核心商业化品种易甘泰®钇[90Y]微球注射液 2024 年增速 177%，源于已有 70 多家医院的 1100 多名医生进行了其手术培训，并纳入了 45 个惠民保等较长的准入积累；基于前期积累，我们判断钇[90Y]将持续带来高增速。截至 2024 年年报，公司已储备 12 款创新 RDC，其中 4 款已获批开展临床研究，3 款已进入 III 期临床阶段，包括 TLX591-CDx（前列腺癌诊断，PSMA 靶点）、TLX250-CDx（肾透明细胞癌诊断，SSTR 靶点）、ITM-11（胃肠胰腺神经内分泌瘤治疗，SSTR 靶点）。其中，2024 年 TLX591-CDx 海外收入 7.83 亿港币，2025Q1 销售 1.51 亿美元（yoy+35%），鉴于其海外的优异市场情况，我们判断其在国内 2026 年获批上市后也将快速放量。公司核药板块围绕肿瘤诊疗一体化布局宽广，有望引领公司业绩高增长。盈利预测与投资评级：我们预计 2025-2027 年，公司营业收入分别为 122.03/132.92/146.63 亿港元，归母净利润为 20.76/24.22/27.64 亿港元，对应当前市值的 PE 为 14/12/11 倍。相较于可比公司平均 PE 为 24/22/20x，我们认为公司仍被低估。首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：新药研发进展不及预期风险，核药政策改革风险，药品销售不及预期风险，投资风险等。

三花智控（002050）：25 年半年报预告点评：Q2 业绩预告超预期，人形静待量产节奏提速

公司发布 25 年半年度业绩预告、Q2 业绩超市场预期。根据预告，公司 25H1 营收 150.4-177.8 亿元，同比+10%~30%，归母净利润 18.9-22.7 亿元，同比+25%-50%。按中值计算，对应 25Q2 收入 87.4 亿元，同比+21%，25Q2 归母净利润 20.8 亿元，同比+36%。因制冷空调业务受益市场需求增长，汽零业务通过标杆客户的示范效应持续拓展订单，且公司降本增效显著，公司 Q2 业绩超市场预期。传统制冷需求 Q2 超预期、叠加出口也有所贡献，我们预计 Q2 板块收入同增 20-30%。1）国内 Q2 为传统旺季，以旧换新政策持续刺激；2）海外欧洲经历去库后需求开始恢复。我们上修 25 年家电板块收入增速预期至 15%至 190 亿元，且公司凭借墨西哥免税工厂、越南工厂应对海外客户需求，关税不确定性可控。汽零核心客户稳健增长、新客户带来增量，我们预计 Q2 板块收入同增 10-20%，增量来自国内标杆车企，其中小米 Q2 增长 2 倍，吉利翻番以上增长，理想、华为、比亚迪保持 20-30%稳健增长，同时欧洲市场恢复 25%增长，有效对冲特斯拉下滑，且特斯拉占比已下降至 30%，全年汽零收入恢复至 20%+增长至 140 亿元，26 年预计仍有 20%增速。美国关税缓和，且公司采用 FOB 定价+墨西哥生产模式，同时公司加快泰国工厂建设，足以对冲贸易风险。人形机器人量产节奏有短期扰动但不改 Tier1 地位、未来利润弹性显著。近期海外巨头更换人形项目负责人，短期对下单节奏有所扰动，但长期产业趋势不变。且硬件方案基本定型，公司配合开发全系执行器，深受大客户认可，主供地位明确。维持按照 100 万台出货测算（28-29 年），执行器总成 5 万元，净利率 10%，公司 70%份额，可贡献 35 亿元利润，弹性巨大。

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。从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

