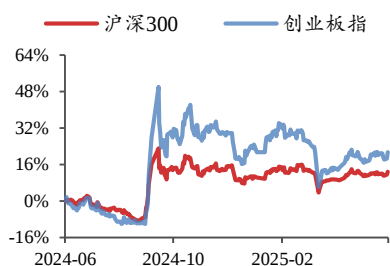


2025 年 06 月 25 日

开源晨会 0625

——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(%)
电力设备	2.852
非银金融	2.675
商贸零售	2.643
汽车	2.628
机械设备	2.428

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
石油石化	-2.101
煤炭	-0.215
国防军工	0.134
交通运输	0.262
公用事业	0.277

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】下半年资产配置展望——“不下、则上”——固收专题-20250624

我们认为，2024 年 9 月，经济或处于双重拐点。一方面，政策取向已经由 2021 年-2024 年 9 月的主动去杠杆，转变为经济 L 型下半场，类似 2016 年-2017 年；另一方面，2024 年 9 月之后，地方政府隐性债务整治或已经阶段性结束。2025 年下半年，或呈现出“社融稳、经济稳”，GDP 增速或仍在 5% 以上，好于市场预期的明显回落。同时，考虑到当前资产价格反映出的一致预期，如果下半年经济仍高于 GDP 目标、没有再次明显下滑，市场或扭转预期至“经济确定性见底”，或导致资产配置的明显变化。

行业公司

【电力设备与新能源】低空行业点评（第二十一期）：亿航智能获 41 架 eVTOL 订单，沃飞长空与东方希望集团签约——行业点评报告-20250624

我们认为，低空经济已经迎来从宏观（国家层面产业规划）到中观（各地地方补贴）再到微观（基建主机招标、应用场景打造）的纵向落地，建议关注低空经济后续板块行情，推荐标的卧龙电驱、绿能慧充，受益标的：（1）低空制造：万丰奥威、宗申动力等；（2）低空基建：莱斯信息、深城交等；（3）低空运营：深圳机场、中信海直、祥源文旅、岭南控股、西域旅游等。

【化工】H 酸行业供给或偏紧，H 酸-活性染料价格或上涨——行业点评报告-20250624

H 酸行业龙头内蒙古亚东装置或需面临整改，其 H 酸装置开工率或受影响
H 酸是重要染料中间体，可用于生产活性染料、酸性染料和直接染料。随着行业竞争加剧，叠加环保监管趋严，H 酸行业落后产能持续退出。根据闰土股份公告及我们统计，国内 H 酸的有效产能不足 6 万吨，其中内蒙古亚东产能 2 万吨/年，为 H 酸行业龙头。

【计算机：鼎捷数智(300378.SZ)】公司举办数智未来峰会，AI 赋能打开成长空间——公司信息更新报告-20250624

公司是国内领先的数智化转型与智能制造整合规划方案服务提供商，有望持续受益下游景气复苏和出海机遇，AI 打开成长空间，我们维持原有盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 2.01、2.40、2.89 亿元，EPS 为 0.74、0.88、1.07 元/股，当前股价对应 PE 为 44.0、37.0、30.6 倍，维持“买入”评级。

研报摘要

总量研究

【固定收益】下半年资产配置展望——“不下、则上”——固收专题-20250624

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

当前资产价格反映出的一致预期：未来经济不确定性高

对于当前资产价格走势，基本呈现出“对于未来经济的不确定性”。

对于债券资产，债市提前定价“下半年宽货币加码”，收益率曲线明显平坦化。且债市资金以看多为主，处于持仓待涨之中。

对于权益资产，股市呈现出明显的高性价比，一方面相较于国内的存款、债券收益率，股息率偏高；另一方面相较于海外股市，国内股市估值偏低。

资产价格一致预期，或来源于历史经验

2021 年以来，经济的节奏呈现为“经济压力、政策托底、经济压力”。

当经济处于政策托底阶段，预期经济企稳回升的投资者会增加权益持仓，减少债券持仓，例如，2022 年底-2023 年初、2024 年一季度等。但是，当政策托底结束之后，经济普遍会再次呈现出下行压力，导致股市再次回落和债券收益率再次回落。特别是，2024 年二、三季度，受地方政府隐性债务的影响，类似 2014 年、2018 年，处于经济的第三次主动去杠杆，导致经济下行压力明显。