计算机行业深度报告：从监管视角看中国稳定币未来发展

投资要点 从“非法金融”到“蓬勃发展”，稳定币进入顶层设计话语体系。央行行长首次在公开演讲中提到稳定币，代表我国金融体系建设对待加密货币态度的重大转向。此前，央行前行长周小川对稳定币的定调始终围绕风险警示与主权保护，核心是防止美元通过稳定币进一步渗透全球金融体系，并通过 CBDC 构建主权货币竞争力。而潘行长的“蓬勃发展”并未脱离周小川关于“警惕美元化”的核心逻辑，但更偏向于监管完善后的市场认可。未来，如何在开放创新与风险防控间平衡，仍是政策关键。 **防守反击：构建自主可控的跨境支付体系。** (1) 自主可控夯实金融安全。金融安全是中国发展稳定币的核心意义。稳定币是基于公共区块链的去中心化数字货币，交易自带安全属性。当前国际支付体系以美元为基、以 SWIFT 为中心化架构，上述的不稳定因素或成为限制我方的工具。稳定币的安全性使得稳定币在跨国交易中的价值持续凸显，在地缘政治冲突不断加剧的时期显得尤为关键。(2) 开辟人民币国际化新路径。本轮央行宣布的八项金融开放举措中将设立数字人民币国际运营中心单独作为一条关键举措，位列八条中的第二条。潘行长本次讲话已定调人民币将成为“少数几个并存的主权货币”，且提及国际货币体系向多极化发展更有效维护全球经济金融稳定。发展稳定币可以平衡主权货币间的良性竞争，有望成为人民币国际化战略中的重要一环。另外，发行人民币稳定币有望成为发展中国家跨境支付工具，解决南方国家的跨境支付问题。 **对中国发展稳定币的猜想。** (1) 公链：健全的公链是落实稳定币的必要条件。公链有别于联盟区块链与私有链，是充分去中心化的区块链，能够更好地发挥稳定币的交易媒介属性，因此稳定币需要健全的公链作为支撑。(2) 完善的监管框架保证稳定币的合规背景与币值稳定。充分发挥央行与各监管机构的监管职能、充分完善稳定币法币与跨境交易监管框架，才能保证稳定币的法币背景，维持币值稳定，并保证用于合规资金用途。在构建公链的过程中，央行与相关监管机构应当被纳入区块链体系，实现穿透链上全部节点便于信息获取与监管。(3) 稳定币发行思路的三种构想。第一种：中央集中发行。中央直接链上发行，而企业围绕央行这一超级节点打造稳定币生态（公链、钱包、智能合约等）；第二种：牌照制度：获取牌照→锚定资产→自主推广。企业在获取稳定币发币牌照后，需要在相关机构处储备对应数额法币

计价的资产，方能将发行的稳定币上链。各家发行的稳定币功能相同，但可以有个性化推广方式；第三种：中央批发+企业零售：央行负责公链+批发、同时授权银行和科技企业发行稳定币。（4）制造业带动稳定币出海或成人民币国际化新思路。借助我国强大的制造业背景将我国自主公链推广至双边乃至小多边交易是一种最可行的思路，将入链作为购买中国产品的条件，通过跨境贸易扩大我国公链的影响范围。投资建议：建议关注公链、数字钱包与牌照获取三大类公司。（1）公链：建议关注【四方精创】【广电运通】【吉大正元】【普天科技】【新大陆】等；（2）数字钱包：建议关注【恒宝股份】【华峰超纤】等；（3）牌照获取：建议关注【小商品城】等。风险提示：政策不达预期；地缘冲突加剧；宏观经济下行；公共区块链技术突破不达预期。

（证券分析师：王紫敬）

非银金融行业点评报告：国君香港获批加密货币交易资格，头部券商引领变革，非银金融生态重构

事件：2025年06月25日，国泰君安证券（香港）有限公司正式获香港证券及期货事务监察委员会批准，将现有第1类（证券交易）受规管活动的牌照升级为透过在香港证监会持牌平台上开立综合账户的安排下，提供虚拟资产交易服务。投资要点 于国君自身：从“传统券商”到“数字资产综合服务枢纽”，公司估值逻辑迎来质变。作为首家获此牌照的中资券商，国泰君安国际国君国际一举打通了虚拟资产“交易、托管、咨询、发行及衍生品”的全链条服务能力，实现了从传统证券服务商向“数字资产综合服务枢纽”的战略升级。核心价值在于：①开辟高附加值收入源。加密货币与稳定币交易佣金（显著高于传统股票经纪费率）、跨境稳定币清算分润（替代SWIFT系统的效率红利）、以及结构化衍生品设计与发行收益，构成强劲的增量引擎。②抢占战略制高点。在香港全力打造“国际虚拟资产中心”的背景下，全牌照赋予其参与稳定币发行、RWA（真实世界资产）代币化等前沿领域的先发优势。于券商行业：头部示范效应显著，竞争范式加速迭代。国君获批验证香港战略落地，倒逼中资头部券商加速跟进。核心催化有二：①验证路径可行性。国泰君安香港向市场证明了中资头部券商具备承接虚拟资产合规运营的能力，为中信证券、中金公司、招商证券国际等拥有雄厚香港子公司的同行铺平了道路。②驱动商业模式重构。行业竞争焦点将从低附加值的同质化通道服务，转向构建“跨境数字金融基础设施”的核心能力。这包含两大支柱：“清算枢纽”（依托稳定币高效处理跨境支付，分食SWIFT蛋糕）和“证券化引擎”（主导现实资产如债券、基金的代币化发行与管理）。这不仅优化收入结构（提升高费率业务占比），更通过稳定币储备资产的配置需求，为券商打开资产负债表扩张新通道，实现轻资本与重资本业务的协同增长。于非银生态：红利共享与风险共担的新平衡。虚拟资产的合规化浪潮，将激活并重塑整个非银金融产业链，围绕数字资产发行、流通、管理和应用的协同生态网络正在加速成型。①金融科技企业：区块链底层设施、智能合约审计、链上合规监控等服务需求激增，形成技术支撑层。②支付机构：其跨境支付网络将无缝接入稳定币清算体系，大幅提升效率并分润手续费（替代传统SWIFT高昂成本）。③资管公司：代币化货币市场基金、债券基金乃至REITs等新型可编程资产将涌现，满足全球投资者对“链上生息”的需求，驱动AUM增长。风险提示：跨境监管套利与司法权冲突，抵押资产质量恶化与透明度危机，技术漏洞与跨链传染。

（证券分析师：孙婷 证券分析师：武欣姝）

小米汽车核心竞争力剖析——AI+汽车智能化系列之十三

n 小米汽车的成功本质还是【小米方法论】核心竞争力所体验，一定程度上在这 2-3 年是“降维打击”了传统汽车行业。Ø 传统汽车行业一直是产品驱动的思考逻辑，而小米（移动互联网的代表）是用户驱动的思考逻辑。【产品驱动】VS【用户驱动】两者孰优孰劣是需要放在特定时代背景下来分析的。当下我们仍处在移动互联网时代（AI 时代正在酝酿），数据的搜集成本和效率远高于工业时代，基于用户大数据驱动一方面可以支持产品快速迭代优化从而不断改善产品质量，另一方面可以极致去发挥【用户在哪，生意就在哪】品类外延优势。【小米汽车业务】正是小米集团的互联网思维方式的一个环节，也正是小米过去 10 多年积累大量用户基础上的重要品类外延。小米的铁人三项【硬件+互联网+新零售】围绕用户形成了有效的闭环，本质上给用户创造的价值在于【让中国制造业从低价低品质走向了真正的物美价廉】，这也正式小米的使命“做感动人心，价格厚道的产品”所在。小米方法论未来的挑战或是：AI 时代是否会产生新的思维方式？nn 参考小米集团方法论去推演，我们认为接下来 2-3 年小米汽车业务核心看点：Ø 产品维度：全品类布局。1) 20 万元以上市场做大做强且品牌向上。SU7（极致性能）+YU7（性能兼顾空间）+其他新品；2) 布局 20 万元以下市场（类似红米手机）；3) 继续坚定执行“人车家生态”战略，品牌高端化及全球化，汽车业务不会脱离总体战略。Ø 技术维度：技术快速跟随。电动化维度需补充增程动力形态，智能化维度需加大算力+算法投入。总体战略上我们认为依然是【技术快速追随者】定位。集团整体研发投入每年不低于 300 亿元，落实到汽车领域研发我们预计 3 成左右（总体投入幅度与理想/小鹏预计在一个量级）。Ø Ø 风险提示：AI 时代出现颠覆式思维方式；汽车需求不及预期等。

（证券分析师：黄细里 证券分析师：孟璐）

重卡行业 5 月跟踪月报：看好内销景气度持续上行

n 投资建议：看好国四政策刺激下全年板块行情。22-24 年重卡内销持续磨底 3 年，当前行业易上难下，国四政策拉动下，我们认为全年行业内销有望迎来复苏，内销有望达到 70 万辆，同比+16%，展望明后年，国五置换大周期或将开启，周期有望持续向上。n 推荐份额占比高+利润兑现好的重卡行业龙头【中国重汽 A/H】+【潍柴动力】，重视【一汽解放+福田汽车】业绩改善弹性。n 风险提示：国内重卡行业复苏不及预期，天然气价格上涨超出预期。