另一方面，从 GDP 目标角度，2023、2024 年正好实现 GDP 目标。2023 年一季度经济回升，二季度回落，三、四季度再次小幅回升，正好实现 GDP 目标 5.0%，需要注意的是，2022 年 GDP 增速 3.1%、即 2023 年处于低基数。2024 年一季度回升，二、三季度明显回落，四季度明显回升，正好实现 GDP 目标 5.0%。

对应当前市场，2025 年 GDP 增速目标 5%，考虑到上半年经济整体偏强，市场则预期，下半年 GDP 或有回落。

我们认为，当前资产价格一致预期的原因或源于历史经验。（1）2021 年以来，经济每一次阶段性企稳之后，均会再次回落，尽管 2024Q4-2025Q2 经济超预期，但市场对持续性存在不确定性；（2）有投资者认为，政策目标是完成 GDP 目标 5%，上半年 GDP 较高，全年完成压力较小，对应下半年的政策预期偏低。

下半年经济或高于 GDP 目标，一致预期偏差或切换

（1）2021 年-2024 年 9 月，类似 2011-2015 年的“三期叠加”。一方面，前期刺激政策的消化期，对 2020 年政策明显刺激的消化，2020 年 10 月社融存量增速最高达到 13.7%、远高于合意水平，类似当时消化 2009 年“四万亿”；另一方面，经济结构转型期，这一轮是经济降低对地产的依赖度，当时是摆脱重工业投资依赖。经历持续的去杠杆，当前的社融增速，已经回落至与经济目标基本匹配。

（2）地方政府隐性债务整治，大约 5 年一次，比如，2014 年、2018 年、2024 年。期间普遍会出现地方政府财政困难和民营企业经营困难。每次冲击之后，都会出现经济的持续回升，例如 2016-2017 年、2019-2020 年。2024 年 11 月 8 日化债方案出台，预计之后经济大概率同样出现回升。

我们认为，2024 年 9 月，经济或处于双重拐点。一方面，政策取向已经由 2021 年-2024 年 9 月的主动去杠杆，转变为经济 L 型下半场，类似 2016 年-2017 年；另一方面，2024 年 9 月之后，地方政府隐性债务整治或已经阶段性结束。

2025 年下半年，或呈现出“社融稳、经济稳”，GDP 增速或仍在 5% 以上，好于市场预期的明显回落。同时，考虑到当前资产价格反映出的一致预期，如果下半年经济仍高于 GDP 目标、没有再次明显下滑，市场或扭转预期至“经济确定性见底”，或导致资产配置的明显变化。