（证券分析师：黄细里）

推荐个股及其他点评

周黑鸭（01458.HK）：鼎新革故，重整向前

投资要点 鼎新革故，重整向前：20 世纪末创始人周富裕先生于武汉自主创业、潜心研发卤制产品，并于 2006 年注册公司。砥砺三十载，周黑鸭已成长为国内休闲熟卤制品龙头之一，主营卤鸭、鸭副等产品。截至 2024 年，公司零售门店总数已达 3031 家，2013-2024 年营收/归母净利润 CAGR 分别为 6.57%/-8.49%。几经波折，2024 年创始人周总重回管理岗位，谋新求变：优化单店模型、重审会员体系、发力流通渠道、迈步全球化等措施成效逐步显现，站在当下时点，我们认为公司新一轮经营周期或至。关店提效，同店改善：创始人周总重新掌舵以来，公司通过产品、门店运营及店员激励等方面优化，实现单店经营质量及店效提升：①产品端，夯实经典款，加速新品布局；②门店战略从规模扩张到积极提质，2022-2024 年公司门店数量同比+23%/+11%/-21%，同期单店营收同比-34%/+5%/+12%，店效拐点或已

至。③贯彻“四季战歌”战略，提升店员积极性，明确奖惩；④2024年以来公司重新搭建会员体系、推广会员制度。通过门店优化，25Q1公司同店店效同比已实现微增、平均单店店效实现同比双位数上涨，全年预计延续这一态势。 重构渠道，布局流通：2024年底公司将流通渠道的发展提升到战略级别，成立流通渠道部门、招揽经验丰富的负责人，现将流通渠道分为：（1）高端会员店（如Costco、山姆）、（2）商超便利店（如胖东来、永辉）以及（3）零食渠道（量贩店）。截至目前，散装产品已成功进入胖东来、永辉等商超渠道，真空产品已成功入驻Costco、零食很忙等连锁卖场。25Q1山姆、永辉及胖东来等渠道合作落地，考虑到流通渠道前期送样、沟通与合同流程确存周期，预计25H2放量优于25H1。2024年其他渠道（主要包括来源于经销商的收益）收入1.14亿，我们认为2025年有望实现高双位数增长。 踏浪出海，探索多元：（1）公司积极探索海外市场，传播中国卤味文化，开辟新增长曲线。截至2025年初，已进入马来西亚MIX超市，2025年或以贸易形式进入更多东南亚和港澳地区，开发定制化产品、初步搭建起经销商代理网络，2026-2027年公司计划进一步进军欧美、澳新、日韩等国家。（2）初探复调、布局饮料：2025年4月，周黑鸭与四川申唐产业成立合资公司，计划推出“嘎嘎香”系列复合调味品，目标25年内上市10款产品。2025年1月，周黑鸭与泰国IMCOCO集团联合推出椰子水品牌“丫丫椰”，现以门店销售为主，流通渠道开拓在途。 盈利预测与投资评级：我们预计2025-2027年公司归母净利润分别为1.52/1.88/2.19亿元，同比增速为54.44%/24.02%/16.52%。对应当前，2025-2026年PE为31.23x、25.18x，对比可比公司当下估值具备性价比，首次覆盖，给予“买入”评级。 风险提示：市场竞争、原材料成本上涨、产品销售不达预期、食品安全问题的风险。

（证券分析师：苏钺 证券分析师：邓洁）

民生健康（301507）：百年同春，福泽民生

投资要点 百年同春，福泽民生。民生健康的控股股东为杭州民生药业，其前身是1926年创立的同春药房，同时也是中国最早生产针剂的西药厂之一。1985年民生针对国人研发上市了多维元素片（21金维他），为国内第一款多维元素类OTC药品，2005年21金维他销售额已突破10亿元。2010年民生药业与法国赛诺菲签署合资协议，组建赛诺菲民生健康药业有限公司，2017年民生药业回购赛诺菲持有的股份，公司正式更名为杭州民生健康药业有限公司，2023年9月5日公司于创业板上市。公司主营维矿类产品，2024年收入占比达97%；经营表现稳健，2018-2024年收入/归母净利润CAGR分别为13%/18%。基于持续的科研投入，公司在益生菌、治疗型用药、医美领域迎来众多产品面世的新发展阶段。 渠道基础好，传统维矿增长稳健，益生菌增量明确。2016-2024年中国OTC市场规模由1289亿元增至2214亿元，CAGR为7%，高于世界平均水平（4%）。OTC行业线上渠道占比迎来提升，2017-2024年OTC线上渠道占比由4.61%提升至30.45%。公司的大单品21金维他多维元素片（OTC）2024年营收占比接近69%，为更好地适应不同市场与不同消费人群的需求，公司进一步延展产品矩阵。益生菌业务步入正轨，25年有望实现高双位数增长：随着与中科嘉亿的合作开展，公司益生菌实现原料自供，同时蓝帽子产品（普瑞宝已于25M4上市）、功能性食品“纤宝”等陆续上市。2025年中科嘉亿并表，我们预计2025年益生菌业务收入有望实现高双位数增长（同比基准为2024年中科嘉亿收入）。 步入收获期，产品多点开花。公司凭借药房渠道的经营基础，积极开辟治疗型用药新领域：戒烟药伐尼克兰及生发产品米诺地尔现已获批、预计于25Q3正

式上市，蓄势帷幄多年，站在新一轮产品周期的起点，春种一粒粟，秋收万颗子：（1）中国防脱药品市场快速扩容，规模由 2020 年的 12 亿元增至 2023 年的 47 亿元，CAGR=58%。据此测算，2024 年米诺地尔市场规模约 25.18 亿元。2025 年 3 月 24 日公司公告取得米诺地尔批文，预计 OTC 产品于 2025Q3 面市。我们预计 25 年收入贡献千万级，参考行业第一大单品，公司米诺地尔产品后续仍有较大空间。（2）2025 年 2 月公司收购山东朗诺的伐尼克兰（戒烟药）批文，产品现处于包装设计及生产准备阶段，预计 2025Q3 上市销售。2025 年收入贡献预计千万级别，而后作为重点产品大力推广，同时考虑到 2021 年 6 月以来 Champix 受负面舆情的影响全球禁售，公司戒烟药出海逻辑同样亮眼，空间更高。盈利预测与投资评级：我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 1.11/1.34/1.61 亿元，同比增速为 21%/21%/20%，对应 2025-2026 年 PEG 为 2.09x、1.78x，考虑到公司步入产品密集上市期，后续增长动能及空间充足，我们认为当下估值仍具性价比，首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：市场竞争，原材料成本上涨，产品销售不达预期，食品安全问题的风险。

（证券分析师：苏铖 证券分析师：邓洁）

远大医药（00512.HK）：核药增速快，脓毒症 STC3141 有望成为全球大药

投资要点 传统业务稳定增长，新赛道贡献高增长：公司主营覆盖核药及心脑血管精准介入、制药科技、生物科技三大板块，近年通过自研+收并购，我们判断核药 RDC、脓毒症、眼科等领域有望诞生多款大单品，助力业绩新突破。以钇[Y90]为核心商业化品种，推进 RDC 产研一体化：核药需求伴随老龄化及癌症发病率不断提升，推动核药相应的诊断及治疗市场扩容。公司自 2018 年起加速核药板块整合，与国际头部企业 Telix、ITM、Sirtex 等在 RDC 领域联合研发。核心商业化品种易甘泰®钇[90Y]微球 2024 年增速超 140%，源于已有 70 多家医院的 1100 多名医生进行了其手术培训，并纳入了 45 个惠民保等较长的准入积累；基于前期积累，我们判断钇[90Y]将持续带来高增速。截至 2024 年年报，公司已储备 12 款创新 RDC，其中 4 款已获批开展临床研究，3 款已进入 III 期临床阶段，包括 TLX591-CDx（前列腺癌诊断，PSMA 靶点）、TLX250-CDx（肾透明细胞癌诊断，CA9 靶点）、ITM-11（胃肠胰腺神经内分泌瘤治疗，SSTR 靶点）。其中，2024 年 TLX591-CDx 海外收入 7.83 亿港币，2025Q1 销售 1.51 亿美元（yoy+35%），鉴于其海外的优异市场情况，我们判断其在国内 2026 年获批上市后也将快速放量。公司核药板块围绕肿瘤诊疗一体化布局宽广，有望引领公司业绩高增长。原有品种已过密集集采期，脓毒症 STC3141、眼科等新产品放量空间大：公司原有品种覆盖面较广，涉足领域及产品种类多元化，构筑稳健护城河。2024 年利舒安®去甲肾上腺素纳入第十批国家集采，对业绩造成短期压制。然而公司三年内的增量品种较多，覆盖面较广，有望贡献部分业绩增量，包括 1）呼吸及危重症领域，STC3141 脓毒症产品 II 期临床达到终点，我们根据其患病人数约 500 万人，假设治疗率 65%，并中性假设达峰时，STC3141 市占率 20%且单价为 8 千元，风险校正后中性预测销售峰值 100 亿元，有望成为大单品，建议密切关注其临床研发至上市进度及海外授权进展、2022 年诺华合作产品恩卓润/恩明润®茚达格莫和茚达特罗莫米松吸入粉雾剂、2024 年新收购的产品布地奈德鼻喷雾剂、2025 年 4 月首仿上市的丙酸氟替卡松；2）五官科领域，伐尼克兰鼻喷雾剂于 2024 年底获批上市、脉血康于 2024 年收购多普泰医药获得、在研还有术后抗炎镇痛、翼状赘肉、干眼症、蠕形螨睑缘炎等多