下半年资产配置展望：预期修正下的股债切换

我们认为，2025 年下半年经济或不会明显下行，债市收益率和股市或会上行。

对于债券市场，考虑到当前债市资金普遍持仓待涨、处于明显拥挤的状态，如果下半年经济并未明显下行，债市场内资金或逐渐流出债市，或类似于 2009 年、2020 年。

节奏上，或呈现为“股市上涨—债市收益率滞后上行—资金利率最后上行”。

对于权益市场，考虑到当前股市整体处于观望之中，如果下半年经济并未明显下行，那么股市场外资金会逐渐进入股市。

风险提示：政策变化超预期；经济变化超预期。

行业公司

【电力设备与新能源】低空行业点评（第二十一期）：亿航智能获 41 架 eVTOL 订单，沃飞长空与东方希望集团签约——行业点评报告-20250624

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001

亿航获 41 架 eVTOL 订单，与安拉科技、阿根廷国家飞机制造公司达成合作

政策端，6 月 18 日，北京市延庆区科信局就《关于促进北京市延庆区低空技术产业高质量发展的若干措施》公开征集意见，拟于 8 月 1 日起施行，有效期 3 年。亿航智能取得多项进展：6 月 20 日，亿航智能获吉林省长春净月高新区 41 架 EH216-S 订单，将用于低空观光、城市应急响应、城市交通管理等应用场景。6 月 19 日，亿航智能与全球无人驾驶航空系统（UAS）空域与任务管理解决方案的领导者安拉科技（ANRATechnologies）签署合作备忘录（MoU）。将推动亿航智能 VTOL 系统和地面配套设施与安拉科技通过认证的空域管理系统平台进行整合集成，共同打造支持复杂空域合规运营的系统解决方案。同日，公司与阿根廷国家航空航天制造商“圣马丁准将”阿根廷国家飞机制造公司（FAdeA）签署战略合作备忘录（MoU），聚焦亿航智能 EH216-S 无人驾驶电动垂直起降飞行器系统（eVTOL）未来在阿根廷及拉美地区的适航认证、本地化生产及运营服务体系建设。此外，6 月 18 日，沃飞长空与东方希望集团正式签署合作协议，布局城市空中载人交通运营、eVTOL 基础设施建设、飞行员培训、低空文旅场景运营等领域，通过 AE200 为代表的 eVTOL 产品，深度接入天府机场低空交通网络，打造“机场-市区”的低空航线。我们认为，低空经济已经迎来从宏观（国家层面产业规划）到中观（各地地方补贴）再到微观（基建主机招标、应用场景打造）的纵向落地，建议关注低空经济后续板块行情，推荐标的卧龙电驱、绿能慧充，受益标的：（1）低空制造：万丰奥威、宗申动力等；（2）低空基建：莱斯信息、深城交等；（3）低空运营：深圳机场、中信海直、祥源文旅、岭南控股、西域旅游等。

板块行情：延续回调趋势

6 月 16 日-6 月 20 日低空经济 A 股相关标的平均涨跌幅为-2.3%，涨幅前五标的分别为山河智能（+6.4%）、吉峰科技（+6.0%）、国轩高科（+4.7%）、长源东谷（+3.8%）、华设集团（+3.0%）；跌幅前五的标的分别为西测测试（-12.8%）、纵横股份（-10.0%）、祥源文旅（-7.3%）、恒拓开源（-7.2%）、广联航空（-6.8%）。美股方面，EveHolding（+3.7%）、亿航智能（-2.6%）。

小鹏汇天与三公司签署合作框架，一汽飞行汽车总部、沃飞华东总部落户

6 月 22 日，小鹏汇天与青岛青铁低空产业发展有限公司、山东岛城之翼低空经济发展有限公司及山东齐鲁知

翼低空经济发展有限公司在青岛地铁集团总部举行合作框架签约仪式，合作主要涵盖“低空+文旅”场景创新、智慧飞行营地建设、展销中心共建、品牌联合推广等四大领域。6月15日，沃飞长空华东区域总部落地杭州市萧山区。6月13日，中国一汽飞行汽车总部项目正式落户深圳大鹏。

风险提示：产业政策落地速度不及预期，低空应用场景在C端普及不及预期。

【化工】H酸行业供给或偏紧，H酸-活性染料价格或上涨——行业点评报告-20250624

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 张晓锋（分析师）证书编号：S0790522080003 | 宋梓荣（联系人）证书编号：S0790123070025

H酸行业龙头内蒙古亚东装置或需面临整改，其H酸装置开工率或受影响

H酸是重要染料中间体，可用于生产活性染料、酸性染料和直接染料。随着行业竞争加剧，叠加环保监管趋严，H酸行业落后产能持续退出。根据闰土股份公告及我们统计，国内H酸的有效产能不足6万吨，其中内蒙古亚东产能2万吨/年，为H酸行业龙头。据乌海融媒公众号，6月22日，市委副书记、市长崔景英深入生产一线，现场检查安全生产工作和风险隐患排查整治情况，要求严格落实安全生产主体责任，深刻汲取近期生产安全事故教训，抓好设备设施技术改造升级，强化从业人员安全培训，坚决防止各类事故发生。未来随着内蒙古亚东装置进行整改，其H酸装置开工率或受影响，进而使得H酸行业供应进一步偏紧。

前期H酸价格已有一轮上涨，活性染料价格向下传导有效

截至2025年6月23日，H酸价格为4.17万元/吨，较年初的3.6万元/吨的价格上涨16%；活性染料的价格2.3万元/吨，较年初2万元/吨的价格上涨15%；价差（活性染料-0.2*H酸）同样实现15%的涨幅，说明活性染料价格向下游传导顺畅，且价差在产品涨价过程中进一步扩大。目前中美贸易冲突环节，纺织服装较为顺畅，后续若H酸涨价，活性染料仍可将成本压力向下传导。