管线并进；3）心脑血管急救领域，2025 年收购天津田边获得合心爽/合贝爽®地尔硫卓片/胶囊、安步乐克®沙格雷酯、2023 年底首仿上市的力美通®依普利酮片。盈利预测与投资评级：我们预计 2025-2027 年，公司营业收入分别为 122.03/132.92/146.63 亿港元，归母净利润为 20.76/24.22/27.64 亿港元，对应当前市值的 PE 为 15/13/11 倍。相较于可比公司平均 PE 为 25/23/20x，我们认为公司仍被低估。首次覆盖，给予“买入”评级。风险提示：新药研发进展不及预期风险，核药政策改革风险，药品销售不及预期风险，投资风险等。

（证券分析师：朱国广 证券分析师：刘若彤）

三花智控（002050）：25 年半年报预告点评：Q2 业绩预告超预期，人形静待量产节奏提速

投资要点 公司发布 25 年半年度业绩预告、Q2 业绩超市场预期。根据预告，公司 25H1 营收 150.4-177.8 亿元，同比+10%~30%，归母净利润 18.9-22.7 亿元，同比+25%-50%。按中值计算，对应 25Q2 收入 87.4 亿元，同比+21%，25Q2 归母净利润 20.8 亿元，同比+36%。因制冷空调业务受益市场需求增长，汽零业务通过标杆客户的示范效应持续拓展订单，且公司降本增效显著，公司 Q2 业绩超市场预期。传统制冷需求 Q2 超预期、叠加出口也有所贡献，我们预计 Q2 板块收入同增 20-30%。1）国内 Q2 为传统旺季，以旧换新政策持续刺激；2）海外欧洲经历去库后需求开始恢复。我们上修 25 年家电板块收入增速预期至 15%至 190 亿元，且公司凭借墨西哥免税工厂、越南工厂应对海外客户需求，关税不确定性可控。汽零核心客户稳健增长、新客户带来增量，我们预计 Q2 板块收入同增 10-20%，增量来自国内标杆车企，其中小米 Q2 增长 2 倍，吉利翻番以上增长，理想、华为、比亚迪保持 20-30%稳健增长，同时欧洲市场恢复 25%增长，有效对冲特斯拉下滑，且特斯拉占比已下降至 30%，全年汽零收入恢复至 20%+增长至 140 亿元，26 年预计仍有 20%增速。美国关税缓和，且公司采用 FOB 定价+墨西哥生产模式，同时公司加快泰国工厂建设，足以对冲贸易风险。人形机器人量产节奏有短期扰动但不改 Tier1 地位、未来利润弹性显著。近期海外巨头更换人形项目负责人，短期对下单节奏有所扰动，但长期产业趋势不变。且硬件方案基本定型，公司配合开发全系执行器，深受大客户认可，主供地位明确。维持按照 100 万台出货测算（28-29 年），执行器总成 5 万元，净利率 10%，公司 70%份额，可贡献 35 亿元利润，弹性巨大。盈利预测与投资评级：维持 25-27 年归母净利润分别为 38.1/46.2/64.7 亿元，同比+23%/+21%/+40%，对应 PE 分别为 28x/23x/16x，给予 25 年 50x PE，对应目标价 46 元，维持“买入”评级。风险提示：人形机器人量产不及预期，新能源车销量不及预期等。

（证券分析师：曾朵红 证券分析师：阮巧燕
证券分析师：谢哲栋 研究助理：许钧赫）

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>