H酸的生产涉及硝化反应，后续有加强对硝化反应装置监管的可能

5月，山东友道化学硝化车间发生爆炸，导致5人身亡；同月，河北武邑硝化棉生产工厂发生爆炸，导致5人身亡。上述事件均涉及硝化反应，H酸的生产同样涉及硝化反应，而硝化反应是我国限制类的反应。据应急管理部2024年3月发布的《淘汰落后危险化学品安全生产工艺技术设备目录（第二批）》，要求包括H酸在内的27种化学品需要将间歇或半间歇釜式硝化工艺改造成微通道反应器、管式反应器或连续釜式硝化生产工艺，并在2年内改造完毕，即2026年3月之前。同时H酸生产过程中对环保污染较大，H酸生产过程中产生的废水，酸性强、COD高、色度高、毒性大、含盐量高，难以进行生物降解，容易造成水体污染。在环保督查较为严格的2015年，多数环保不达标的H酸工厂停产，导致H酸价格最高涨至6.5万元/吨。如果后续对于硝化反应进行较为严格的限制，行业落后产能出清，H酸价格有进一步上涨的可能。目前H酸价格4.17万元/吨，较历史高点有超过50%的差距。

受益标的

后续若内蒙古亚东装置整改持续，同时H酸行业内落后产能持续退出，H酸-活性染料产业链相关企业有望受益。受益标的：锦鸡股份（具备0.5万吨H酸产能、0.8万吨H酸产能预计2025年下半年试生产、具备4.5万吨活性染料产能）、闰土股份（活性染料龙头，具备10万吨活性染料产能）、浙江龙盛（7万吨活性染料产能）、吉华集团（2万吨活性染料产能）、安诺其（1.5万吨活性染料产能）。

风险提示：行业整改不及预期、原材料价格大幅下跌、终端需求跟进不及预期。

【计算机：鼎捷数智(300378.SZ)】公司举办数智未来峰会，AI赋能打开成长空间——公司信息更新报告-20250624

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 李海强（分析师）证书编号：S0790524070003

智能制造领军厂商，维持“买入”评级

公司是国内领先的数智化转型与智能制造整合规划方案服务提供商，有望持续受益下游景气复苏和出海机遇，AI 打开成长空间，我们维持原有盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 2.01、2.40、2.89 亿元，EPS 为 0.74、0.88、1.07 元/股，当前股价对应 PE 为 44.0、37.0、30.6 倍，维持“买入”评级。

事件：公司举办数智未来峰会

6 月 19 日，公司于武汉举办 2025（第四届）数智未来峰会，以“AI 创变·破界生长”为主题，解锁 AI 加速驱动业务场景与生产力创新，重塑核心竞争力的成功范式。

发布 AI 系列套件，AI 融合助力产品体系全新升级

公司创新研发 AI 软基建（AIS-infra）套件，帮助企业找到可用、够用、好用的 AI 应用。峰会上公司陆续发布智能数据套件及企业智能体生成套件、ERP、PLM、MES、WMS 四大工业软件 AI 智能套件、AIoT 指挥中心&工业机理 AI 套件等多项最新方案成果突破，充分展示了公司在 AI 融合企业多维度运营场景的强大落地应用实力与领先成果。其中智能数据套件涵盖企业数据管理全栈，从数据引擎、数据治理，智能指标管理，到决策智能和敏捷问数组件，打造企业数据底座为 AI 赋能业务强基；企业智能体生成套件专注企业级的 AI 智能体构建与开发，是工业化量产 AI 的“母机”，特别是基于鼎捷 MACP 打造的多智能体协作能力也是业界首秀。

AI 商业化初显成效，未来成长更值得期待

2024 年以来公司 AI 商业化成效初显，2024 年中国台湾地区 AI 业务营收同比增长 135.07%；公司发布的业内首款融入 AI 技术的 PLM 产品全生命周期管理系统，已完成数十家客户部署应用，AI 有效带动研发设计类业务客单价提升约 30%。我们看好 AI 赋能公司产品体系带来的价值量增长，有望持续打开成长空间。

风险提示：下游投资不及预期；AI 产品落地不及预期；公司研发不及预期。

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